



كلية التجارة  
قسم إدارة الأعمال

# نموذج مقترح لتقييم أداء محافظ الأوراق المالية بالتطبيق على البورصة المصرية

بحث مقدم لقسم إدارة الأعمال  
للحصول على درجة دكتور الفلسفة في إدارة الأعمال

إعداد

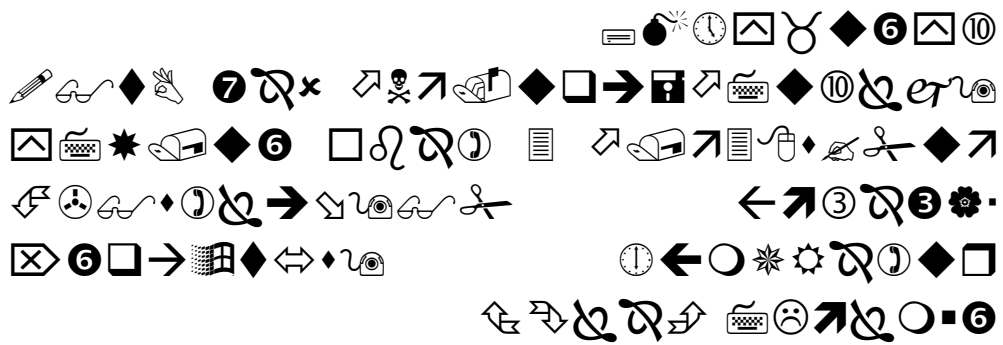
**محمد أحمد لطفي محمد وهدان**

إشراف

الأستاذ الدكتور / نبيل عبد السلام شاكر  
أستاذ الاستثمار والتمويل ورئيس قسم إدارة الأعمال  
جامعة عين شمس

٢٠١٠





سورة الأنعام من الآية ١٦١ – ١٦٥

صدق الله العظيم

## إهداء

إلى من علمني أن الحياة صبر وكفاح وأمل

إلى والدي بارك الله له وجزاه عنى خير الجزاء،

وإلى والدتي حباً وتقديراً وعرفاناً شفاها الله وعفاها.

وإلى أخوتي وزوجتي وابنتي نور وملك

وإلى كل عائلي وأقاربي وأهلي وأصدقائي



جامعة عين شمس  
كلية التجارة  
قسم إدارة الأعمال

## رسالة دكتوراه

اسم الطالب: محمد أحمد لطفى محمد وهدان  
عنوان الرسالة: نموذج مقترح لتقييم أداء محافظ الأوراق المالية بالتطبيق على  
البورصة المصرية

### لجنة المناقشة والحكم على الرسالة

أ.د/ نبيل عبد السلام شاكر رئيساً

رئيس قسم إدارة الأعمال وأستاذ التمويل والاستثمار - كلية التجارة -  
جامعة عين شمس

أ.د/ أسامة عبد الخالق الأنصارى عضواً

أستاذ إدارة الأعمال - كلية التجارة - جامعة عين شمس

أ.د/ شامل محمد الحموى عضواً

أستاذ التمويل والاستثمار - كلية التجارة - جامعة عين شمس

### الدراسات العليا

أجيزت الرسالة

ختم الإجازة

٢٠١٠ / /

موافقة مجلس الجامعة

موافقة مجلس الكلية

٢٠١٠ / /

٢٠١٠ / /

# شكر وتقدير

يتوجه الباحث بالشكر والتقدير والعرفان للسيد الأستاذ الدكتور/ نبيل عبد السلام شاكر

أستاذ التمويل والاستثمار ورئيس قسم إدارة الأعمال

كلية التجارة - جامعة عين شمس

ويدعو الله أن يتقبل منه صالح عمله ويجزيه عنه خير الجزاء لتوجيهاته البناءة المثمرة وتعديلاته

التي آتت ثمارها الطيبة وطورت هذه الرسالة الى الأفضل.

وبصفته مشرفاً على الرسالة ورئيساً للجنة الحكم عليها.

كما يتوجه الباحث بالشكر والتقدير والعرفان.

لكل من السادة:

الأستاذ الدكتور/ أسامة عبد الخالق الأنصارى

أستاذ إدارة الأعمال - كلية التجارة - جامعة عين شمس

بصفته عضواً بلجنة التحكيم على الرسالة المقدمة من الباحث.

الأستاذ الدكتور/ شامل محمد الحموى

أستاذ التمويل والاستثمار - كلية التجارة - جامعة عين شمس

بصفته عضواً بلجنة التحكيم على الرسالة المقدمة من الباحث جزاه الله عنا خير الجزاء خاصة لما

له من سابق الفضل فى كونه مشرفاً على رسالة الماجستير الخاصة بالباحث.

جزاكم الله عنا خير الجزاء

## قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع
١	<b>الفصل الأول: الإطار العام للبحث</b>
١	١- المقدمة
١	٢- مشكلة البحث
٣	٣- فروض البحث
٤	٤- أهداف البحث
٥	٥- أهمية البحث
٥	٦- أسلوب البحث
٥	٦-١ الدراسة النظرية
٦	٦-٢ الدراسة التطبيقية
٧	٧- المصطلحات الرئيسية
١٠	<b>الفصل الثاني: الإطار النظري للبحث</b>
١٠	١- خلفية نظرية
١٠	٢- مقاييس العائد
١٢	٣- مدى الحاجة إلى قياس الأداء المعدل بالمخاطرة
١٣	٤- مقاييس الأداء المعدل للمخاطرة وفقاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية
١٣	٤-١ مؤشر جينسن (١٩٦٩)

١٥	٢-٤ مؤشر ترينور (١٩٦٥)
١٦	٣-٤ مؤشر شارب (١٩٦٦)
١٧	٥- عيوب قياس الأداء بمقاييس شارب وترينور وجينسن
١٧	٥-١ عدم توضيح هيكل تسعير السوق
١٩	٥-٢ عدم توضيح مؤشر السوق
١٩	٦- قياس الأداء باستخدام نظرية تسعير المراجعة
٢٢	٧- تقييم الأداء بدون استخدام نماذج تسعير الأصول
٢٣	٨- مؤشر سعر المخاطرة غير المنتظمة (مؤشر لأداء مدير الاستثمار)
٢٤	٩- مؤشر المخاطرة غير المنتظمة المعدل بالعائد
٢٤	٩-١ نسبة المخاطرة غير المنتظمة إلى المخاطرة الكلية
٢٤	٩-٢ تعديل معدل الكفاءة بالعائد النسبي
٢٤	٩-٣ اختبار المعنوية كا <sup>٢</sup>
٢٤	١٠- تقييم توقيت القدرات
٢٦	١١- مؤشرات حديثة في دراسات حديثة
٢٧	١٢- مشاكل في قياس أداء المحافظ
٢٧	١٢-١ المشكلة الأولى
٣٠	١٢-٢ المشكلة الثانية



٣٢	١٢-٣ المشكلة الثالثة
٣٣	١٣- النماذج الشرطية ضد النماذج غير الشرطية
٣٤	١٤- المؤشرات متعددة العوامل ونظرية المراجعة وتقييم الأداء
٣٤	١٤-١ استخدام المحفظة النموذجية متعددة العوامل ومؤشرات النماذج المتعددة لتقييم الأداء
٣٧	١٤-٢ أداء صناديق الاستثمار
٣٨	١٤-٢-١ بالنسبة لتكاليف المعاملات
٣٩	١٤-٢-٢ بالنسبة لحجم الصندوق
٤٠	١٤-٢-٣ بالنسبة لهدف الصندوق
٤١	١٤-٢-٤ بالنسبة لعمر الصندوق
٤١	١٥- التوقيت السوقي والاختيار
٤٦	١٦- استمرارية مستوى الأداء النسبي
٤٨	١٧- صناديق الاستثمار
٤٩	١٧-١ أنواع صناديق الاستثمار
٥١	١٧-٢ أهداف صناديق الاستثمار
٥٢	١٧-٣ سياسات الاستثمار ومكونات التشكيلة
٥٤	١٧-٤ مزايا شركات الاستثمار

الموضوع	الصفحة
<b>الفصل الثالث : الدراسات السابقة</b>	٥٨
١- دراسات باللغة العربية	٥٨
٢- دراسات باللغة الأجنبية	٦١
٣- دراسات غير منشورة	١٠٥
<b>الفصل الرابع : تصميم الدراسة التطبيقية</b>	١٠٦
١- تحديد مجتمع البحث	١٠٦
٢- اختيار عينة البحث	١١٠
٣- تحديد فترة الدراسة	١١٣
٤- قاعدة البيانات المستخدمة	١١٣
٤-١ مصادر البيانات	١١٣
٤-٢ تجهيز البيانات لأغراض التحليل	١١٤
٥- متغيرات الدراسة التطبيقية	١١٤
٦- أساليب التحليل الإحصائي	١٢٣
٦-١ أسلوب التكامل المتناظر ونماذج تصحيح الخطأ	١٢٤
٦-٢ أسلوب انحدار Ridge	١٢٩
٦-٣ نماذج الانحدار الذاتي والمتوسطات المتحركة التكاملية (ARIMA)	١٣٢

١٣٦	٧- حدود الدراسة التطبيقية
١٣٨	<b>الفصل الخامس : تنفيذ الدراسة التطبيقية ونتائج كل صندوق على حدة</b>
١٣٨	١- التطبيق العملي لنماذج تقييم أداء صناديق الاستثمار
١٣٨	٢- العوامل المستخدمة في التقييم (المتغيرات المستقلة)
١٤٠	٣- اختيار فروض الدراسة من خلال العرض التحليلي لتقييم أداء أحد الصناديق
١٤٠	٣-١ تقييم أداء صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الثاني باستخدام أسلوب التكامل المتناظر ونماذج تصحيح الخطأ
١٤٧	٣-٢ التطبيق العملي لانحدار Ridge
١٥٢	٣-٣ التطبيق العملي لنماذج ARIMA
١٥٢	٣-٣-١ مرحلة التعرف
١٥٤	٣-٣-٢ مرحلة التقدير والفحص الشخصي
١٥٦	٣-٣-٣ مرحلة التنبؤ
١٥٨	٤- ملخص نتائج تقييم أداء صندوق استثمار بنك قناة السويس ذو العائد الدوري والتراكمي
١٦٠	٥- ملخص نتائج تقييم أداء صندوق استثمار البنك المصري لتنمية الصادرات . الأول (ذو العائد الدوري)

- ٦- ملخص نتائج تقييم أداء صندوق استثمار البنك الأهلي . ١٦٢  
الأول (ذو العائد التراكمي)
- ٧- ملخص نتائج تقييم أداء صندوق استثمار بنك الشركة ١٦٤  
المصرفية العربية الدولية (الأول)
- ٨- ملخص نتائج تقييم أداء صندوق استثمار البنك المصري ١٦٦  
الأمريكي الثاني (أمريكان أكسبريس سابقاً) الآن بنك كريدي  
أجريكول - الثالث
- ٩- ملخص نتائج تقييم أداء صندوق استثمار بنك الإسكندرية - ١٦٨  
الأول (ذو العائد الدوري)
- ١٠- ملخص نتائج تقييم أداء صندوق استثمار بنك القاهرة . الأول ١٧٠  
(ذو العائد التراكمي)
- ١١- ملخص نتائج تقييم أداء صندوق استثمار بنك الشركة العربية ١٧٢  
المصرفية الدولية الأول
- ١٢- ملخص نتائج تقييم أداء صندوق استثمار بنك مصر إيران ١٧٤  
للتنمية
- ١٣- نتائج تقييم أداء صندوق استثمار بنك مصر الأول (عائد ١٧٦  
ونمو/متوازن)
- ١٤- نتائج تقييم أداء صندوق استثمار بنك مصر الثاني (نمو) ١٧٨
- ١٥- نتائج تقييم أداء صندوق استثمار بنك مصر اكستريور ١٨٠  
(مصر الثالث)
- ١٦- نتائج تقييم أداء صندوق استثمار بنك الشركة العربية ١٨٢  
المصرفية الدولية الثالث

الصفحة	الموضوع
١٨٤	١٧- نتائج تقييم أداء صندوق استثمار بنك المصري الأمريكي الثالث (أميريكان اكسبريس سابقا) الآن بنك كريدي أجريكول - الثالث
١٨٦	١٨- نتائج تقييم أداء صندوق استثمار البنك المصري الأمريكي الأول الآن بنك كريدي أجريكول مصر - الأول (أميريكان أكسبريس سابقا
١٨٨	١٩- نتائج التحليل الكلى للعينة
١٩٠	<b>الفصل السادس : النتائج والتوصيات</b>
١٩٠	١- التحليل الجزئي للفروض
١٩٦	٢- التوصيات
١٩٧	٣- الأبحاث المستقبلية
١٩٨	قائمة المراجع
-	الملاحق الإحصائية
-	الملخص العربي
-	الملخص الأجني

## قائمة الأشكال

الصفحة	الموضوع
١٨	شكل (١): يوضح تحيز مؤشر جينسن بالرجوع إلى خلل هيكل التسعير....
٢٥	شكل (٢): يوضح خصائص المنحنى الخطي لمدير المحفظة الذي يستطيع التنبؤ بنقاط تحول السوق.....
٢٨	شكل (٣): يوضح تحليل الأداء لقاما.....
٢٩	شكل (٤): يوضح بيتا وعوائد الأوراق المالية.....
٣٠	شكل (٥): يوضح كيفية قياس التوقيت.....
٣١	شكل (٦): يوضح عوائد المدير بدون التوقيت الناجح.....
٦٤	شكل (٧): يوضح عوائد المدير صاحب التوقيت الناجح.....
١٤٨	شكل (٨): يوضح الخليط بين العائد والمخاطرة.....
١٤٩	شكل (٩): يوضح الخليط بين العائد والمخاطرة مع اختلاف سعر فائدة الاقراض عن الاقتراض.....
١٥٣	شكل (١٠): يوضح مناطق السيطرة.....
١٥٥	شكل (١١): يوضح العوائد مع تغيير بيتا.....
١٥٧	شكل (١٢): يوضح مقاييس الأداء.....

## قائمة الجداول

الصفحة	الموضوع
١١٦	جدول (١): اختبار اعتدالية صافي الأصول لكل صندوق على حدة .....
١١٧	جدول (٢): اختبار اعتدالية القيم اللوغاريتمية لصافي الأصول لكل صندوق على حدة.....
١٤١	جدول (٣): نتائج اختبار جذر الوحدة للقيم الأصلية للمتغيرات المقترح دخولها في تقييم الأداء.....
١٤٥	جدول (٤): نتائج اختبار استقرار البواقي الناتجة من نموذج الانحدار المستخدم باستخدام اختبار (ADF) .....
١٥٠	جدول (٥): قيم عوامل تضخم التباين ( $V^1F's$ ) المقابلة لقيم معلمة Ridge عند تقدير النموذج المقترح.....
١٥١	جدول (٦): نتائج تقدير النموذج المقترح.....
١٥٤	جدول (٧): نتائج تقدير (٠,٠,٢) ARIMA لسلسلة ( $I_p$ ) .....
١٥٦	جدول (٨): التنبؤ بقيم سلسلة العائد ( $I_p$ ) باستخدام نموذج (٠,٠,٢) ARIMA لصندوق استثمار البنك الأهلي المصري الثاني .....
١٨٩	جدول (٩): نتائج التحليل الكلي للعينة .....