



جامعة عين شمس  
كلية التجارة  
قسم الاقتصاد

## ”تقييم صناديق الاستثمار في مصر“

- خلال الفترة (٢٠٠٨-٢٠١٢) دراسة مقارنة

Evaluating Mutual Funds In Egypt During  
The Period (2008-2012) , Acomparative Study

رسالة مقدمة للحصول على درجة دكتوراة الفلسفة في الاقتصاد

إعداد

مروة حسين أحمد شاكر

تحت إشراف

الدكتورة  
داليا الزيادى  
مدرس الاقتصاد  
كلية التجارة - جامعة عين شمس

الأستاذ الدكتور  
أحمد مندور  
أستاذ الاقتصاد ووكيل الكلية الأسبق  
كلية التجارة - جامعة عين شمس

٢٠١٧ م



جامعة عين شمس  
كلية التجارة  
قسم الاقتصاد

**اسم الباحثة** : مروة حسين احمد شاكر.

**الدرجة العلمية** : دكتوراة الفلسفة في الاقتصاد.

**القسم** : قسم الاقتصاد.

**اسم الكلية** : كلية التجارة.

**الجامعة** : جامعة عين شمس.

**سنة التخرج** : ٢٠٠٣ م مايو.

**سنة منح الماجستير** : ٢٠٠٩.

**سنة منح الدكتوراة** : ٢٠١٧.



جامعة عين شمس  
كلية التجارة  
قسم الاقتصاد

## رسالة دكتوراه

اسم الطالبة : مروة حسين احمد شاكر

عنوان الرسالة : "تقييم صناديق الاستثمار في مصر خلال الفترة (٢٠٠٨ - ٢٠١٢)" - دراسة مقارنة

### لجنة المناقشة والحكم على الرسالة

- **الأستاذ الدكتور/ احمد فؤاد مندور** (مشرفاً ورئيساً)

أستاذ الاقتصاد بكلية التجارة - جامعة عين شمس  
ووكيل الكلية الاسبق

- **الأستاذ الدكتور/ عبير فرحت** (عضواً)

أستاذ الاقتصاد - كلية التجارة - جامعة عين شمس

- **الأستاذ الدكتور/ احمد عبد اللطيف** (عضواً)

أستاذ الاقتصاد - كلية التجارة - جامعة عين شمس

تاريخ المناقشة: ٢٤/١٢/٢٠١٦

/ / الدراسات العليا:

ختم الإجازة

موافقة مجلس الكلية

/ /

موافقة مجلس الجامعة

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## من آيات القرآن الكريم

﴿ إِنَّ الَّذِينَ آمَنُوا وَهَاجَرُوا وَجَاهُدُوا بِأَمْوَالِهِمْ وَأَنفُسِهِمْ فِي سَبِيلِ اللَّهِ وَالَّذِينَ أَوَّلَا  
وَنَصَرُوا أُولَئِكَ بَعْضُهُمْ أُولَئِكَ بَعْضٌ وَالَّذِينَ آمَنُوا وَلَمْ يُهَاجِرُوا مَا لَكُمْ مِنْ وَلَيْتُمْ مِنْ شَيْءٍ  
حَتَّىٰ يُهَاجِرُوا وَإِنْ اسْتَنْصَرُوكُمْ فِي الدِّينِ فَعَلَيْكُمُ النَّصْرُ إِلَّا عَلَىٰ قَوْمٍ بَيْنَكُمْ وَبَيْنَهُمْ مِيَانِقُ  
وَاللَّهُ بِمَا تَعْمَلُونَ بَصِيرٌ ﴾

سورة الأنفال ( الآية ٧٢ )

﴿ يَرْفَعُ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ ۝ وَاللَّهُ بِمَا تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ ﴾

سورة الجادلة ( الآية ١١ )

سورة طه ( الآية ١١٤ )

﴿ وَقُلْ رَبِّ رِزْنِي عِلْمًا ﴾

سورة النساء ( الآية ١١٣ )

﴿ وَعَلِمْتَ مَا لَمْ تَكُنْ تَعْلَمُ وَكَانَ فَضْلُ اللَّهِ عَلَيْكَ عَظِيمًا ﴾

## شكر وتقدير

حمدًا لله سبحانه وتعالى وشكراً على نعمه وعظيم فضله وجزيل عطائه وتوفيقه لي في إنجاز هذا العمل المتواضع راجية من الله عز وجل أن يجعله عملاً صالحاً ونافعاً.

وإنه من دواعي الفخر والعرفان بالجميل أن أتوجه بالشكر لأستاذي الفاضل معلمي الأول في الاقتصاد، أ.د/ أحمد فؤاد مندور أستاذ الاقتصاد بكلية التجارة، جامعة عين شمس ووكيل الكلية الأسبق. شكرأً يعجز قلمي عن وصفه لما اولاًة لي من جهد ونصائح وتوجيهات مثمرة وبناءه مما كان له عظيم الأثر في إتمام هذا البحث فله جزيل الشكر والاحترام .

كما أتقدم بخالص شكري وتقديري للدكتورة / داليا الزيادي، على تقديمها يد العون لي بالمشاركة في الإشراف على هذا البحث ولها مني عظيم الشكر، كما أتقدم بالشكر إلى الأستاذة الدكتورة / عبير فرحت أستاذ ورئيس قسم الاقتصاد بكلية التجارة جامعة عين شمس على تكرمها كعضو لجنة تحكيم في هذا البحث، كما أتقدم بالشكر إلى الأستاذ الدكتور / أحمد عبداللطيف، أستاذ الاقتصاد بتشرفه كعضو لجنة تحكيم في هذا البحث، فجزاهم الله جميعاً عن خير الجزاء وجعله في ميزان حساناتهم، كما أتقدم بالدعاء إلى أستاذى الجليل الأستاذ الدكتور / علي لطفي، شفاه الله وعفاه وجزاه الله عنى خير الجزاء على نصحه لي في إتمام هذا البحث.

الباحثة

## الإهداء

إلى زوجي .....  
.....

شريك في الحياة وسندني فيها فجزاه الله خير الجزاء.

إلى أولادي .....  
.....

(محمد وأدهم وآمن) : قرة عيني أسأل الله أن يبارك لي فيهم  
وأن يجعلهم من عباده الصالحين .

إلى أبناء أخواتي .....  
.....

(محمد شاكر، شيماء خميس، عبدالرحمن خميس) : وفقكم الله  
إلي الخير وجزاهم الله خيراً عنى خير الجزاء.

أعانني الله عز وجل على مساعدة غيري لما يحبه ويرضاه

## فهرست المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
	الإهداء
	شكر وتقدير
	الفهرس
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
أ	أولاً: المقدمة
ب	ثانياً: إشكالية الدراسة
ج	ثالثاً: أهداف الدراسة
د	رابعاً: أهمية الدراسة
هـ	خامساً: نطاق الدراسة
و	سادساً: الفترة الزمنية للدراسة
و	سابعاً: منهجية الدراسة
و	ثامناً: فروض الدراسة
حـ	الدراسات السابقة
٥٧ - ١	<b>الباب الأول: الملخص العام لصناديق الاستثمار</b>
١	مقدمة
٣٤ - ٢	<b>الفصل الأول: "مغري صناديق الاستثمار"</b>
٢	المبحث الأول: مفهوم صناديق الاستثمار.
٧	المبحث الثاني: أنواع صناديق الاستثمار.
٢٤	المبحث الثالث: اهداف صناديق الاستثمار.
٥٥ - ٣٥	<b>الفصل الثاني: أدبيات تفسير القرار الاستثماري</b>
٣٦	المبحث الأول: النظريات الاقتصادية المفسرة للصندوق الاستثماري
٤٥	المبحث الثاني: ماهية المخاطر الاستثمارية الكلية
٥٦	خلاصة الباب الأول
٥٧	النتائج المستخلصة من الباب الأول

٩٥ - ٥٨	<b>الباب الثاني: التجارب الدولية والعربية لصناديق الاستثمار وآفاق مؤشراتها</b>
٥٨	مقدمة
٧٠ - ٥٩	<b>الفصل الأول: مؤشرات أسواق المال العالمية والعربية</b>
٥٩	المبحث الأول: تعريف مؤشرات السوق العالمية
٦٢	المبحث الثاني: ماهية مؤشرات السوق العالمية
٩٥ - ٧١	<b>الفصل الثاني: صناديق الاستثمار العالمية والعربية والدورات المستفادة منها</b>
٧١	المبحث الأول: صناديق الاستثمار العالمية
٨٢	المبحث الثاني: ماهية مؤشرات السوق العالمية
٩٣	المبحث الثالث: الدروس المستفادة من تجارب بعض الدول العالمية والعربية
١٨٧ - ٩٦	<b>الباب الثالث: صناديق الاستثمار في مصر وتقييمها</b>
٩٦	مقدمة
١٢٩ - ٩٧	<b>الفصل الأول: صناديق الاستثمار في مصر</b>
٩٧	المبحث الأول: نشأة وخصائص صناديق الاستثمار في مصر.
١١١	المبحث الثاني: تصنيف صناديق الاستثمار في مصر.
١١٧	المبحث الثالث: أهمية صناديق الاستثمار في مصر.
١٢٦	المبحث الرابع: مؤشرات سوق الأوراق المالية المصرية
١٨٧ - ١٣٠	<b>الفصل الثاني: تقييم صناديق الاستثمار المصرية - الحالة التطبيقية</b>
١٣٠	المبحث الأول : تقييم صناديق الاستثمار في مصر
١٥٠	المبحث الثاني : تقييم أداء الصناديق وفقاً لنموذج العائد على الأموال المستثمرة
١٦٠	المبحث الثالث: الحالة التطبيقية النموذج القياسي
١٨٨	النتائج والتوصيات
١٩٢	قائمة المراجع
١	ملخص الدراسة

## فهرست الجداول

رقم الصفحة	رقم الجدول	الجدول
١٠	١	أهم الفروق بين صناديق الاستثمار المغلقة وصناديق الاستثمار المفتوحة
١١٤	٢	مقارنة بين صناديق الاستثمار في مصر وفقاً لقانون رأس المال (٩٥) لسنة (١٩٩٢)
١٢٣	٣	مقارنة بين الاستثمار في صناديق الاستثمار والاستثمار في الاستثمارات الأخرى
١٥١	٤	مقارنة أكبر خمسة صناديق في السوق المصرية من حيث صافي قيمة الأصول في عام ٢٠١٥ مقارنة بعام ٢٠١٤
١٥٣	٥	صافي قيمة الأصول لأقدم خمسة صناديق في السوق المصرية خلال فترة مارس ٢٠١٥
١٥٣	٦	مقارنة بين أعلى قيم لصافي أصول الصناديق لعام ٢٠١٥ بعمر الصندوق
١٥٤	٧	أكبر عشرة صناديق في السوق المصرية من حيث العوائد خلال (٢٠١٤)
١٦٥	٨	نتائج اختبار جذر الوحدة - الاستقرارية - لمتغيرات الدراسة
١٦٧	٩	مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة
١٦٨	١٠	نتائج تقدير دالة إجمالي صناديق الاستثمار

## فهرست الأشكال

رقم الصفحة	رقم الشكل	الشكل
٥٥	١	المخاطر الكلية
١١٠	٢	الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار الشكل رقم
١١٦	٣	أنواع الصناديق الاستثمارية
١٢٥	٤	رسم توضيحي لتفصير أهمية صناديق الاستثمار للقطاعات الاقتصادية المختلفة

## **أولاً: المقدمة:**

تعتبر صناديق الاستثمار إحدى الأدوات المالية الجديدة للادخار، وذلك لأنها تعمل على تجميع المدخرات المتوفرة لدى الأفراد وتستثمرها نيابةً عنهم؛ لتكون محفظة استثمارية يتم من خلالها تحقيق رغبات هؤلاء المستثمرين الذين لم تكن لديهم القدرة على إدارة استثماراتهم، وبالتالي يؤولون إلى جهة متخصصة لرعاية هذه الاستثمارات فهذه الجهة هي "صناديق الاستثمار"، فمن هنا أصبحت الصناديق الاستثمارية هي أحد الطرق المتبعة لصالح المستثمرين؛ الذين لم يملكون القدرة للدخول في استثمارات مالية كبيرة، فالصندوق يوفر الخبرة الفنية والإدارية الالزمة لتعظيم أرباح هؤلاء المستثمرين؛ فصندوق الاستثمار "عبارة عن شركة قامت بتجميع الأموال من المستثمرين وقامت بإدارتها نيابة عنهم"، ففكرتها الأساسية هي "فكرة الأوعية الاستثمارية" التي تعتمد على التوزيع في مصادر التمويل والتوزيع في الاستثمار؛ لأن من أهداف التوزيع، القليل من درجات المخاطر التي يتعرض لها صندوق الاستثمار فيقوم مدير الاستثمار بتخفيض التكاليف إلى أقل قدر ممكن من خلال زيادة حجم الاستثمار.

حيث يقوم الاستثمار في أسواق الأوراق المالية بطريقتين:

الأولى وهي طريقة استثمار مباشر، حيث يقوم المستثمر بالشراء، وتحديد وقت البيع لهذه الورقة المالية، أو الاحتفاظ بها والحصول على العائد منها، والثانية هي استثمار غير مباشر، وذلك من خلال صندوق استثماري حيث يضع أمواله في هذا الصندوق مقابل الحصول على عدد من وثائق الاستثمار وينتظر حتى يحقق أهدافه الاستثمارية من عوائد هذا الصندوق؛ فنجد أن المستثمرين، تختلف أهدافهم الاستثمارية من شخص لآخر، فمنهم من يريد الحصول على عائد ثابت، وتقليل المخاطرة إلى أقل حد ممكن، وأخر يسعى إلى تحقيق أرباح مرتفعة مع درجة عالية من المخاطرة، وأخر

يريد أن يجمع بين الهدفين؛ ولذلك فإن صناديق الاستثمار تتميز بتنوعها بما يخدم الهدف التي أُنشئت من أجله؛ لتلبى كافة رغبات المستثمرين ولذا يختار المستثمر الصندوق الذي يتفق مع إستراتيجيته في الدخول لهذه الأسواق.

فهي تعتبر أحد الروافد الاقتصادية الجديدة؛ لما توفره، من وجود صانع سوق من قبل خبرات متخصصة الامر الذى يعود بالنفع على جميع شرائح المستثمرين ،كما توفر الصناديق الاستثمارية فرص استثمارية عالية السيولة لحاملى وحدات الصندوق وبأجال قصيرة، ولو جود شركات السمسرةدور كبير في انجاح البورصات،التي تتعددبها الاذوات الاستثمارية المدرجة بالبورصة والتى من شأنها استقطاب اكبر عدد من المستثمرين ومبالغ اكبر للاستثمار وهذا كله يعمل على دعم سوق الاوراق المالية ومن ثم الاقتصاد ككل .

حيث إن عملية نمو سوق الأوراق المالية بصفة عامة شهدت تطويراً سريعاً في البلدان النامية، مثل (مصر وبعض دول شرق آسيا) عن نظيرتها في الدول الأمريكية والأوروبية، وذلك لأن الدول النامية أخذت بتطبيق الإصلاح الاقتصادي لإحداث نوع من الانتعاشة الاقتصادية لها، والنهوض بإصلاحات السياسة (النقدية والمالية)، مما قد يؤدي لتعظيم دور الجهاز المصرفي وتتمامي دور البنوك وشركات التأمين، ومن هنا أصبحت الأسواق الناشئة واعده للاستثمارات بدرجة أكبر من الأسواق الكبيرة؛ لأنها على استعداد لاستقبال المزيد من تدفقات رؤوس الأموال إليها.

## **ثانياً: إشكالية الدراسة:**

وتمثل المشكلة الرئيسية للدراسة في:

هناك صعوبة في الحصول على البيانات الخاصة بصناديق الاستثمار، مثل أسعار الوثيقة وعدد المكتتبين فيها ورؤوس الأموال المؤسسة بها

فأغلبها بيانات غير منشورة تقوم بها الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار أي عدم وجود درجة عالية من الشفافية مما يؤدي عدم وضوح الرؤية لتقييم مثل هذه الصناديق.

وذلك نظراً لكثرتها وتتنوعها في سوق الأوراق المالية، ومنها صناديق مفتوحة للأسهم، وصناديق مفتوحة متوازنة، وصناديق متغيرة الإستراتيجية وصناديق ذات دخل ثابت، وصناديق إسلامية، وهذا التنوع يخدم الهدف من إنشائها وهو "تحقيق أهداف ورغبات المستثمرين بين رغبة المخاطرة ورغبة تحقيق عائد ثابت"، فيجب على المستثمر دراسة كل هذه الأنواع، وهذا الأمر صعب أن يتحقق المدخر الصغير بنفسه.

إن غالبية صناديق الاستثمار القائمة في مصر، صناديق مفتوحة وليس صناديق متخصصة ومعظمها يُستثمر في الأوراق المالية المقيدة للشركات الداخلة في مؤشر CASE30.

حيث تتعدد طرق تقييم أداء الصناديق فتختلف تبعاً لترتيب صناديق الاستثمار من حيث الأداء إذا تم أخذ المخاطر في الحسبان وتم التغاضي عن تلك المخاطر.

وهناك أخطاء في السياسات الاستثمارية للصناديق، بناءً على توجيهات مديرى الصندوق، وأخطاء أخرى ترجع إلى مديرى الصناديق، الذين لم يوفقا في اختيار هذه المحفظة.

### **ثالثاً: أهداف الدراسة :**

هدفت الدراسة إلى تحليل طبيعة ونشأة صناديق الاستثمار ودراسة أنواعها المختلفة ومعرفة مدى أهميتها، والنظريات الاقتصادية التي يقوم عليها القرار الاستثماري في سوق الصناديق الاستثمارية المصرية ونقوم بتقييم أداء هذه الصناديق العاملة في مصر باستخدام المؤشرات الدولية المتعارف عليها والتي تمكنا من الحصول على قيمة عدديّة يتم من خلالها

الترتيب الدقيق لهذه الصناديق ومعرفة مدى كفاءتها في تحقيق رغبات وأهداف المستثمرين.

وبهذا يستفيد المستثمر في تحديد أفضل صندوق استثماري للتعامل معه وهذه الدراسة سوف تعطينا صورة واضحة لأداء مدير صندوق الاستثمار ومعرفة مدى قدرته في إدارة مثل هذه الصناديق من خلال مقارنة أدائه بغيره من مديري الصناديق الأخرى. ومن هنا يتخذ القرار الاستثماري السليم للمستثمر. ولذا تهدف الدراسة إلى:

- دراسة أهمية صناديق الاستثمار وذلك للنهوض بسوق الأوراق المالية المصرية ومدى التأثير على الاستثمارات في سوق الأوراق المالية المصرية.
- كيفية الاستفادة من دراسة التجارب السابقة في بعض الدول الأخرى وتطبيقاتها في مصر.
- القيام بتقييم أداء صناديق الاستثمار المصرية لتنميتها وتطورها.

#### **رابعاً: أهمية الدراسة**

تظهر أهمية الدراسة في عدة وجوه أهمها:

- إعطاء صورة كاملة عن مفهوم صناديق الاستثمار وأهميتها - وتطورها التاريخي - ماهيتها - أنواعها - مزاياها وعيوبها من خلال دراسة تحليلية لصناديق الاستثمار وتحليل الدور الذي تلعبه باعتبارها وعاء استثماري جيد له تأثير في جمع المدخرات، لذا سوف تقوم الدراسة بتقييم أداء الصناديق الاستثمارية باستخدام مؤشرات - كمية متعارف عليها - ومعرفة مدى تأثير كل مؤشر من هذه المؤشرات، على أداء الصناديق الاستثمارية وتحديد أفضلها ثم مقارنة هذه النتائج مع بعضها

البعض للتعرف على مدى الاتفاق أو الاختلاف بين نتائج هذه المؤشرات.

- القيام بتحديد نوعية الصناديق العاملة في السوق المصرية التي ستشملها عينة الدراسة وهذا كله بجانب التعرف على نشأة وتأسيس هذه الصناديق وأنواعها المختلفة والإطار القانوني الحاكم لعمل هذه الصناديق والتعرف على آلية عمل الصناديق الأمريكية والفرنسية وإنجليزية والعربية للاستفادة منها والنهوض بصناديق الاستثمار المصرية.

- دراسة أهمية العملية الإدارية والقائمين عليها.

- دراسة الأطر القانونية التي تحكم في سير عملية الاستثمار في الصناديق الاستثمارية والقوانين التي تكفل كل من المستثمر والإدارة والصندوق ذاته.

- تقديم أفضل البدائل الاستثمارية لصغار المستثمرين وتوجيههم نحو الاستثمار الأفضل لهم وكيفية التوزيع لاستثماراتهم وأهمية هذا التوزيع.

- دراسة أنواع الرقابة التي يتعرض لها الصندوق الاستثماري مثل (رقابة الهيئة - رقابة حملة الصندوق..... إلخ).

- دراسة طرق تقييم الصندوق الاستثماري مثل (طريقة نسبة العائد الإجمالي - طريقة العائد السنوي... إلخ) كطرق تقليدية، ونموذج شارب - ترينيور كطرق كمية.

#### **خامساً: نطاق الدراسة:**

تشتمل الدراسة على صناديق الاستثمار العاملة بمصر والخاضعة لهيئة سوق المال وقد تم اختيار هذه الصناديق بناءً على عدد الصناديق التي أُنشئت منذ عام (١٩٩٧) حتى يكون تم تغطية كافة الصناديق الاستثمارية المصرية

## **سادساً: الفترة الزمنية للدراسة:**

تمتد الفترة الزمنية للدراسة من عام (١٩٩٧) وحتى عام (٢٠١٢) وهي تلك الفترة التي تمثل تسعه عشر عاماً، حتى تكون هذه الفترة شهدت تطورات كبيرة في سوق الأوراق المالية وخاصة بعد الثورتين المصريتين وما أعقبهما من تغيرات حادة في الاقتصاد المصري.

## **سابعاً: منهجية الدراسة :**

تعتمد الدراسة على أسلوب المنهج الاستقرائي في الجزء الأول: حيث يتم استقراء تاريخ صناديق الاستثمار من الناحية النظرية، واستقراء نشأة صناديق الاستثمار في الدول الأوروبية والأمريكية والعربية، لمعرفة نجاح أو إخفاق كلّاً منهم للاستفادة منها في مصر، واستقراء التجربة المصرية لمعرفة نجاحها، وكيفية النهوض بها.

## **بينما يعتمد الجزء الثاني:**

على أسلوب المنهج التحليل الكمي الرياضي والقياسي الملائم لرصد وتحليل البيانات المتاحة الخاصة بأداء صناديق الاستثمار المذكورة وتحليل أسباب نجاح أو إخفاق هذه الصناديق وكيفية النهوض بها ودورها في توجيه الاستثمارات في مصر.

## **ثامناً: فروض الدراسة :**

**الفرض الأول:** صناديق الاستثمار المصرية تلعب دوراً هاماً في استحداث وتنشيط الأدوات المالية؛ وذلك لكونها قطاعاً من نظام الوساطة المالية الرسمي.

**الفرض الثاني:** تقلل صناديق الاستثمار من حدة الأزمات المالية.

**الفرض الثالث:** إمكانية تطبيق تجارب الدول الأخرى في مصر، لزيادة فاعلية صناديق الاستثمار المصرية.