

## العوامل السلوكية المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار دراسة تطبيقية على البورصة المصرية

أحمد سيد عبد الباسط مصطفى<sup>١</sup>

عاطف فتحي حبيب سيدهم<sup>٢</sup>

أحمد محمد ناجي عبد الله عامر<sup>٣</sup>

### ملخص البحث :

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أداء كل صناديق الاستثمار ومديري تلك الصناديق، باستخدام المدخل السلوكي، وذلك من خلال دراسة ميدانية وتطبيقية على صناديق الاستثمار العاملة في البورصة المصرية (EGX)، على أساس البيانات السنوية للفترة من عام ٢٠٠٨ حتى عام ٢٠١٧، وقد كانت عينة الدراسة مكونة من ١٩ صندوق استثمار بجانب ١١٩ من العاملين بها، وقد خلّصت الدراسة من خلال عمليات الاستدلال أن أداء ونشاط صناديق الاستثمار المصرية يقدم أدلة لملائمة الإطار الفكري للتمويل السلوكي في سوق الأوراق المالية المصري، حيث كان للعوامل السلوكية أثر على أداء صناديق الاستثمار المصرية ناتج من كلاً من اتجاه السوق، خصائص الصندوق، خصائص شركة الإدارة.

الكلمات الدالة:

التمويل السلوكي - التمويل المعياري - صناديق الاستثمار - إدارة صناديق الاستثمار - شركات الإدارة - البورصة المصرية.

### Abstract

This study aims to analyze the performance of mutual funds and fund managers, based on the behavioral approach, that is through a field and empirical study on mutual funds has operating in the Egyptian Stock Exchange (EGX), according to annual data for the period 2008 through 2017, The study sample consisted 19 of mutual funds addition to 119 of their managers. The study's conclusion according to inference test that the performance and activity of Egyptian mutual funds provide evidence for the suitability of the framework for behavioral finance in the Egyptian stock market. When found the behavioral factors had an impact on the performance of Egyptian mutual funds; that back to "market trend", "mutual fund characteristics", and "him manager characteristics."

<sup>١</sup> مدرس إدارة الأعمال الأكاديمية الدولية للهندسة وعلوم الإعلام - ٦ أكتوبر

<sup>٢</sup> مدرس إدارة الأعمال معهد طبية العالي لتكنولوجيا الإدارة والمعلومات

<sup>٣</sup> مدرس إدارة الأعمال المعهد العالي للدراسات المتطورة - القطامية

Keyword

Behavioral Finance – Standard Finance – Mutual Funds – Mutual Fund Management – Fund Manager– EGX.

## المبحث الأول

### منهجية الدراسة

#### ١/١ مقدمة:

منذ منتصف القرن الماضي كانت السيطرة في الفكر المالي لما يُعرف بالتمويل المعياري، وهو مجموعة المعارف والنظريات والنماذج التي تركز على الأساليب الكمية في تفسير الظواهر المالية في كل من منشآت الأعمال والمؤسسات والأسواق المالية، وتُعد المقايضة بين العائد والمخاطرة Risk Return Trade Off هي الأساس الفكري لتلك المعارف والنظريات والنماذج، فقد تم الاعتماد على المتوسط المرجح باحتمال التحقق كأساس لتقدير العائد إلى جانب الانحراف المعياري كأساس لتقدير المخاطر الكُلية، وقد توالى على ذلك العديد من المقاييس الكمية المستخدمة لقياس ذلك، ومنها معامل بيتا  $\beta$ ، بالإضافة إلى القيمة عند المخاطرة VAR.

إلا أن النظريات والنماذج التي تندرج تحت مظلة التمويل المعياري قد واجهت العديد الانتقادات في ظل أوجه القصور عند تفسير العديد من الظواهر بالعديد من منشآت الأعمال والمؤسسات والأسواق المالية، الأمر الذي لاقى العديد من المحاولات من جانب العديد من الباحثين لتفسير تلك الظواهر، لهذا حدث تصادم بين المعايير المالية كالنماذج التوازنية ذات الأساس الكمي فقط، والتي تُعبر عن النواحي النفعية من للعائد ومخاطرة، مقابل السلوكيات المالية التي تعبر عن النواحي الشعورية والحالة النفسية من خوف وطمع (Shefrin, 1999).

ولم تقتصر البحوث المالية على الجانب المعياري فقط، بل أنها قد شملت الجانب السلوكي لتكون الجناح الثاني للفكر المالي، حيث يشمل الجناح الثاني على بحوث تناولت تأثير العوامل السلوكية ومنها أثر الخصائص الديموجرافية على السلوك الاستثماري للمتداولين، وكذلك تصنيف خططهم الاستثمارية بالإضافة إلى المعلومات ذات التأثير المعنوي على سلوكهم الاستثماري، وقد تزايد الاهتمام بمجال السلوكيات المالية الأمر الذي أدى إلى ظهور نموذج السلوكي لتسعير الأصول Behavioral Asset Pricing Model :BAPM، بالإضافة إلى نظرية الحقبة السلوكية Behavioral portfolio theory كنقطة أساس في فكر السلوك المالي.

(for more see: Shefrin and Statman, 2000; Zin, 2002; Shefrin, 2008; Statman et. al., 2008; Muneer, 2012; Bogatyrev 2014)

مما سبق نجد أن الاعتراف بالتمويل السلوكي كأحد جناحي الفكر المالي لم يكن سهلاً، فقد تطور الإطار الفكري منذ ثمانينات القرن الماضي، حيث تم الاعتراف بها في عام ٢٠٠٢ كاتجاه

بحثي عقب حصول عالم النفس " Daniel Kahneman " على جائزة نوبل للاقتصاد، حيث يُنظر إلى التمويل السلوكي باعتباره تكامل بين التمويل المعياري وعلم النفس، بغية تقديم تفسيرات مقبولة للظواهر المالية التي فشل الأخير (التمويل المعياري) في الوصول إليها (صفية صديقي وآخرون ٢٠١٥) وذلك لعدم اعترافه بالبعد السلوكي حينها، عوضًا عن عدم القبول إلا بنظرية المنفعة Utility Theory مقابل رفض نظرية القيمة المُدرّكة Prospect Theory في تفسير اتجاهات المتداولين نحو المخاطر.

## ٢/١ الدراسات السابقة:

تم الاطلاع على العديد من الدوريات والبحوث المتصلة بموضوع البحث، فقد كان هناك العديد من المحاولات في الدراسات، إلا أن المحاولات في الدراسات العربية تتسم بالثدرة بالمقارنة مع الدراسات الأجنبية، حيث شملت الأولى دراسات لكل من خيرى الجزيري (١٩٩٦)، وبهاء نكى (١٩٩٧)، حيث تناولت تلك الدراسات سلوك المستثمر الفرد في سوق الأوراق المالية كمحددات ذلك السلوك، كما هو الحال في دراسة الجزيري أو الاتجاهات نحو سوق الأوراق المالية كما هو الحال في دراسة نكى، في المقابل من ذلك كانت دراسة محمد السحبياني (٢٠٠٨) والتي تناولت أيضًا سلوك المستثمر الفرد، إلا أنها تفردت في تناول أنماط المضاربة في أسواق الأوراق المالية، وقد أشارت إلى أن هناك أصنافاً نافعة من المضاربة تُسهم في تحسين كفاءة السوق وزيادة السيولة، في حين توجد أنواع ضارة من المضاربة قد يُسهم بعضها في توفير السيولة للسوق، ولكن على حساب كفاءته؛ فتؤدى إلى ابتعاد الأسعار عن القيم الحقيقية وحدث تقلبات كبيرة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية المتداولة، أما دراسة صفية صديقي وآخرون (٢٠١٥) فقد تناولت بناء المحفظة السلوكية من خلال الأسهم المكونة لمؤشر CAC40 الفرنسي.

أما الدراسات الأجنبية فقد تعددت، سواء على مستوى التحليل الفكري، أو على مستوى الدراسات الاختبارية، في ضوء ذلك تشير دراسة Thaler (١٩٩٩) أن التمويل السلوكي يُعد مجالاً مثيرًا للجدل، حيث يعتبره البعض بدعة، فهناك قلة اعتقدوا أن جميع المتداولين في أسواق المال يتخذون قراراتهم وفقًا للبيهييات المنطقية للاختيار في ظل حالة عدم التأكد، مقابل المدافعون عن فرضية كفاءة السوق والتي تتادى بأن الأسواق يمكن أن تكون كفاء في ظل عمليات المرجحة من جانب فئة من المتداولين على حساب فئة أخرى لا يتسم سلوكها الاستثمار بالرشد والعقلانية، فبذلك يعتقد أنصار فرضية كفاءة السوق أن أسعار السوق ستظل تعكس تيار المنافع والمخاطر للأدوات المالية المتداولة بالسوق في ضوء هذه المرجحات، إلا أن هذه المرجحات تكون مرهونة بالعديد من العوامل يمكن للباحثين إيجازها في تكلفة المعاملات إلى جانب مدى تماثل المعلومات.

أما دراسة Shefrin (1999) فتشير إلى أن هناك تصادم وصراع بين التمويل المعياري والتمويل السلوكي، وأن النظريات والنماذج المعيارية ظهر لها نظريات ونماذج سلوكية، فنظرية

المحفظة السلوكية BPT قد كانت مقابل لنظرية المحفظة المثلى OPT، كما كان نموذج السلوكي لتسعير الأصول BAPM مقابلاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM.

على جانب آخر تُشير دراسة Subrahmanyam (٢٠٠٨) إلى أن بحوث ودراسات التمويل السلوكي نمت بسرعة متزايدة في السنوات الأخيرة، ولكن هذا النمو غير كافي، حيث يوجد عدد من المجالات البحثية في هذا العلم جديرة بالاهتمام، منها أثر التحيز على القيم السوقية، أثر تكلفة المعاملات، وممارسات صانع السوق، ودور المديرين التنفيذيين في حالات الاندماج والاستحواذ وتغيير القيمة الاسمية .. إلخ.

أما عن الدراسات الاختبارية على مستوى تداولات الأفراد فتشير دراسة Caterina and Giulio (٢٠٠٨) إلى ارتفاع تأثير العوامل العاطفية وعمليات المضاربة على نشاط وسلوك العوائد بالبورصة الصينية، في مقابل ضعف تأثير العوامل الاقتصادية، ولذلك تُشير الدراسة إلى أن الحالة الصينية تُدعم مفاهيم ونظرية السلوك المالي للمتداولين (السلوكية المالية) مقابل نظرية كفاءة الأسواق.

أما عن أثر تداولات المتداول المؤسسي على تداولات الأفراد فتشير دراسة and Keswani Stoln (٢٠٠٨) أن هناك في السوق البريطاني تأثير قوى للتحركات الشرائية لصناديق الاستثمار على مشتريات كل من المتداول الفرد والمؤسسي، أو بعبارة أخرى أن التحركات الشرائية للصناديق الاستثمار البريطانية تقود حركة الأموال الذكية في بورصة لندن، وعلى الجانب الآخر تُشير دراسة Liao وآخرون (٢٠١٧) إلى أن مديري صناديق الاستثمار الصينية لديهم مهارات توقيت السوق، وهو الأمر الذي ينعكس على مستوى أداء الاستثمار ما بين ٦-٧% على أساس سنوي، وهو الأمر الذي يتفق مع نتائج دراسة Keswani Stoln and (٢٠٠٨) أن التحركات الشرائية للصناديق الاستثمار تقود حركة الأموال الذكية، لكن هذه المرة في الصين.

وفيما يتعلق بمديري صناديق الاستثمار فتناولت دراسة كل من Puetz and Ruenzi (٢٠١١) فحص الثقة المفرطة بين مديري صناديق الاستثمار المشترك في مقابل دراسات سابقة تناولتها على مستوى المتداول الفرد، وقد خلُصت الدراسة إلى رفض قبول نظريات الثقة المفرطة على مديري صناديق الاستثمار، حيث أشارت إلى إن ارتفاع نشاط التداول بعد الأداء الجيد مدفوع بأداء المحفظة الفردية في مقابل انخفاض الأهمية النسبية لأداء السوق كمصدر لعمليات التداول، وبذلك استبعدت الدراسة بعض التفسيرات البديلة مثل زيادة التداول كرد فعل على حوافز الأداء، أو كرد فعل للتدفقات من أموال جديده للصندوق، أو كرد فعل منطقي بسبب عمليات التعلم.

أما دراسة Chevalier and Ellison (١٩٩٩) فتشير إلى تأثير هيكل الاستثمار لصناديق الاستثمار ببعض العوامل السلوكية كعمر مدير صندوق الاستثمار، إلى جانب مدى اتباع سلوك

القطيع عوضًا عن تأثير المنافع الخاصة فيما يتعلق بحسن الأداء، ومن وجه نظر الباحثين نجد أن هذا الأمر يُشير بصورة واضحة إلى مشكلة الوكالة Agency Problem، والتي تُعد أحد مظاهر التمويل السلوكي، على الرغم من كونها أحد ركائز الفكر المالي فيما يتعلق بالتمويل المعياري.

أما دراسة Atkinson وآخرون (٢٠٠٣) تُشير إلى أن الاختلافات في سلوك الاستثمار لمديري الصناديق التي يمكن إرجاعها إلى تأثير الجنس تتضمن كل من أسلوب صنع القرار لمستثمري الصناديق المشتركة، بالإضافة إلى اختلاف صافي تدفقات الأصول إلى الصناديق المُدارة، حيث كان صافي التدفقات للصناديق التي تُدار من خلال الإناث أقل منه للذكور، خاصةً بالنسبة للسنة الأولى التي يُدير فيها المدير الصندوق.

وأخيرًا عن التحيزات السلوكية فتشير دراسة Cuthbertson وآخرون (٢٠١٦) إلى انتشار العديد من أنماط التحيزات السلوكية لدى مديري صناديق الاستثمار، وتضيف إلى ذلك أن هذه التحيزات تؤثر على أداء صندوق الاستثمار محل الإدارة.

في مقابل تناولت دراسة (عمرو مندوه، ٢٠١٧) تقييم أداء صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية، وقد خلصت إلى أن صناديق الاستثمار التقليدية أفضل أداء من صناديق الاستثمار الإسلامية. أما دراسة (رشا زغلول، ٢٠١٧) فقد أشارت إلى وجود تأثير لسياسة التوزيع النقدي للأرباح على أداء صناديق الاستثمار بالبورصة المصرية.

على جانب آخر تناولت دراسة (نادر مسعد، ٢٠١٨) أثر تطبيق مبادئ الحوكمة على أداء صناديق الاستثمار، حيث خلصت إلى وجود تأثير لتطبيق مبادئ الحوكمة على أداء صناديق الاستثمار بالسوق المالي السعودي.

### ٣/١ مشكلة الدراسة:

لقد تناولت الدراسات العربية العوامل السلوكية المؤثرة على قرار المتداول الفرد، ومن الدراسات الرائدة في هذا الصدد دراسة خيرى الجزيري (١٩٩٦)، إلا أن الدراسات التالية قد اقتصرت على المتداول الفرد دون المؤسسي، وذلك على خلاف الدراسات الأجنبية والتي قامت بدراسة وتحليل العوامل المؤثرة على المتداول المؤسسي، وبذلك يظهر للباحثين التساؤلات البحثية التالية:

١/٣/١ هل يوجد اختلاف بين شركات الإدارة نحو أثر اتجاهات السوق على الاستراتيجية الاستثمارية المطبقة بالصناديق الاستثمار؟

٢/٣/١ هل يوجد اختلاف بين شركات الإدارة نحو محددات الاستراتيجية الاستثمارية بصناديق الاستثمار؟

٣/٣/١ هل يوجد اختلاف لمحددات الاستراتيجية الاستثمارية بصناديق الاستثمار من وجهة نظر مديري الاستثمار.

٤/٣/١ هل يوجد اختلاف لمستوى الثقة المفرطة لدى مديري صناديق الاستثمار بين شركات الإدارة؟

٥/٣/١ هل يوجد تأثير لخصائص صناديق الاستثمار على أداء الصندوق الاستثمار؟

٦/٣/١ هل يوجد تأثير لخصائص شركة الإدارة على أداء صندوق الاستثمار؟

٧/٣/١ هل يوجد تأثير للهدف الاستثماري على هيكل الأصول المالية لصندوق الاستثمار؟

٨/٣/١ هل يوجد تأثير معنوي للهدف الاستثماري لصندوق الاستثمار على معدل عمليات التداول؟

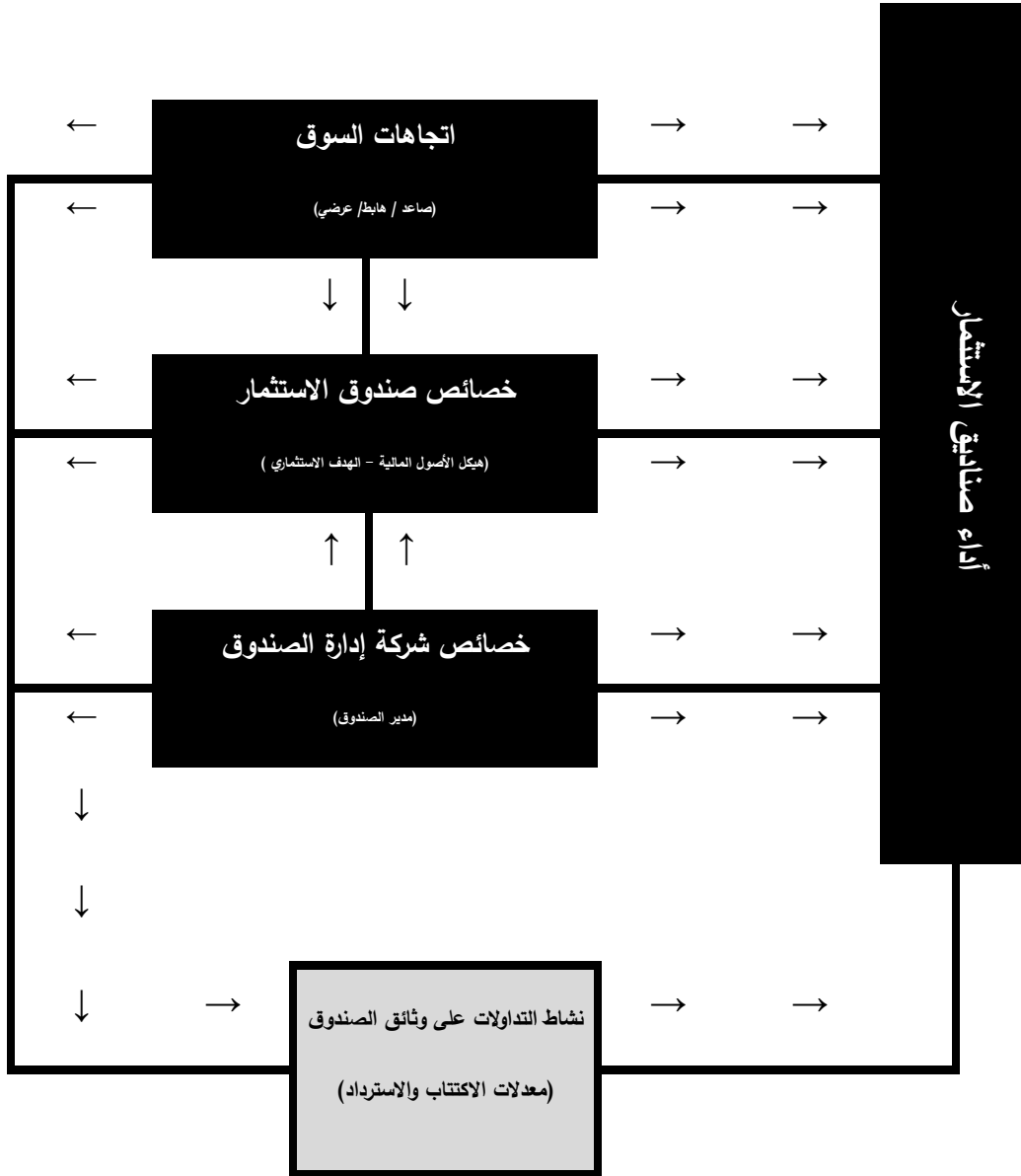
٩/٣/١ هل يوجد تأثير معنوي لحجم شركة الإدارة على معدل عمليات تداول صندوق الاستثمار؟

١٠/٣/١ هل يوجد تأثير معنوي لعمر شركة الإدارة على معدل عمليات تداول صندوق الاستثمار؟

#### ٤/١ الاطار العام للدراسة:

في ضوء ما تم استعراضه من الدراسات سابقة، عوضاً عن مشكلة البحث يمكن صياغة

الإطار العام للدراسة كما يتضح في الشكل التالي:



شكل رقم (١)

الإطار العام للدراسة

المصدر: من إعداد الباحثين

## ٥/١ فروض الدراسة:

في ضوء ما تم استعراضه من الدراسات سابقة، عوضًا عن مشكلة الدراسة، يمكن صياغة الفروض في صيغة العدم كما يلي:

١/٥/١ لا يوجد اختلاف معنوي لأثر اتجاهات السوق على الاستراتيجية الاستثمارية المطبقة بصناديق الاستثمار من وجهة نظر شركات الإدارة.

- ٢/٥/١ لا يوجد اختلاف معنوي لمحددات الاستراتيجية الاستثمارية المطبقة بصناديق الاستثمار المصرية من وجهة نظر شركات الإدارة.
- ٣/٥/١ لا يوجد اختلاف معنوي لمحددات الاستراتيجية الاستثمارية بصناديق الاستثمار من وجهة نظر مديري الاستثمار.
- ٤/٥/١ لا يوجد اختلاف معنوي لمستوى الثقة المفرطة لدى مديري صناديق الاستثمار وبين شركات الإدارة.
- ٥/٥/١ لا يوجد تأثير معنوي لخصائص صناديق الاستثمار على أداء صندوق الاستثمار.
- ٦/٥/١ لا يوجد تأثير معنوي لخصائص شركة الإدارة على أداء صندوق الاستثمار.
- ٧/٥/١ لا يوجد تأثير معنوي للهدف الاستثماري على هيكل الأصول المالية لصندوق الاستثمار في ضوء مخاطرها.
- ٨/٥/١ لا يوجد تأثير معنوي للهدف الاستثماري للصندوق على معدل التداول .
- ٩/٥/١ لا يوجد تأثير معنوي لحجم شركة الإدارة على معدل تداول صندوق الاستثمار.
- ١٠/٥/١ لا يوجد تأثير معنوي لعمر شركة الإدارة على معدل تداول صندوق الاستثمار.

#### ٦/١ أهداف الدراسة:

- يمكن إيجاز أهداف الدراسة في النقاط التالية:
- ١/٦/١ تحليل أثر خصائص الصندوق على عمليات صندوق الاستثمار.
- ٢/٦/١ تحليل أثر شركة الإدارة على عمليات صندوق الاستثمار.
- ٣/٦/١ تحليل أثر مصدر الصندوق على عمليات صندوق الاستثمار.
- ٤/٦/١ تحليل أثر السوق على عمليات صندوق الاستثمار.

#### ٧/١ أهمية الدراسة:

- يمكن إيجاز أهمية الدراسة في النقاط التالية:
- ١/٧/١ تهتم الدراسة الحالية بدراسة وتحليل العوامل المؤثرة على العمليات الاستثمارية بصندوق الاستثمار من زاوية أكثر شمولاً واتساعاً، وذلك من خلال تقديم تفسير مستمد من واقع سوق المال المصري.



- ٢/٧/١ تعمل الدراسة الحالية على تحليل العلاقة بين أداء صناديق الاستثمار وخصائص مديريها.
- ٣/٧/١ تعمل الدراسة الحالية بين العوامل المؤثرة على قرارات الاستثمار الخاصة بالصناديق وأداء هذه الصناديق.

### ٨/١ أساليب تحليل البيانات:

سوف يعتمد البحث على تطبيق الاختبارات الإحصائية لتحليل البيانات المتصلة بمشكلة البحث وذلك باستخدام كل من:

١/٨/١ الأساليب الإحصائية الاعتمادية Reliability، وهي تلك الأساليب التي تُعنى بإعطاء النتائج الاعتمادية لأسئلة استمارات الاستقصاء، وذلك لبحث مدى الاعتماد على نتائج الدراسة الميدانية في تعميم النتائج من عدمه، وذلك من خلال اختبارات معامل الثبات ومعامل الصدق.

٢/٨/١ الأساليب الإحصائية الوصفية Descriptive، وهي تلك الأساليب التي تُعنى بإعطاء معلومات عن خصائص البيانات الداخلة إلى التحليل، ومن أمثلة تلك الأساليب كلاً من: التكرارات، النسب، الوسط الحسابي، الانحراف المعياري.

٣/٨/١ الأساليب الإحصائية الاستدلالية Inferential، وهي تلك الأساليب التي تُعنى بإعطاء نتائج عن مدى قبول أو رفض فروض البحث، بالإضافة إلى تحديد كلاً من مستويات الثقة والمعنوية لنتائج الاختبار، وسوف يتم الاعتماد على كل من أساليب الاختبار المعملية Parametric وغير المعملية Non-Parametric، وذلك في ضوء حجم العينة ونمط توزيع المجتمع.

### ٩/١ مجتمع وعينة البحث:

يتمثل مجتمع الدراسة في كلاً من صناديق الاستثمار وشركات إدارة صناديق الاستثمار المصرية، بالإضافة إلى العاملين بها، في ضوء تحديد نطاق التطبيق في صناديق الاستثمار المصرية، سيتم اختيار مفردات العينة كعينة عنقودية على النحو التالي:

- ١/٩/١ مفردات عينة الدراسة الميدانية: العاملين بشركات إدارة صناديق الاستثمار.
- ٢/٩/١ مفردات عينة الدراسة التطبيقية: صناديق الاستثمار المصرية بجانب شركات الإدارة.

### ١٠/١ حجم عينة البحث:

في ضوء طبيعة مجتمع البحث، والذي يتسم بكونه مجتمع محدود الحجم، يمكن تحديد حجم العينة على مرحلتين هما: (Lind, Douglas et al, 2008)

حجم عينة البحث لمجتمع غير محدود ( $n_1$ ):  
وذلك وفقاً للقانون التالي:

$$n_1 = \frac{Z^2 PQ}{D^2}$$

حيث:

- $n_1$  ← حجم العينة المبدئي.
- $Z$  ← القيمة الجدولية تحت منحنى التوزيع الطبيعي وتساوي 1,96.
- $P$  ← نسبة عدد المفردات التي تتوافر فيها الخاصية أو الخصائص موضوع البحث ويمكن افتراض  $p = 50\%$  للحصول على أكبر حجم للعينة.
- $Q = 1 - p = (1 - 50\% = 50\%)$
- $D$  ← درجة الخطأ المسموح به تساوي 5%.

بتطبيق القانون:

$$n_1 = \left\{ \frac{[(0.5) \times (0.5) \times (1.96)^2]}{(0.05)^2} \right\} \approx 384.16$$

حجم العينة لمجتمع محدود:

حساب حجم عينة البحث النهائي  $n_2$ ، وذلك وفقاً للقانون التالي:

$$n_2 = \frac{n_1}{\frac{n_1}{N} + 1}$$

حيث:

- $n_2$  ← حجم عينة البحث.
- $N$  ← حجم مجتمع الدراسة.

١/١٠/١ حجم عينة الدراسة الميدانية:

من خلال استعراض مجتمع البحث نجد أن عدد مديري الاستثمار بشركات إدارة صناديق الاستثمار ١٥٦ مدير (طبقاً لهيئة الرقابة المالية غير المصرفية في يناير ٢٠١٧)، وبإدخالها في معادلة تحديد حجم العينة لمجتمع المحدود تظهر لنا على النحو التالي:

$$n_2 = \frac{384.16}{\frac{384.16}{156} + 1} = 110.95$$

وبذلك يكون الحد الأدنى لحجم العينة ١١١ من مديري صناديق الاستثمار.

### ٢/١٠/١ حجم عينة الدراسة التطبيقية:

فى ضوء ما توافر من بيانات لإعداد الدراسة، يكون حجم العينة ١٩ صندوق، وذلك فى ضوء عدم وجود بيانات كافية لكافة مفردات المجتمع، ويمكن للباحثين استعراض مفردات العينة من خلال الجدول رقم (١):

جدول رقم (١)

#### صناديق الاستثمار وسياساتهم الاستثمارية

م	تاريخ الإنشاء	اسم الصندوق	شركة الإدارة	نوع الصندوق
١.	10/1/1994	صندوق استثمار بنك كريدي أجريكول مصر الأول	هيرميس لإدارة صناديق الاستثمار	أسهم
٢.	12/1/1994	صندوق استثمار بنك الإسكندرية الأول	هيرميس لإدارة صناديق الاستثمار	أسهم
٣.	6/26/1995	صندوق استثمار المجموعة العربية المصرية للتأمين (أميج)	برليم لإدارة صناديق الاستثمار	أسهم
٤.	9/17/1995	صندوق استثمار بنك مصر الثاني	مصر المالية للاستثمارات	أسهم
٥.	11/1/1995	صندوق استثمار بنك القاهرة الأول	هيرميس لإدارة صناديق الاستثمار	أسهم
٦.	10/24/1996	صندوق استثمار البنك المصري لتمتية الصادرات (الخبير)	اتش سى للأوراق المالية والاستثمار	أسهم
٧.	12/5/1996	صندوق استثمار بنك قناة السويس الأول	اتش سى للأوراق المالية والاستثمار	أسهم
٨.	4/1/1997	صندوق استثمار بنك كريدي أجريكول مصر الثاني	هيرميس لإدارة صناديق الاستثمار	أسهم
٩.	5/1/1997	صندوق استثمار البنك المصري الخليجي	هيرميس لإدارة صناديق الاستثمار	أسهم
١٠.	12/11/1997	صندوق استثمار بنك مصر الثالث	اتش سى للأوراق المالية والاستثمار	أسهم
١١.	12/27/1997	صندوق استثمار البنك العربي الإفريقي الدولي (شيلد)	العربي الإفريقي لإدارة الاستثمار	أسهم
١٢.	6/1/1998	صندوق استثمار بنك مصر إيران الأول	اتش سى للأوراق المالية والاستثمار	أسهم
١٣.	3/31/1996	صندوق استثمار بنك الشركة المصرفية العربية الدولية الأول	برليم لإدارة صناديق الاستثمار	تحديد الأصول
١٤.	9/23/1997	صندوق استثمار بنك الشركة المصرفية العربية الدولية الثاني	برليم لإدارة صناديق الاستثمار	تحديد الأصول
١٥.	9/3/1994	صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الأول	شركة الأهلي لإدارة صناديق الاستثمار	متوازن
١٦.	2/1/1995	صندوق استثمار بنك مصر الأول	مصر المالية للاستثمارات	متوازن
١٧.	10/4/1995	صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الثاني	شركة الأهلي لإدارة صناديق الاستثمار	متوازن
١٨.	2/22/1999	صندوق استثمار بنك الشركة المصرفية العربية الدولية (الرايح)	برليم لإدارة صناديق الاستثمار	نقدى
١٩.	6/1/1999	صندوق استثمار بنك كريدي أجريكول مصر الثالث	هيرميس لإدارة صناديق الاستثمار	نقدى

المصدر : من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير الصادرة من الهيئة العامة للرقابة المالية والبورصة المصرية

### ١١/١ أداة جمع البيانات:

١/١١/١ الدراسة الميدانية: تم الاعتماد على قائمة الاستقصاء كأداة أساسية لجمع البيانات، حيث تم تصميم قائمة الاستقصاء من مجموعة من العبارات المغلقة، إما ذات مقياس ليكرت لترجيح الخماسي، أو من خلال أسلوب الاختيار من متعدد، حيث تستهدف التعرف على اتجاهات

مديري صناديق الاستثمار المصرية نحو استراتيجيتهم الاستثمارية فى ضوء عددًا من المتغيرات منها اتجاه السوق، والتحيزات السلوكية.

٢/١١/١ **الدراسة التطبيقية:** تم الاعتماد على عمليات المسح المستندي كأداة أساسية لجمع البيانات، حيث يتم الاعتماد على كلاً من القوائم المالية وتقارير الأداء الخاصة بكلاً من صناديق الاستثمار المصرية وشركات إدارة الصناديق، إلى جانب نشرات الاكتتاب الأولى لصناديق محل الدراسة.

## المبحث الثاني

### صناديق الاستثمار المصرية

#### ١/٢ مقدمة:

يتناول هذا المبحث صناديق الاستثمار المصرية، وذلك من خلال استعراض نشأة صناديق الاستثمار، إلى جانب تناول استراتيجيات إدارة المحفظة الاستثمارية، بالإضافة إلى تحليل الإطار التشريعي الحاكم لكل من صندوق الاستثمار وشركة الإدارة، وأهم الخصائص التي يتسم بها كلاً منهما عوضاً على أهم تصنيفاتها.

#### ٢/٢ نشأة صناديق الاستثمار:

تُعتبر صناديق المعاشات أول صورة من صور الإدارة الجماعية للاستثمارات، وقد انتشرت في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية بهدف تمكين المتقاعدين وأصحاب المعاشات من مقابلة التزاماتهم النقدية عند بلوغهم سن التقاعد، وذلك من خلال اقتطاع جزء من رواتب الموظفين في جهة عمل ما، وتوظيفها في تكوين محفظة أوراق مالية يتم تدويرها في البورصة، على أن تتولى جهة العمل المنشأ بها الصندوق مسؤولية الإشراف عليه، وقد شجع نجاح هذه الصناديق في تحقيق عوائد مرتفعة، على أن يقدم بعض خبراء الأوراق المالية هذه الخدمة لصغار المدخرين في شكل برامج استثمار جماعية، وهى ما عُرفت بصناديق استثمار (أمال عبد السلام، ١٩٩٧).

وفي عام ١٩٢٩ ابتكر الأمريكيون الصناديق المفتوحة التي تقوم بإصدار حصص أو وثائق جديدة بطريقة مستمرة، وإعادة شراء (استرداد) الحصص القديمة دون المرور بالبورصة، أما بالنسبة لأوروبا فقد تأسس أول صندوق استثماري في إنجلترا عام ١٩٣١، أما فرنسا فقد بدأ فيها نشاط صناديق الاستثمار عام ١٩٤٥، وفي ألمانيا كانت البداية عام ١٩٥٠، وسرعان بعد ذلك ما انتشرت صناعة صناديق الاستثمار في الدول الأوروبية واليابان؛ ولكن شهدت صناديق الاستثمار تحولاً كبيراً بصدور القانون الأوروبي الموحد عام ١٩٨٥، والذي بموجبه أصبحت صناديق استثمار دول المجموعة الأوروبية تتمتع بحرية كاملة في العمل بكافة أنحاء أوروبا اعتباراً من سبتمبر عام ١٩٨٩ (أمال عبد السلام، ١٩٩٧).

## ٣/٢ استراتيجيات إدارة المحفظة الاستثمارية:

يمكن التمييز بين استراتيجيتين رئيسيتين يمكن لمديري صناديق الاستثمار اتباعها، وهما: (منير الهندي، ٢٠٠٣).

### ١/٣/٢ الاستراتيجية الساكنة أو السلبية:

يطبق مدير الاستثمار الاستراتيجية السلبية عند قيامه بإدارة محفظة المستثمر الذي يتجنب المخاطر، ويتحقق ذلك في حال اتسام السوق بالكفاءة، وبالتالي تعكس أسعار الأسهم المتداولة كل المعلومات المتاحة عنها، وتتحصر أساليبها في نقطتين هما:

١/٣/٢ أسلوب الشراء والاحتفاظ: يتم اختيار أسهم مناسبة لتفضيل المستثمر للمخاطر وتحقق له أهدافه من الاستثمار، ثم يقوم بتكوين المحفظة ويحتفظ بها لفترة من الزمن، وذلك في محاولة لتجنب تكاليف المعاملات؛ حيث يعتقد مدير المحفظة أنه خلال الفترة المحددة للاستثمار سيحقق نتائج مماثلة لما تحققه الاستراتيجية الإيجابية، واستراتيجية الشراء والاحتفاظ لا تُعني أن مدير المحفظة دوره سلبي، لأن مدير الاستثمار بالفعل يُجري تغيرات على مكونات المحفظة وإن كانت محدودة.

٢/١/٣/٢ أسلوب صناديق المؤشرات: يتبع هذا الأسلوب العديد من صناديق الاستثمار وصناديق المعاشات، وفي إطاره يتم تكوين محافظ تُطابق بقدر الإمكان أداء مؤشر السوق، وتتميز المحافظ التي يتم تكوينها بهذا الأسلوب بإمكانية أدائها بكفاءة من دون الحاجة لعدد كبير من الأشخاص، مما يساهم في تقليل تكاليف الإدارة بشكل واضح، شاملة تكاليف تحليل الأوراق المالية، وأتعاب مدير المحافظ، وعمولات السمسرة.

### ٢/٣/٢ الاستراتيجية الإيجابية أو الفعالة:

تقوم هذه الاستراتيجية على اعتقاد أساسي بأن أسعار الأسهم في السوق لا تعكس قيمتها الحقيقية خلال بعض الفترات الزمنية، ويتم تطبيق هذه الاستراتيجية عند إدارة المحافظ التي تسعى لتعظيم العائد على حساب ما تتحمله من مخاطر، ويناسب ذلك ظروف السوق الذي لا يتسم بالكفاءة، وبالتالي يوجد اعتقاد بين مدير المحافظ بإمكانية تحقيق أرباح عن طريق البحث عن الأسهم التي تتحرف عن التسعير العادل والاستثمار فيها، وهنا تُصبح أساليب التحليل الأساسي أو الفني ذات أهمية لمدير المحفظة، كما تغلب التوقعات دورًا مهمًا ذو تأثير في أداء الأسهم في الفترة المستقبلية، وتتقسم أساليب الاستراتيجية الإيجابية إلى ثلاث أقسام:

١/٢/٣/٢ أسلوب اختيار الأوراق المالية: حيث يعتمد مدير المحفظة وفق هذا الأسلوب على التحليل الأساسي في تحديد الأسهم المكونة بأقل من قيمتها، ويتطلب التنبؤ بعوائد هذه الأسهم الاعتماد على بعض مصادر المعلومات، وأهم تلك المصادر هي التقارير السنوية للشركات المصدرة

للأسهم مع أهمية التركيز على بعض العوامل في الأجل الطويل، مثل التغيرات المتوقعة في مكاسب كل سهم، وظروف الصناعة التي ينتمي لها، ويمارس المحلل المالي دورًا مهمًا في تطبيق هذه الاستراتيجية، سواء للمستثمر الفردي أو المستثمر المؤسسي، مما يترتب عليه ارتفاع تكاليف إدارة المحافظ التي يتم تكوينها، والاستثمار فيها اعتمادًا على هذا الأسلوب.

**٢/٢/٣/٢ تغير الأوزان النسبية لأسهم القطاعات:** يُقصد باستراتيجية تغيير الأوزان النسبية بتلك الاستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع نسبة الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم منشآت قطاع معين، لحساب أو على حساب أسهم المنشآت التي تنتمي لقطاعات أخرى، حيث يتم زيادة نسبة استثمارات المحفظة الموجهة لأسهم قطاعات ما يتوقع لها أداء جيد، وتخفيض نسبة الاستثمارات في قطاعات يتوقع لها أداء سيئ، بهدف تجنب الآثار السلبية التي تترتب على حدوث تدهور شديد في أداء بعض القطاعات، بالتحويل إلى القطاعات التي تتسم بالتحسن في أدائها، وتقسم أسهم القطاعات إلى أربع مجموعات وهي:

**١/٢/٢/٣/٢ أسهم منشآت حساسة للتغير في أسعار الفائدة، كأسهم البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، والسمة المميزة لهذه الأسهم أنها ذات حساسية تجاه أسعار الفائدة، حيث أن أسعارها ترتفع بدرجة كبيرة مع انخفاض أسعار الفائدة، وبذلك في حال ارتفاع أسعار الفائدة يجب التخلص من أسهم هذه القطاعات والعكس صحيح.**

**٢/٢/٢/٣/٢ أسهم المنشآت المنتجة للسلع المعمرة، حيث أن أسعار هذه الأسهم ترتفع في فترة الرواج وتنخفض في فترة الكساد، مما يُعني العمل على الحد من نسبة الموارد المستثمرة في هذه القطاعات في فترات الكساد وزيادة نسبة النسبة في فترات الرواج.**

**٣/٢/٢/٣/٢ أسهم المنشآت المنتجة للسلع الرأسمالية، وهي لا تختلف عن أسهم المنشآت المنتجة للسلع المعمرة، إلا أنها لا تتأثر بفترات الكساد والرواج قصير الأجل، فهي تتأثر بموجات الكساد والرواج طويل الأجل.**

**٤/٢/٢/٣/٢ أما الأسهم الدفاعية، فهي تلك التي لا تتأثر كثيرًا بدورات الرواج والكساد، مثل شركات الأدوية والأغذية، لهذا فإذا كان مدير المحفظة لا يرغب في تحمل المخاطر بوجه نسبة كبيرة من موارده للاستثمار في أسهم هذه الشركات.**

**٣/٢/٣/٢ استراتيجية توقيت السوق:** تعتمد هذه الاستراتيجية على التنبؤ بحالة السوق في الفترات المستقبلية، واتخاذ قرارات الاستثمار بناءً على هذا التوقع، ففي ظل التنبؤ بتحسن حالة السوق، يقوم مدير المحفظة بتغيير مكونات المحفظة لتتضمن أسهم مقابل تقيل النقدية، أما في حالة تدهور السوق فيقوم المدير بتعزيز مكونات المحفظة لصالح مركز النقدية على حساب الأسهم، وبالتالي فمدير المحفظة يستطيع أن يحقق أرباحًا غير عادية إذا ما استطاع

أن يُحدد متى يدخل في سوق الأسهم وإلى متى يستمر، ومتى يصبح من الأفضل له الخروج منه، كما تقضى هذه الاستراتيجية أنه في حال توقع الراجح في سوق الأسهم يمكن لمدير المحفظة أن يقترض لتدعيم المخصصات الموجهة للاستثمار في الأسهم العادية، وهذا مرتبط بمعدلات الفائدة وحجم عمولة السمسرة والضرائب على الأوراق المالية.

## ٤/٢ الإطار التشريعي لصناديق الاستثمار المصرية:

يُعد قانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وتعديلاته، الحاكم لصناديق الاستثمار المصرية، على اعتبار أن تلك الصناديق هي مؤسسة مالية تستهدف تجميع المدخرات واستثمار أموال المدخرين، وتتص اللائحة التنفيذية على ما يلي:

١/٤/٢ الهدف من صناديق الاستثمار هو استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية، ولا يجوز مزاوله الأعمال المصرفية مثل عمليات إقراض الغير، أو ممارسة المضاربة على المعادن النفيسة.

٢/٤/٢ لا يزيد ما يُستثمر في شراء أوراق مالية للشركة الواحدة على ١٠% من أموال الصندوق وبما لا يتجاوز ١٥% من أوراق تلك الشركة.

٣/٤/٢ لا يزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في وثائق الاستثمار الأخرى التي تُصدرها صناديق الاستثمار الأخرى عن ١٠% من أموال الصندوق، وبما لا يتجاوز ٥% من أموال كل صندوق على حدة.

٤/٤/٢ ضرورة الاحتفاظ بنسبة سيولة ملائمة لمواجهة طلبات استرداد قيمة الوثائق.

٥/٤/٢ لا يجوز الاقتراض من الغير بما يتجاوز ١٠% من قيمة وثائق الاستثمار القائمة، وعلى أن يكون القرض قصير الأجل وبعد موافقة البنك الذي يحتفظ بالأوراق المالية لديه والتي تستثمر فيها أموال الصندوق.

٦/٤/٢ يُصدر الصندوق وثائق استثمار مقابل أموال المستثمرين، على أن تكون هذه الوثائق اسمية بقيمة واحدة تتراوح بين ١٠ جنيهات وألف جنيه.

٧/٤/٢ لا يجوز إصدار وثائق استثمار لحامله إلا بعد موافقة مجلس إدارة هيئة سوق المال، ويشترط ألا يزيد عن ٢٥% من مجموع الوثائق.

٨/٤/٢ لا يجوز للصندوق الاستثمار ان يقوم بشراء وثائق صناديق الأخرى بنفس البنك الذي يتبعه الصندوق أو شركات يساهم فيها ذات البنك أو شركات التأمين.

وتعد الهيئة العامة للرقابة المالية (غير المصرفية) Egyptian Financial Supervisory Authority هي الجهة المنوط بها الإشراف والرقابة على صناديق الاستثمار، لتحديد مدى الالتزام بالمعايير القانونية والرقابة، إلى جانب رقابة وحماية أموال حملة الوثائق.

## ٥/٢ خصائص صناديق الاستثمار المصرية:

يمكن تلخيص هذه الخصائص على النحو التالي: (محمد الحناوي، ١٩٩٤)

### ١/٥/٢ الإصدار:

١/١/٥/٢ يُصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراقًا مالية في صورة وثائق استثمار اسمية بقيمة واحدة لا تقل عن عشرة جنيهات ولا تزيد عن ١٠٠ جنيه، ويجب ألا تتجاوز قيمة وثائق الاستثمار عشرة أمثال رأسمال شركة الصندوق المدفوع.

٢/١/٥/٢ تُطرح وثائق الاستثمار للاكتتاب العام وتتضمن " نشرة الاكتتاب" مجموعة من البيانات، ويتم الاكتتاب في هذه الوثائق عن طريق أحد البنوك المرخص لها بذلك.

٣/١/٥/٢ إذا انتهت المدة المحددة للاكتتاب دون الاكتتاب في جميع وثائق الاستثمار التي تم طرحها، جاز للصندوق الاكتفاء بما تم تغطيته من الوثائق، بشرط ألا يقل عن ٥٠% من مجموع الوثائق المصدرة، ويسقط ترخيص الصندوق إذا قل عدد الوثائق التي أُكْتُب فيها عن ٥٠%، كما ينقضي الصندوق إذا انخفض عدد وثائق الاستثمار إلى ٥٠% من إجمالي عدد الوثائق المُكْتُب فيها (ما لم يقرر أغلبية حملة الوثائق استمرار نشاطه)، وعلى كلٍ ينقضي الصندوق في جميع الأحوال إذا انخفض عدد الوثائق عن ٢٥% من العدد المُكْتُب فيه.

### ٢/٥/٢ الاستثمار:

١/٢/٥/٢ ألا تزيد نسبة ما يُستثمر في شراء أوراق مالية لشركة واحدة على ١٠% من أموال الصندوق، وبما لا يتجاوز ١٥% من أوراق تلك الشركة.

٢/٢/٥/٢ ألا تزيد نسبة ما يُستثمره الصندوق في وثائق الاستثمار التي تُصدرها صناديق الاستثمار الأخرى على ١٠% من أمواله، وبما لا يتجاوز ٥% من أموال كل صندوق مستثمر.

٣/٢/٥/٢ يجب على الصندوق الاحتفاظ بنسبة كافية من السيولة لمواجهة طلبات استرداد قيمة وثائق الاستثمار.



٤/٢/٥/٢ لا يجوز للصندوق الاقتراض من الغير بما يتجاوز ١٠% من قيمة وثائق الاستثمار القائمة، على أن يكون القرض قصير الأجل وبموافقة البنك الذي يحتفظ لديه بالأوراق المالية التي تُستثمر فيها أموال الصندوق.

### ٣/٥/٢ القوائم المالية والإفصاح المحاسبي:

١/٣/٥/٢ يوجد نموذج لقائمة المركز المالي وكذلك نموذج لقائمة الدخل لصندوق الاستثمار. ٢/٣/٥/٢ فيما يتعلق بالإفصاح المحاسبي وإيضاحات القوائم المالية يجب أن تتضمن البيانات التالية:

١/٣/٢/٥/٢ عدد وثائق الاستثمار وفتاتها، والقيمة الأسمية للوثيقة والوثائق لحاملها إن وُجدت.

٢/٣/٢/٥/٢ أسلوب معاملة الأرباح الرأسمالية.

٣/٣/٢/٥/٢ طريقة التقويم الدوري لأصول الصندوق.

### ٤/٥/٢ مجالات النشاط:

تهدف صناديق الاستثمار بصورة أساسية إلى الاستثمار في الأوراق المالية، ويمكن لها بعد موافقة هيئة الرقابة المالية الاستثمار في الأصول المالية المنقولة الأخرى أو غيرها من مجالات الاستثمار ولا يجوز لصناديق الاستثمار مزاوله أي أعمال مصرفية وعلى وجه خاص الإقراض أو المضاربة على العملات والمعادن النفيسة.

### ٦/٢ أنواع صناديق الاستثمار في مصر:

تتعدد مقاييس تصنيف أنواع صناديق الاستثمار المصرية، ومن أهم تلك المقاييس ما يلي:

#### ١/٦/٢ طبقاً لمكونات الاستثمار في الصندوق:

يوجد نوعان رئيسيان من صناديق الاستثمار هما:

١/١/٦/٢ صناديق الاستثمار المباشر: ويقوم هذا الصندوق بالاستثمار مباشرة في تأسيس شركات جديدة، أو شراء حصص في شركات قائمة، أو بإعادة هيكلة شركة خاسرة.

٢/١/٦/٢ صندوق الاستثمار غير المباشر: ويقوم بالاستثمار في سوق الأوراق المالية بتكوين محافظ استثمارية من الأسهم والسندات بحسب الغرض من نشاطه أو الاثنين معاً.

#### ٢/٦/٢ طبقاً لسياسة الاكتتاب والاسترداد:

ينقسم إلى نوعين هما:

١/٢/٦/٢ **صناديق الاستثمار المغلقة:** ويمكن تعريف صناديق الاستثمار المغلقة على أنها وثائق استثمار قابلة للتداول في البورصة، حيث يمكن شرائها أو بيعها عن طريق التداول في البورصة كأى ورقة مالية أخرى.

٢/٢/٦/٢ **صناديق الاستثمار المفتوحة:** فهي وثائق استثمار يتم بيعها للمستثمر بطريقة مباشرة وغير قابلة للتداول في بورصة، ويمكن للمستثمر التنازل عنها عن طريق ردها مباشرةً إلي مصدر الصندوق كل فترة زمنية يحددها الصندوق في نشرة اكتتابه.

### ٣/٦/٢ **طبقًا لمكونات محفظة الصندوق:**

١/٣/٦/٢ **صناديق الأسهم:** يقتصر هذا النوع من الصناديق على الاستثمار فى الأسهم العادية، وتختلف فيما بينها باختلاف سمات تلك الأسهم.

٢/٣/٦/٢ **الصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية:** يقتصر هذا النوع على الاستثمار في الأدوات المالية في أسواق المال مثل أسهم ذات نشاط متوافق مع الشريعة الإسلامية، أو الصكوك.

٣/٣/٦/٢ **صناديق السندات:** يقتصر هذا النوع من الصناديق على الاستثمار فى السندات، ويتسم بالعوائد المستقرة.

٤/٣/٦/٢ **الصناديق المتوازنة:** تشمل محفظة الصناديق المتوازنة على مزيج من أسهم عادية وأوراق مالية أخرى مثل السندات، وتعمل على تحقيق التوازن بين العائد المستقر والنمو في القيمة السوقية.

٥/٣/٦/٢ **صناديق النقد:** تستثمر هذه الصناديق في الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد، مثل أذون الخزانة، وتهدف إلى تحقيق أعلى معدل عائد على الأدوات المالية التي تحتفظ بها، وتتميز هذه الصناديق بانخفاض درجة المخاطر.

٦/٣/٦/٢ **صناديق المؤشر:** تقوم هذه الصناديق بالاستثمار في الأوراق المالية التي يشملها أحد المؤشرات الشائعة الاستخدام مثل مؤشر EGX30 ومؤشر EGX70 ومؤشر EGX100 و مؤشر EGX20، وبذلك يسهل متابعة المستثمرين لأداء الصناديق من خلال متابعة أداء المؤشر.

٧/٣/٦/٢ **صندوق الصناديق:** يُطلق هذا المسمى على الصناديق القابضة التي تقوم على أساس الاستثمار في صناديق أخرى، بحيث يوزع الصندوق استثماراته على مجموعة من الصناديق التي تتوافق في أهدافها مع الهدف من تأسيس الصندوق وبما يتماشى مع الاستراتيجية الاستثمارية للصندوق القابض.

٨/٣/٦/٢ صناديق عقارية: يستثمر الصندوق في ملكية الأوراق المالية والأصول المختصة بنشاط التطوير العقاري (جارى إقراره في مصر حاليًا).

٩/٣/٦/٢ صناديق تحديد الأصول: يستثمر الصندوق في الأسهم والسندات ولكن نسبة الاستثمار تختلف على حسب رؤية مدير الصندوق، فيمكنه الاستثمار بكامل صافى قيمة الأصول في الأسهم، ثم بعد ذلك يبيع الأسهم ويشتري سندات بنسبة ١٠٠% أيضًا.

### المبحث الثالث

#### التحليل الإحصائي واختبار الفروض

##### ١/٣ مقدمة:

يتناول هذا المبحث التحليل الإحصائي واختبار الفروض للبحث الذى يُعنى دلائل ملائمة الاطار الفكري للتمويل السلوكي على صناديق الاستثمار المصرية، باستخدام مدخل تمويل السلوك، بغاية اختبار صحة أو عدم صحة فروض البحث في ضوء عمليات التحليل الإحصائي للبيانات المجمعة من مفردات عينة الدراسة، سواء من خلال الدراسة التطبيقية أو الميدانية.

##### ٢/٣ توزيع قائمة الاستقصاء:

قام الباحثون بتوزيع قوائم الاستقصاء على الفئات المستهدفة كعينة، وبعد أن أتم الباحثون جمع الاستثمارات، قام الباحثون بمراجعة كل قائمة استقصاء مستلمة من المستقصي منهم، للتأكد من اكتمالها وصلاحياتها لإدخال البيانات والتحليل الإحصائي، حيث تم استبعاد الاستثمارات غير المكتملة، والجدول رقم (٢) يوضح قوائم الاستقصاء الموزعة على مفردات العينة.

جدول رقم (٢)

بيان بقوائم الاستقصاء الموزعة على مفردات العينة

بيان	القوائم الموزعة	القوائم غير المستلمة	القوائم المستلمة	القوائم المستبعدة	القوائم الصالحة
العدد	١٤٣	٢٠	١٢٣	٤	١١٩
%	١٠٠	١٣.٩٨٦	٨٦.٠١٤	٢.٧٩٧	٨٣.٢١٧

المصدر: إعداد الباحثين في ضوء ما تم توزيعه وجمعه من قوائم استقصاء.

من خلال الجدول رقم (٢) يتضح أن نسبة الاستجابة من جانب مفردات العينة قد بلغت (٨٦.٠١٤%)، وكانت نسبة القوائم الصالحة للتحليل الإحصائي قد بلغت (٨٣.٢١٧%) من إجمالي القوائم الموزعة والبالغة (١٤٣) قائمة استقصاء.

### ٣/٣ التحليل الوصفي لقائمة الاستقصاء:

يسعى الباحثون إلى إجراء تحليل وصفي للبيانات التي تم جمعها من مفردات عينة الدراسة، وذلك في ضوء أبعاد الدراسة:

### ١/٣/٣ التحليل الوصفي لُبعد تأثير اتجاه السوق على الاستراتيجية الاستثمارية:

جاءت نتائج الإحصاء الوصفي لاستجابات مفردات العينة نحو هذا البُعد كما يوضحها الجدول رقم (٣):

جدول رقم (٣)

التحليل الوصفي لُبعد تأثير اتجاه السوق على الاستراتيجية الاستثمارية

م	العبارات	المتوسط	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف
١	يؤثر الاتجاه السائد لسوق الأوراق المالية (الاتجاه الصاعد، الاتجاه الهابط، الاتجاه العرضي) خلال فترة الاستثمار على الاستراتيجية الاستثمارية المطبقة بصندوق الاستثمار (ال شراء والاحتفاظ، أو ما يُعرف بالاستراتيجية الساكنة' الزخم أو ما يُعرف بالاستراتيجية النشطة' الاتجاه المُعاكس أو ما يُعرف باستراتيجية الرأي النقيض).	٤.١٧٦٤٧١	١.٣١٢٥٦٧	٠.٣١٤٢٧٧

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS.

يلاحظ من الجدول رقم (٣) أن اتجاهات مفردات عينة الدراسة أظهرت اتجاهاً عاماً نحو درجة الموافقة على تأثير اتجاه السوق على الاستراتيجية الاستثمارية بمتوسط حسابي قدره (٤,١٧٦) وبمعامل انحراف معياري قدره (١,٣١)، مما يعطي دلالة على أن درجة اتفاق مفردات العينة بلغت (٦٨,٦%).

### ٢/٣/٣ التحليل الوصفي لُبعد الثقة المفرطة لمديري الاستثمار:

جاءت نتائج الإحصاء الوصفي لاستجابات مفردات العينة نحو هذا البعد كما يوضحها الجدول رقم (٤):

جدول رقم (٤)

التحليل الوصفي لُبعد الثقة المفرطة

م	العبارات	المتوسط	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف
٢.	يمكنني توقع تحركات سوق الأوراق المالية (صعود/هبوط).	٤,٠٥٠٤٢	١,١٣٣٨٣١	٠,٢٧٩٩٢٩
٣.	عند تحقيق معدلات عائد جيدة، عادةً ما أدخل في استثمار بصورة سريعة.	٣,٦٥٥٤٦٢	١,٣٩٨٧٧	٠,٣٨٢٦٥٢
٤.	لا توجد أهمية للزملاء داخل الشركة كمصدر للمعلومات.	٢,٠٥٨٨٢٤	١,٣٢٩٥٤٨	٠,٦٤٥٧٨
٥.	غالبية الأخبار الاقتصادية ليست مستغربة بالنسبة لي.	٣,٨١٥١٢٦	٠,٧٢٤٤٦٨	٠,١٨٩٨٩٤
٦.	عادةً ما أكون الموجه للجانب الأعظم من استثمارات الصندوق.	٤	١,٧١٧٣١	٠,٤٢٩٣٢٧
الثقة المفرطة		٣,٥١٥٩٦٦	١,٠٢٦٢٦٤	٠,٢٩١٨٨٧

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS.

يُلاحظ من الجدول رقم (٤) أن اتجاهات مفردات عينة الدراسة أظهرت اتجاهًا عامًا نحو الثقة المفرطة بمتوسط حسابي قدره (٣,٥١٦)، وبمعامل انحراف معياري قدره (١,٠٢٦)، مما يُعطي دلالة على أن درجة اتفاق مفردات العينة بلغت (٧٠,٨١%)، وعلى ضوء ما سبق نجد أن العبارة التي نالت أعلى درجات الاتفاق هي العبارة الخامسة، مما يشير إلى أكثر صور الثقة المفرطة لدى مديري صناديق الاستثمار المصرية، وهي الثقة المفرطة في توقع الأخبار الاقتصادية، وذلك بدرجة اتفاق بين مفردات العينة بلغت (٨١%).

٣/٣/٣ التحليل الوصفي لبعء العوامل المحددة للاستراتيجية الاستثمارية لمديري الصناديق:  
جاءت نتائج الإحصاء الوصفي لاستجابات مفردات العينة نحو هذا البُعد كما يوضحها  
الجدول رقم (٥):

جدول رقم (٥)

العوامل المحددة للاستراتيجية الاستثمارية لمديري الصناديق

م	العبارات	المتوسط	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف
٧.	اتجاه حركة الأسواق المالية العالمية.	٣.٣٦١٣٤٥	١.٧١١٠٣٦	٠.٥٠٩٠٣٣
٨.	اتجاه حركة المتداول الأجنبي.	٣.٥٤٦٢١٨	١.٤٥٩٩٠٤	٠.٤١١٦٧٩
٩.	اتجاه حركة سوق الأوراق المالية.	٤.٣١٩٣٢٨	٠.٧٢٤٠٧٥	٠.١٦٧٦٣٦
١٠.	الحالة الاقتصادية	٤.٤٧٠٥٨٨	٠.٥٠١٢٤٥	٠.١١٢١٢١
١١.	المخاطر السياسية	٤.٤٢٠١٦٨	٠.٥٨٩٣٩٥	٠.١٣٣٣٤٢
١٢.	مصدر الصندوق	١.٣٧٨١٥١	٠.٧١٢٩٧٤	٠.٥١٧٣٤١
١٣.	حجم الصندوق	٣.٧٧٣١٠٩	٠.٦١٦٦٧٥	٠.١٦٣٤٣٩
١٤.	هدف الصندوق	٤.٨٥٧١٤٣	٠.٣٥١٤٠٧	٠.٠٧٢٣٤٨
١٥.	أسلوب الاسترداد	١.٣١٩٣٢٨	٠.٦٢٣٤٥١	٠.٤٧٢٥٥٢
	العوامل المحددة للاستراتيجية الاستثمارية لمديري الصناديق	٣.٤٩٣٩٣١	٠.٤١٢١٢٤٦٤٢	٠.١١٧٩٥٤

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS.

يُلاحظ من الجدول رقم (٥) أن اتجاهات مفردات عينة الدراسة أظهرت اتجاهًا عامًا نحو العوامل المحددة لاستراتيجية الاستثمار بمتوسط حسابي قدره (٣,٤٩)، وبمعامل انحراف معياري قدره (٠,٤١٢)، مما يُعطي دلالة على أن درجة اتفاق مفردات العينة بلغت (٨٨,٢%)، وعلى ضوء ما سبق نجد أن العبارة التي نالت أعلى درجات الاتفاق هي العبارة الرابعة عشر، مما يُشير إلى أكثر العوامل المحددة لاستراتيجية الاستثمار لدى مديري صناديق الاستثمار المصرية، هي هدف الصندوق، وذلك بدرجة اتفاق بين مفردات العينة بلغت (٩٢,٧٧%)، في مقابل من ذلك نجد أن العبارة التي نالت أقل درجات الاتفاق هي العبارة الثانية عشر، مما يُشير إلى أقل العوامل المحددة للاستراتيجية الاستثمار لدى مديري صناديق الاستثمار المصرية، هي مصدر الصندوق، وذلك بدرجة اتفاق بين مفردات العينة بلغت (٤٨,٢٧%).

### ٤/٣ التحليل الوصفي للأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار:

يمكن استعراض الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار المكونة لعينة الدراسة، والجدول رقم (٦) يوضح الخصائص الإحصائية لعوائد السنوية لصناديق استثمار العينة.

جدول رقم (٦)

الخصائص الإحصائية للعوائد السنوية لصناديق الاستثمار ٢٠٠٨-٢٠١٧

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std.	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
MISR3	10	-52.90	100.70	26.9500	44.9157	.001	.687	-.041	1.334
MIDB1	10	-56.00	100.60	25.9800	44.9696	-.057	.687	.127	1.334
CRED2	10	-48.20	75.30	25.1900	39.7681	-.418	.687	-.469	1.334
EGB1	10	-42.80	84.10	24.4800	44.7739	.146	.687	-1.484	1.334
SAIB2	10	-36.40	72.80	21.4100	34.3031	-.016	.687	-.782	1.334
SAIB1	10	-45.50	72.20	20.7200	36.8220	-.251	.687	-.523	1.334
ALEX1	10	-60.90	74.10	20.2400	40.5049	-.671	.687	.317	1.334
KHBR1	10	-47.10	83.60	20.1100	37.8252	.079	.687	.241	1.334
CAII	10	-52.50	75.20	19.8600	42.2922	-.143	.687	-1.023	1.334
CRED1	10	-43.70	55.70	19.0800	32.5189	-.700	.687	-.196	1.334
AHLY1	10	-37.00	60.70	18.0800	28.5374	-.453	.687	.172	1.334
AMIG1	10	-47.90	77.00	17.9800	36.1993	.004	.687	.354	1.334
SHLD1	10	-40.00	54.10	15.2300	28.1059	-.624	.687	.272	1.334
AHLY2	10	-24.20	46.50	14.9400	20.4868	-.404	.687	.155	1.334
CRED3	10	7.50	40.40	12.8600	10.0061	2.824	.687	8.245	1.334
MISR1	10	-14.90	40.70	10.4200	15.6713	.274	.687	.565	1.334
RABH1	10	7.20	13.60	9.6500	2.0972	.756	.687	-.410	1.334
MISR2	10	-29.90	49.40	9.1600	21.3890	.097	.687	1.056	1.334
SUEZ1	10	-52.30	45.00	6.7100	25.9114	-1.108	.687	2.711	1.334
Valid N (listwise)	10								

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS في ضوء عمليات المسح المستندي.

من خلال الجدول رقم (٦)، يجد الباحثين أن صندوق استثمار بنك مصر الثالث حقق أعلى عائد سنوي خلال فترة الدراسة بمقدار ٢٦,٩٥%، في المقابل من ذلك نجد أن صندوق استثمار بنك قناة السويس الأول حقق أقل متوسط عائد سنوي بمقدار ٦,٧١%.

أما على جانب المخاطر الكلية فنجد أن صندوق استثمار بنك مصر إيران الأول صاحب أعلى مستوى من المخاطر الكلية، حيث حقق أعلى مقدار للانحراف المعياري بمقدار ٤٤,٩٦% مقابل ٢,١% لصندوق استثمار بنك الشركة المصرفية العربية الدولية (الرابح) والذي حقق أقل معدل للانحراف المعياري لعوائد الصندوق.

٥/٣ الاختبار الاستدلالي للفرض الأول:

يمكن استعراض مخرجات الاختبار الإحصائي من خلال الجدول رقم (٧):

جدول رقم (٧)

الاختبار الإحصائي للفرض الأول

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Q1	Betw een Groups	134.361	4	33.590	55.551	.000
	Within Groups	68.933	114	.605		
	Total	203.294	118			

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS.

بمقارنة قيمة F المحسوبة والبالغة (٥٥,٥٥١) مع قيمة F الجدولية نرفض الفرضية البديلة ونقبل فرضية العدم، لا يوجد اختلاف معنوي لأثر اتجاهات السوق على الاستراتيجية الاستثمارية المطبقة بصناديق الاستثمار من وجهة نظر شركات الإدارة.

### ٦/٣ الاختبار الاستدلالي للفرض الثاني:

يمكن استعراض مخرجات الاختبار الإحصائي من خلال الجدول رقم (٨):

جدول رقم (٨)

الاختبار الإحصائي للفرض الثاني

#### ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
SD	Betw een Groups	13.671	4	3.418	61.156	.000
	Within Groups	6.371	114	5.589E-02		
	Total	20.042	118			

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS.

بمقارنة قيمة F المحسوبة والبالغة (٦١,١٥٦) مع قيمة F الجدولية نرفض الفرضية البديلة ونقبل فرضية العدم، أي لا يوجد اختلاف معنوي لمحددات الاستراتيجية الاستثمارية المطبقة بصناديق الاستثمار المصرية من وجهة نظر شركات الإدارة.

### ٧/٣ الاختبار الاستدلالي للفرض الثالث:

يمكن استعراض مخرجات الاختبار الإحصائي من خلال الجدول رقم (٩):

جدول رقم (٩)

الاختبار الإحصائي للفرض الثالث

#### Ranks

	Mean Rank
Q7	5.09
Q8	5.03
Q9	6.07
Q10	6.60
Q11	6.39
Q12	1.91
Q13	4.37
Q14	7.65
Q15	1.89

#### Test Statistics<sup>a</sup>

N	119
Chi-Square	633.172
df	8
Asymp. Sig.	.000

a. Friedman Test

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS.



بمقارنة قيمة كا<sup>٢</sup> المحسوبة وبالبالغة (٦٣٣,١٧٢) مع كا<sup>٢</sup> الجدولية نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي يوجد اختلاف معنوي لمحددات الاستراتيجية الاستثمارية بصناديق الاستثمار من وجهة نظر مديري الاستثمار، وذلك عند مستوى معنوية (١%).

### ٨/٣ الاختبار الاستدلالي للفرض الرابع:

يمكن استعراض مخرجات الاختبار الإحصائي من خلال الجدول رقم (١٠):

جدول رقم (١٠)

الاختبار الإحصائي للفرض الرابع

#### ANOVA

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	156.613	5	31.323	93.338	.000
Within Groups	37.921	113	.336		
Total	194.533	118			

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS.

بمقارنة قيمة F المحسوبة وبالبالغة (٩٣,٣٢٣) مع F الجدولية نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي يوجد اختلاف معنوي لمستوى الثقة المفرطة لدى مديري صناديق الاستثمار وبين شركات الإدارة، وذلك عند مستوى معنوية (١%).

### ٩/٣ الاختبار الاستدلالي للفرض الخامس:

يمكن استعراض مخرجات الاختبار الإحصائي من خلال الجدول رقم (١١):

جدول (١١)

مخرجات التحليل الإحصائي للفرض الخامس

#### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.949 <sup>a</sup>	.900	.872	2.1448

a. Predictors: (Constant), FZ, FA, FI, RISK

#### ANOVA<sup>b</sup>

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	581.980	4	145.495	31.627	.000 <sup>a</sup>
Residual	64.405	14	4.600		
Total	646.385	18			

a. Predictors: (Constant), FZ, FA, FI, RISK

b. Dependent Variable: R

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-6.297	3.625		-1.737	.104
	RISK	6.570	.813	.764	8.086	.000
	FA	.362	.166	.202	2.187	.046
	FI	-.507	2.363	-.019	-2.15	.833
	FZ	1.333	.383	.308	3.480	.004

a. Dependent Variable: R

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS.

من خلال المخرجات السابقة نجد أن خصائص صندوق الاستثمار تُفسر ٩٠% من الأداء الاستثماري، وقد كانت معالم اتجاه الصندوق نحو المخاطرة (كأحد محددات هدف الصندوق)، حجم صندوق الاستثمار، عُمر الصندوق، وجميعهم عند مستوى معنوية (١%)، أما معلومة مصدر الصندوق فهي غير معنوي عند مستوى (٥%).

بمقارنة قيمة F المحسوبة والبالغة (٣١,٦٢٧) مع F الجدولية نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي يوجد تأثير معنوي لخصائص صناديق الاستثمار على أداء صندوق الاستثمار عند مستوى معنوية (١%).

### ١٠/٣ الاختبار الاستدلالي للفرض السادس:

يمكن استعراض مخرجات الاختبار الإحصائي من خلال الجدول رقم (١٢):

جدول (١٢)

مخرجات التحليل الإحصائي للفرض السادس

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.756 <sup>a</sup>	.571	.406	4.6184

a. Predictors: (Constant), MEX, ME, MED, MA, MC

**ANOVA<sup>a</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	369.099	5	73.820	3.461	.033 <sup>a</sup>
	Residual	277.286	13	21.330		
	Total	646.385	18			

a. Predictors: (Constant), MEX, ME, MED, MA, MC

b. Dependent Variable: R

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	9.781	4.937		1.981	.069
	MA	4.146E-02	.232	.037	.178	.861
	MC	7.558E-02	.089	.230	.848	.412
	ME	7.916E-02	.069	.251	1.150	.271
	MED	1.688	.768	.497	2.197	.047
	MEX	-.221	.799	-.067	-2.276	.787

a. Dependent Variable: R

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS.

من خلال المخرجات السابقة نجد أن خصائص شركة الإدارة تُفسر ١,٥٧% من الأداء الاستثماري، وقد كانت مؤهلات العاملين هي المتغير ذات المعلمة المعنوية عند (١%)، أما باقي المتغيرات فهي غير معنوية عند مستوى (٥%).  
بمقارنة قيمة F المحسوبة والبالغة (٣,٤٦١) مع F الجدولية نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أنه يوجد تأثير معنوي لخصائص شركة الإدارة على أداء صندوق الاستثمار عند مستوى معنوية (٥%).

### ١١/٣ الاختبار الاستدلالي للفرض السابع:

يمكن استعراض مخرجات الاختبار الإحصائي من خلال الجدول رقم (١٣):

جدول (١٣)

مخرجات التحليل الإحصائي للفرض السابع

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.773 <sup>a</sup>	.597	.573	1.0501

a. Predictors: (Constant), RISK

**ANOVA<sup>a</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	27.779	1	27.779	25.191	.000 <sup>a</sup>
	Residual	18.747	17	1.103		
	Total	46.526	18			

a. Predictors: (Constant), RISK

b. Dependent Variable: RW

**Coefficients**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.663	.929		-.713	.485
	RISK	1.783	.355	.773	5.019	.000

a. Dependent Variable: RW

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS.

من خلال المخرجات السابقة نجد أن هدف الصندوق تفسير ٩٠,٧% من الوزن النسبي لمخاطر هيكل أصول الصندوق، وبمقارنة قيمة F المحسوبة والبالغة (٢٥,١٩١) مع F الجدولية نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أنه يوجد تأثير معنوي للهدف الاستثماري على هيكل الأصول المالية لصندوق الاستثمار في ضوء مخاطرها عند مستوى معنوية (٥%).

**١٢/٣ الاختبار الاستدلالي للفرض الثامن :**

يمكن استعراض مخرجات الاختبار الإحصائي من خلال الجدول رقم (١٤):

جدول (١٤)

مخرجات التحليل الإحصائي للفرض الثامن

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.822 <sup>a</sup>	.675	.656	28.0193

a. Predictors: (Constant), GF

**ANOVA<sup>a</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	27777.299	1	27777.299	35.381	.000 <sup>a</sup>
	Residual	13346.386	17	785.082		
	Total	41123.684	18			

a. Predictors: (Constant), GF

b. Dependent Variable: TR

**Coefficients**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-37.711	24.796		-1.521	.147
	GF	56.386	9.479	.822	5.948	.000

a. Dependent Variable: TR

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS.

من خلال المخرجات السابقة نجد أن هدف الصندوق تفسير ٦٧,٥% من معدل تداول الصندوق، وبمقارنة قيمة F المحسوبة وبالغة (٣٥,٣٨١) مع F الجدولية نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي يوجد تأثير معنوي للهدف الاستثماري للصندوق على معدل التداول عند مستوى معنوية (١%).

### ١٣/٣ الاختبار الاستدلالي للفرض التاسع:

يمكن استعراض مخرجات الاختبار الإحصائي من خلال الجدول رقم (١٥):

جدول (١٥)

مخرجات التحليل الإحصائي للفرض التاسع

#### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.524 <sup>a</sup>	.274	.232	41.8941

a. Predictors: (Constant), CM

#### ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	11286.763	1	11286.763	6.431	.021 <sup>a</sup>
	Residual	29836.921	17	1755.113		
	Total	41123.684	18			

a. Predictors: (Constant), CM

b. Dependent Variable: TR

#### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	76.135	14.818		5.138	.000
	CM	1.376	.543	.524	2.536	.021

a. Dependent Variable: TR

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS.

من خلال المخرجات السابقة نجد أن حجم شركة الإدارة يفسر ٢٧,٤% من معدل تداول الصندوق، وبمقارنة قيمة F المحسوبة وبالغة (٦,٤٣١) مع F الجدولية نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أنه يوجد تأثير معنوي لحجم شركة الإدارة على معدل تداول صندوق الاستثمار عند مستوى معنوية (٥%).

### ١٤/٣ الاختبار الاستدلالي للفرض العاشر :

يمكن استعراض مخرجات الاختبار الإحصائي من خلال الجدول رقم (١٦):

جدول (١٦)

مخرجات التحليل الإحصائي للفرض العاشر

#### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.483 <sup>a</sup>	.233	.188	43.0752

a. Predictors: (Constant), AM

#### ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9580.712	1	9580.712	5.163	.036 <sup>a</sup>
	Residual	31542.972	17	1855.469		
	Total	41123.684	18			

a. Predictors: (Constant), AM

b. Dependent Variable: TR

#### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	44.297	28.374		1.561	.137
	AM	4.366	1.922	.483	2.272	.036

a. Dependent Variable: TR

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS.

من خلال المخرجات السابقة نجد أن عُمر شركة الإدارة يفسر ٢٣,٣% من معدل تداول الصندوق، وبمقارنة قيمة F المحسوبة والبالغة (٥,١٦٣) مع F الجدولية نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أنه يوجد تأثير معنوي لعُمر شركة الإدارة على معدل تداول صندوق الاستثمار عند مستوى معنوية (٥%).

## المبحث الرابع النتائج والتوصيات

### ١/٤ النتائج:

في ضوء نتائج تحليل الإحصائي واختبار الفروض، قامت الدراسة بقبول صيغة العدم لكل من الفرض الأول والثاني مقابل قبول صياغة الفرض البديل للفروض من الثالث إلى العاشر، يمكن إيجاز نتائج البحث على النحو التالي:

١/١/٤ لا يوجد اختلاف معنوي لأثر اتجاهات السوق على الاستراتيجية الاستثمارية المطبقة بصناديق الاستثمار من وجهة نظر شركات الإدارة.

٢/١/٤ لا يوجد اختلاف معنوي لمحددات الاستراتيجية الاستثمارية المطبقة بصناديق الاستثمار المصرية من وجهة نظر شركات الإدارة.

٣/١/٤ يوجد اختلاف معنوي لمحددات الاستراتيجية الاستثمارية بصناديق الاستثمار من وجهة نظر مديري الاستثمار، وذلك عند مستوى معنوية (١%).

٤/١/٤ يوجد اختلاف معنوي لمستوى الثقة المفرطة لدى مديري صناديق الاستثمار وبين شركات الإدارة، وذلك عند مستوى معنوية (١%).

٥/١/٤ يوجد تأثير معنوي لخصائص صناديق الاستثمار على أداء صندوق الاستثمار عند مستوى معنوية (١%).

٦/١/٤ يوجد تأثير معنوي لخصائص شركة الإدارة على أداء صندوق الاستثمار عند مستوى معنوية (٥%).

٧/١/٤ يوجد تأثير معنوي للهدف الاستثماري على هيكل الأصول المالية لصندوق الاستثمار في ضوء مخاطرها عند مستوى معنوية (٥%).

٨/١/٤ يوجد تأثير معنوي للهدف الاستثماري للصندوق على معدل التداول عند مستوى معنوية (١%).

٩/١/٤ يوجد تأثير معنوي لحجم شركة الإدارة على معدل تداول صندوق الاستثمار عند مستوى معنوية (٥%).

١٠/١/٤ يوجد تأثير معنوي لعمر شركة الإدارة على معدل تداول صندوق الاستثمار عند مستوى معنوية (٥%).

## ٢/٤ التوصيات

### ١/٢/٤ توصيات لصناديق الاستثمار وشركات الادارة

١/١/٢/٤ يجب على شركات ادارة صناديق الاستثمار وضع الاستراتيجية الاستثمارية في ضوء ما تتمتع به البورصة المصرية من كفاءة، وفى ضوء عدم وصول مستوى كفاءتها فيمكن لصناديق الاستثمار تحقيق عوائد غير عادة اعتمادا على تطبيق استراتيجية نشطة، من خلال الاستفادة من الخلل السعرى للأوراق المالية المتداولة بالبورصة المصرية.

٢/١/٢/٤ تعد خصائص الصندوق اهم العوامل التي يجب على مدير الصندوق اخذها في الاعتبار عند تحديد الاستراتيجية المثلى لاستثمار صندوق، لكن يجب على هؤلاء المديرين عدم الوقوع في أخطاء الإدارة الناتجة من الثقة المفرطة.

### ٢/٢/٤ توصيات بدراسات مستقبلية

في ضوء ما خلصت إليه نتائج اختبار الفروض، يمكن القول أن أداء ونشاط صناديق الاستثمار المصرية يقدم أدلة أولية لملائمة الإطار الفكري للتمويل السلوكي في سوق الأوراق المالية المصري، وهو الأمر الذى يفتح المجال إلى مزيد من الدراسات المستقبلية عن التمويل السلوكي منها ما يلي:  
١/٢/٢/٤ تفسير اتجاهات المتداولين نحو المخاطر في ضوء نظرية المنفعة Utility Theory مقابل نظرية القيمة المُدركة Prospect Theory.

٢/٢/٢/٤ اختبار نموذج السلوكي لتسعير الأصول على الأوراق المالية المتداولة فى البورصة المصرية.

٣/٢/٢/٤ محددات فعالية المحفظة السلوكية فى الأسواق الناشئة: حالة البورصة المصرية.

٤/٢/٢/٤ أثر رأس المال البشرى على أداء صناديق الاستثمار.

٥/٢/٢/٤ أثر الثقة المفرطة على أداء مديري صناديق الاستثمار المصرية.

٦/٢/٢/٤ دراسة تحليل مقارنة لمحددات الثقة المفرطة بين المتداول الفرد والمؤسسي.

٧/٢/٢/٤ محددات فعالية ممارسات الحوكمة فى المؤسسات المالية المصرية.

٨/٢/٢/٤ أثر تكامل آليات الحوكمة على أداء صناديق الاستثمار.

٩/٢/٢/٤ دراسة تحليل مقارنة للسلوك الاستثمار بين المتداول المؤسسي المحلى والأجنبي.

١٠/٢/٢/٤ دور التداولات المؤسسية (صناديق الاستثمار) في رسم الصورة الذهنية عن البورصة المصرية.



## قائمة المراجع

### أولاً: المراجع العربية:

- أمال صالح عبد السلام (١٩٩٧)، "الإطار القانوني لصناديق الاستثمار"، ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل، مركز صالح عبدالله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، مصر، ص ص ٢٣٤-٢٣٧.
- بهاء محمد زكي (١٩٩٧)، "تحليل اتجاهات صغار المستثمرين في بورصة الأوراق المالية المصرية"، المجلة العلمية لكلية التجارة جامعة الأزهر، العدد الرابع عشر، ص ص ١٩٩-٢٤١.
- خيرى الجزيري (١٩٩٦)، "الجوانب المحددة للسلوك الاستثماري للمستثمر المصري في الأوراق المالية: دراسة ميدانية"، مؤتمر الاستثمار والتمويل والخصخصة والأوراق المالية، كلية تجارة، عين شمس، ص ص ١ - ٧٣.
- رشا زغول (٢٠١٧)، "أثر سياسة توزيع عائد نقدي للأرباح على أداء صناديق الاستثمار بالبورصة المصرية"، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد الثامن، ملحق، ص ص ٢٨٦-٣٠٩.
- صفية صديقي، هوارى سويسي، محمد زرقون (٢٠١٥)، "بناء محفظة الأوراق المالية في ظل المالية السلوكية بالتطبيق على الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 لبورصة باريس للفترة ٢٠٠٧-٢٠١٠"، رؤى اقتصادية، جامعة الوادي. المجلد الخامس، العدد الأول، ص ص ٦٩ - ٨٨.
- عمرو مندوه (٢٠١٧)، "تقييم أداء صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية: دراسة مقارنة"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد الرابع، ص ص ٣١-٥٤.
- محمد بن إبراهيم السحيباني (٢٠٠٨)، "المضاربة في الأسواق المالية مع الإشارة لحالة سوق الأسهم السعودية"، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، العدد الأول، ص ص ١٤١ - ١٧٩.
- محمد صالح الحناوي (١٩٩٤)، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الإسكندرية، الدار الجامعية.
- منير إبراهيم الهندي (٢٠٠٣)، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" الإسكندرية، منشأة المعارف.

- نادر مسعد (٢٠١٨)، "أثر تطبيق مبادئ الحوكمة على أداء صناديق الاستثمار بالسوق المالي السعودي: دراسة تطبيقية"، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد التاسع، العدد الثالث، ص ص ٣٦٤-٣٨٥.

### ثانياً: المراجع الإنجليزية:

- Atkinson, S. M., Baird, S. B., & Frye, M. B. (2003). Do female mutual fund managers manage differently? *Journal of Financial Research*, 26(1), 1-18.
- Bogatyrev, S. Y. (2014). Testing behavioral asset pricing models on Russian financial market. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 5(1), 48.
- Caterina L. and, Giulio P. (2008) Investors' behaviour in the Chinese Stock Exchanges: Empirical Evidence in a Systemic Approach " , MPRA Paper, No. 7034, July.
- Chevalier, J., & Ellison, G. (1999). Career concerns of mutual fund managers. *The Quarterly Journal of Economics*, 114(2), 389-432.
- Cuthbertson, K., Nitzsche, D., & O'Sullivan, N. (2016). A review of behavioural and management effects in mutual fund performance. *International Review of Financial Analysis*, 44, 162-176.
- Keswani, A., & Stolin, D. (2008). Which money is smart? Mutual fund buys and sells of individual and institutional investors. *The Journal of Finance*, 63(1), 85-118.
- Liao, L., Zhang, X., & Zhang, Y. (2017). Mutual fund managers' timing abilities. *Pacific-Basin Finance Journal*, 44, 80-96.
- Lind, Douglas A., Marshal, William G., and Wathen Samuel A. (2008). *Statistical Techniques in Business & Economics: With Global Data Sets*, Thirteen Ed., McGraw-Hill.

- Muneer, S. (2012). Materialization of Behavioral Finance and Behavioral Portfolio Theory: A Brief Review. *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 4(8), 431-435.
- Puetz, A., & Ruenzi, S. (2011). Overconfidence among professional investors: Evidence from mutual fund managers. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(5-6), 684-712.
- Shefrin (1999), "Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing", Boston: Harvard Press.
- Shefrin, H. (2008). *A behavioral approach to asset pricing*. Elsevier.
- Statman, M., Fisher, K. L., & Anginer, D. (2008). Affect in a behavioral asset-pricing model. *Financial Analysts Journal*, 64(2), 20-29.
- Stefea p., Wagdi o., Karim Mamdouh k. (2013), "Egyptian mutual funds analysis: history, performance, objectives, risk and return", scientific papers series management, economic engineering in agriculture and rural development, Vol. 13, No.3.
- Subrahmanyam, A. (2008). Behavioural finance: A review and synthesis. *European Financial Management*, 14(1), 12-29.
- Thaler, R. H. (1999). The end of behavioral finance. *Financial Analysts Journal*, 55(6), 12-17.
- Zin, S. E. (2002). Are behavioral asset-pricing models structural? *Journal of Monetary Economics*, 49(1), 215-228.

## ملحق قائمة الاستقصاء

استمارة استقصاء آراء لبحث بعنوان

**العوامل السلوكية المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار:**

**دراسة تطبيقية على البورصة المصرية**

عزيزي / عزيزتي:

تحية طيبة وبعد،،،

فى ضوء أهمية صناديق الاستثمار باعتبارها أحد قنوات الاستثمار، نتشرف بإعداد بحث علمي بعنوان: "العوامل السلوكية المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على البورصة المصرية"، ونطلب من سيادتكم الاستجابة والتعاون بالإجابة على قائمة الاستقصاء المرفقة، علمًا بأن ما تدلون به من آراء سيكون في سرية تامة، ولن يستخدم إلا في أغراض البحث العلمي فقط.

نشكر تعاونكم الصادق في خدمة البحث العلمي والمساهمة في تحقيق أهداف هذه الدراسة

وتفضلوا بقبول فائق الاحترام،،،

الباحثون

رجاء اختيار الإجابة التي تجدها الأنسب إلى رأيك الشخصي					
م	الجملة	غير موافق على الإطلاق	غير موافق	لا اعرف	موافق تماما
١	يؤثر الاتجاه السائد لسوق الأوراق المالية (الاتجاه الصاعد، الاتجاه الهابط، الاتجاه العرضي) خلال فترة الاستثمار على الاستراتيجية الاستثمارية المطبقة بصندوق الاستثمار (الشراء والاحتفاظ، أو ما يُعرف بالاستراتيجية الساكنة' الزخم أو ما يُعرف بالاستراتيجية النشطة' الاتجاه المعاكس أو ما يُعرف باستراتيجية الرأي النقيض).				
٢	يمكنني توقع تحركات سوق الأوراق المالية (صعود/هبوط).				
٣	عند تحقيق معدلات عائد جيدة، عادة ما أدخل في استثمار بصورة سريعة.				
٤	لا توجد أهمية للزملاء داخل الشركة كمصدر للمعلومات.				
٥	غالبية الأخبار الاقتصادية ليست مستغربة بالنسبة لي.				
٦	عادة ما أكون الموجه للجانب الأعظم من استثمارات الصندوق.				
٧	يعد اتجاه حركة الأسواق المالية العالمية من العوامل الحاكمة لتحديد استراتيجية إدارة صندوق الاستثمار				
٨	يعد اتجاه حركة المتداول الأجنبي من العوامل الحاكمة لتحديد استراتيجية إدارة صندوق الاستثمار				
٩	يعد اتجاه حركة سوق الأوراق المالية من العوامل الحاكمة لتحديد استراتيجية إدارة صندوق الاستثمار				
١٠	تعد الحالة الاقتصادية من العوامل الحاكمة لتحديد استراتيجية إدارة صندوق الاستثمار				

					١١	تعد المخاطر السياسية من العوامل الحاكمة لتحديد استراتيجية إدارة صندوق الاستثمار
					١٢	يعد ما هي مصدر الصندوق من العوامل الحاكمة لتحديد استراتيجية إدارة صندوق الاستثمار
					١٣	يعد حجم الصندوق من العوامل الحاكمة لتحديد استراتيجية إدارة صندوق الاستثمار
					١٤	يعد هدف الصندوق من العوامل الحاكمة لتحديد استراتيجية إدارة صندوق الاستثمار
					١٥	يعد أسلوب الاسترداد من العوامل الحاكمة لتحديد استراتيجية إدارة صندوق الاستثمار

#### رجاء اختيار الشركة الإدارة التي تعمل بها

- إتش سي لإدارة صناديق الاستثمار
- برايم لإدارة صناديق الاستثمار
- بلتون لإدارة صناديق الاستثمار
- رسملة مصر
- سي أي كابيتال لإدارة الأصول
- سيجما كابيتال
- شركة الأهلي لإدارة صناديق الاستثمار
- العربي الإفريقي لإدارة الاستثمار
- مصر المالية للاستثمارات
- هيرميس لإدارة صناديق الاستثمار
- أخرى، أذكرها :.....

#### رجاء اختيار صندوق الاستثمار الذى تتوالى أدارته

- صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الأول
- صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الثاني
- صندوق استثمار البنك العربي الإفريقي الدولي (شيلد)
- صندوق استثمار البنك المصري الخليجي
- صندوق استثمار البنك المصري لتنمية الصادرات (الخبير)

- صندوق استثمار المجموعة العربية المصرفية للتأمين (أميج)
- صندوق استثمار بنك الإسكندرية الأول
- صندوق استثمار بنك الشركة المصرفية العربية الدولية (الرابح)
- صندوق استثمار بنك الشركة المصرفية العربية الدولية الأول
- صندوق استثمار بنك الشركة المصرفية العربية الدولية الثاني
- صندوق استثمار بنك القاهرة الأول
- صندوق استثمار بنك قناة السويس الأول
- صندوق استثمار بنك كريدي أجريكول مصر الأول
- صندوق استثمار بنك كريدي أجريكول مصر الثالث
- صندوق استثمار بنك كريدي أجريكول مصر الثاني
- صندوق استثمار بنك مصر الأول
- صندوق استثمار بنك مصر الثالث
- صندوق استثمار بنك مصر الثاني
- صندوق استثمار بنك مصر إيران الأول
- آخر، أذكره: .....