

## العلاقة بين الحوكمة والأداء المالي لصناديق الاستثمار العاملة بالسوق المالي المصري

اسم الباحث /نادر محمد حسنين مسعد

### الملخص :-

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على علاقة الحوكمة و الأداء المالي لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية ، ويشمل مجتمع البحث ( ٦ ) صندوق من صناديق الاستثمار المفتوحة (الأسهم والمتوازنة) ولإجراء عملية التقييم فقد إتمدت الباحث على بيانات عوائد صناديق الاستثمار بالأسهم المحلية ، وقام الباحث بمعالجة وتحليل هذه البيانات إحصائيا وذلك بإستخدام معامل الإختلاف ومعامل بيتا ومؤشرات شارب ، تريينور، معدل العائد على الاموال المستثمرة تم التوصل من خلال إجراء البحث إلى أنه يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتطبيق قواعد الحوكمة و الأداء المالي لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية.

### Abstract

This study aims to identify the The relationship between the governance and the financial performance of investment funds with application to the Egyptian exchange , including the research community (٦) Fund of open-ended mutual funds (equity and balanced) and an evaluation process researcher returns on investment funds and local equity data were adopted, and the researcher to address the analysis of these data statistically, using the coefficient of variation and beta coefficient and indicators of Sharp, Trynор, the rate of return on the money invested was reached through the research that there is a statistically significant effect of the policy of cash distribution of profits on the performance of funds only Investment Egyptian Stock Exchange.

## المقدمة:

ظهرت الحاجة إلى الحوكمة نتيجة توجه العديد من الدول إلى الاعتماد على شركات القطاع الخاص في تنمية اقتصادها. الأمر الذي أدى إلى كبر حجم الشركات وانفصال الملكية عن الإدارة ، فازداد انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود. مما أدى إلى ضعف آليات الرقابة على أداء الشركات ، و تسبب حدوث أزمات مالية كبيرة وانهيار العديد من الشركات

لذلك ظهر ضرورة لايجاد مجموعة من المعايير والضوابط تسمى قواعد الحوكمة التي تعمل على تعزيز الثقة والمصداقية في البيانات والمعلومات التي تطرحها الشركات، وتعمل على ضبط آلية عملها وعمل والأسواق المالية، صناديق الاستثمار هي أحد الأدوات الهامة التي تعمل على تنشيط الأسواق المالية، وتوظيف المدخرات بجذب صغار المستثمرين الذين لا يستطيعوا الدخول في الاستثمارات الضخمة، لذلك لا بد من إجراء رقابة على أداءها وأداء العاملين على إدارتها بهدف تحسين ثقة المستثمرين وضمان أن الأسواق عادلة وفعّالة وشفافة.

## اولاً: مشكلة البحث:

إن التطبيق الجيد للحوكمة في الشركات التي تدير الصناديق الاستثمارية يؤدي إلى التقييم الجيد لأداء الصناديق الاستثمارية و تحسين ورفع القيمة الاقتصادية لها<sup>(1)</sup>، وعلى ذلك فإنه يمكن للشركات التي تدير صناديق الاستثمار أن تلجأ إلى التطبيق الجيد لقواعد الحوكمة لضمان رفع و تحسين الأداء لصناديقها.

وعلى صعيد السوق المالي المصري، عملت الحكومة على إنشاء الصناديق الاستثمارية المتنوعة (التقليدية والمتفقة مع الشريعة الإسلامية) من أجل اجتذاب الاستثمارات المحلية والأجنبية، لذلك اصبح هناك لائحة للحوكمة تهدف إلى ضمان الممارسات السليمة للشركات والتي تضمنت الإفصاح السليم عن كافة المعلومات المالية وغير المالية، ودور مهمات أعضاء مجلس الإدارة في الرقابة الفعّالة على الأداء، وحماية حقوق المساهمين وخاصة مساهمي الأقلية، وحماية حقوق أصحاب المصالح، والمعاملة العادلة للمساهمين.

ومن خلال ما سبق عرضة تمكن الباحث من بلورة مشكلة الدراسة في التساؤل

الرئيسي التالي:

## ما هي العلاقة بين الحوكمة والأداء المالي لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية

### ومن هذا التساؤل الرئيسي تثار التساؤلات الفرعية التالية:

- مدى علاقة تطبيق قواعد الحوكمة المتمثلة في مجلس الإدارة وهيكل الملكية في التعامل مع مشكلة الوكالة التي تنشأ بين الإدارة باعتبارها وكيل عن أصحاب المال وبين الملاك؟
- ما مدى العلاقة بتطبيق قواعد الحوكمة على (معدل العائد على الأموال المستثمرة) على أداء صناديق الاستثمار بالبورصة المصرية؟
- ما مدى علاقة تطبيق قواعد الحوكمة على (العائد المرجح للمخاطر الكلية، العائد المرجح للمخاطر المنتظمة) على أداء صناديق الاستثمار بالبورصة المصرية؟
- ما مدى علاقة تطبيق قواعد الحوكمة على (معامل بيتا لقياس المخاطر السوقية) على أداء صناديق الاستثمار بالبورصة المصرية؟
- هل تتجح الآليات الداخلية لحوكمة الشركات المتمثلة في مجلس الإدارة وهيكل الملكية في التعامل مع مشكلة الوكالة التي تنشأ بين الإدارة باعتبارها وكيل عن أصحاب المال وبين الملاك؟

### ثانيا اهداف الدراسة:

#### أهداف البحث يهدف الباحث من خلال هذا البحث إلى تحقيق الآتي:

- ١- بيان العلاقة هيكل الملكية، كأحد الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على الأداء المالي للصناديق محل البحث.
- ٢- بيان علاقة عدد أعضاء مجلس الإدارة على الأداء المالي لصناديق الاستثمار، محل البحث.
- ٣- التوصل إلى أهم الآليات الخاصة بحوكمة الشركات والتي تدعم من قدرة الشركات التي تدير صناديق على تطبيق حوكمة الشركات.

ثالثًا : فروض البحث في ضوء مشكلة البحث وأهدافه يمكن صياغة الفروض التالية:

الفرض الرئيسي الأول : لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية والأداء المالي لصناديق الاستثمار المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية .  
وينقسم الفرض الرئيسي الأول إلى الفروض الفرعية التالية :-

الفرض الفرعي الأول :

لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية ومعدل العائد علي الأصول .

الفرض الفرعي الثاني : لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية ، ومعدل العائد علي حقوق الملكية .

الفرض الفرعي الثالث : لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية ، ومعدل العائد علي المبيعات .

وينقسم الفرض الرئيسي الثاني إلى الفروض الفرعية التالية :-

الفرض الفرعي الأول: لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين عدد أعضاء مجلس الإدارة ومعدل العائد علي الأصول .

الفرض الفرعي الثاني : لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين عدد أعضاء مجلس الإدارة ومعدل العائد علي حقوق الملكية .

الفرض الفرعي الثالث: لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين عدد أعضاء مجلس الإدارة ، ومعدل العائد علي المبيعات .

جدول رقم (١) توصيف عينة البحث ونوع القيد بالبورصة

م	اسم الصندوق	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧
١	بنك مصر الثاني	٨١,١٩	١١٥,٢٥	٧١,٨٢	٧٧,٣٥	٨٨,٢٩	٧٣,٥٥	٨٨,٧٢	١٠٢,٥٨	١٢٤,٦٤	١٠٠,٣٨
٢	البنك المصري لتنمية الصادرات - الأول (الخبير)	٢٧٨,٢	٣٦٠,٧٩	١٩١,٢١	٢٢٦,١٤	٢٤٤,٥٧	١٣٩,٠٤	١٨١,٤٣	٢٠٦,٤٦	٢٥٣,٧٤	١٩٧,٢٥

٣١٥.١	٣٧٣.٦٦	٣٣٦.٤	٢٨٥.١٦	٢٣٤.٥٦	٣٥١.٨	٣٢١.٧٩	٢٨٨.٠٣	٥١١.٨٦	٣٠٦.٢١	بنك كريدى اجريكول مصر - الثاني	٣
٢٤٣.٣٥	٢٨١.٠٦	٢٥٦.٩٢	٢٢٢.٩٦	١٨٩.٤٩	٢٧٩.٧٣	٢٨٦.١	٢٩٧.٢٤	٥٢٧.٦٥	٣٤٢.٥٩	البنك المصرى الخليجى	٤
٣٨١.٨٨	٥٦١.١٨	٣٨٤	٣١٩.٢٥	٢٢٦.٢٣	٤٢٦.٨٢	٣٨٠.١٤	٢٩٦.٩٣	٦٥٢.١٤	٣٩٦.٥	بنك مصر - الثالث	٥
٢٥٣.٠٦	٣٢٤.٠٤	٢٨٩.٢	٢٦١.٠٢	٢١٥.٧٤	٢٧٥.٥٨	٢٥٠.٧	٢١١.١٤	٢٩٣.٥	٢١٢.٦٨	صندوق استثمار شيلد	٦

المصدر : من إعداد الباحث بالإعتماد على الموقع الرسمي للبورصة المصرية [www.egypt.com](http://www.egypt.com).

**عينة البحث :** اقتصرت عينة البحث على صناديق الاستثمار المصرية التي مر على تأسيسها أكثر من ١٠ سنوات على اعتبار أنها أكثر الشركات تطبيقاً لمفهوم الحوكمة ولديها بيانات معلنة لفترة زمنية كافية يمكن تقييمها والتأكد من مدى تطبيق مفهوم الحوكمة.

أما الصناديق الحديثة في انشائها، فلا يوجد لديهم بيانات تاريخية كافية معلنة عن تطبيقهم لمفهوم حوكمة الشركات .

### الدراسات السابقة الخاصة بالحوكمة:

#### ١- دراسة عبد الناصر درويش (2013م):(ii)

تناولت هذه الدراسة دور الإفصاح المحاسبي في التطبيق الفعال لحوكمة الشركات وذلك من خلال التعرف على أهمية الإفصاح المحاسبي في تطبيق مبادئ الحوكمة مع عرض تجارب بعض الدول، وبيان مدى توافر تلك المبادئ في قطاع الأعمال المصري. كما تناولت الدراسة بيان أهم التشريعات والقوانين التي تحكم سوق الأوراق المالية في مصر، والهيئات والمؤسسات التي تنظم عمل السوق.

### وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج من أهمها ما يلي:

- أن حوكمة الشركات هي نظام للتوجيه والتحكم والرقابة على نظام الشركة مبني على تنظيم عملية إتخاذ القرارات في الشركات، وتوزيع الصلاحيات والمسئوليات فيما بين الأطراف الرئيسية في الشركات وذلك لخدمة المساهمين بشكل خاص وأصحاب المصالح بشكل عام.
- أن الإفصاح والشفافية تكفل تحقيق متطلبات تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، وأن الإفصاح المحاسبي يجب أن يتسع لكي يشمل الإفصاح عن المعلومات التالية كحد أدنى: النتائج المالية والتشغيلية للشركة، أهداف وسياسات الشركة، حقوق المساهمين، حقوق ومسئوليات أعضاء مجالس الإدارة وغيرهم من أصحاب المصالح، عوامل المخاطرة الملموسة في الأجل القصير، بالإضافة إلى هيكل وسياسات وأساليب حوكمة الشركات.

### ٢- دراسة محمد خليل (2014) (iii)

تناولت هذه الدراسة بالبحث والتحليل التعرف على إيجابيات ومزايا حوكمة الشركات وكيفية الاستفادة منها في تحسين جودة المعلومات المحاسبية وذلك بغرض إعادة الثقة فيها، وكذلك صياغة الجوانب الفكرية لحوكمة الشركات والاستفادة منها في تطوير مفهوم جودة المعلومات المحاسبية ومحاولة وضع مجموعة من المعايير لتحقيق هذه الجودة. بالإضافة إلى ذلك يهدف هذا البحث إلى محاولة التعرف على انعكاسات جودة المعلومات المحاسبية والتي تم تحقيقها في ظل حوكمة الشركات على سوق الأوراق المالية من خلال زيادة ثقة المستثمرين الحاليين والمرتقبين في هذه المعلومات، تشير نتائج هذه الدراسة إلى ما يلي:

- أن هناك ارتباطاً معنوياً بين تطبيق حوكمة الشركات وتحقيق جودة المعلومات المحاسبية. كما أن هناك ارتباطاً معنوياً بين تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وبين تنشيط حركة سوق الأوراق المالية للوحدات الاقتصادية التي تطبق حوكمة الشركات.
- اقترحت هذه الدراسة معايير متعددة للحكم على جودة المعلومات المحاسبية في ظل تطبيق حوكمة الشركات وهي: المعايير القانونية، المعايير الرقابية، المعايير المهنية، والمعايير الفنية. وأن توفر هذه المعايير يؤدي إلى تطوير مفهوم جودة المعلومات المحاسبية للوصول إلى المفهوم الشامل لهذه الجودة.

### ٣- دراسة أحمد أبو موسى (2015) (iv):

يهدف هذا البحث إلى دراسة وتحليل وتقييم الإطار الفكري للعناصر التي تحدد مكونات وأبعاد حوكمة تكنولوجيا المعلومات IT Governance في منظمات الأعمال، هذا بالإضافة إلى تقديم وتطوير نموذج المقياس المتوازن للأداء Balance Scorecard كنموذج مقترح لتقويم الأداء الاستراتيجي لحوكمة تكنولوجيا المعلومات، وذلك لربط الأهداف الإستراتيجية لتكنولوجيا المعلومات بالأهداف الإستراتيجية العامة لمنظمات الأعمال. ومن ثم فإن هذا البحث قد تناول مشكلة تفعيل حوكمة الشركات وتعزيز القدرة التنافسية لمنظمات الأعمال من خلال آليات أسلوب حوكمة تكنولوجيا المعلومات فيما يتعلق بقرارات الاستثمار وغيرها من القرارات المتعلقة باقتناء وإدارة تكنولوجيا المعلومات في منظمات الأعمال. ولقد خلصت هذه الدراسة إلى أن حوكمة تكنولوجيا المعلومات تمثل جزءاً متكاملًا من حوكمة الشركات في منظمات الأعمال. ويتطلب التطبيق السليم لأسلوب حوكمة تكنولوجيا المعلومات ضرورة توافر مجموعة من المقومات والضوابط والمعايير الأساسية في منظمات الأعمال من أهمها تطبيق نظم تخطيط موارد المنشأة (ERP).

#### توصيات الدراسة:

إجراء مزيد من الدراسات الخاصة بتركز الملكية عند مستويات مختلفة أعلى من 5% وذلك للتأكد من التأثير الحقيقي لوجود كبار الملاك على أداء الشركات من حيث الدور الرقابي والعقابي لهم على المديرين خاصة في غياب تأثير سوق الاندماج العدواني وضعف الدور الرقابي لأسواق المال اقتداء الشركات العاملة في مصر بالشركات التي تتداولها أسهمها في سوق أوراق مالية أجنبية قوية مثل سوق لندن من خلال شهادات إيداع الأسهم GDR من حيث تطبيقها لمعايير حوكمة ذات جودة عالية مثل الإفصاح المالي والمعايير المحاسبية وحماية حقوق الأقليات من حملة الأسهم.

### ٤- دراسة محمود الكاشف (2016م) (v):

يهدف هذا البحث إلى وضع إطار لنظام حوكمة يمكن من خلاله تحسين الأداء والرقابة في إطار استراتيجية تضمن البقاء والاستمرار للشركة، ويساهم في توفير إنذار مبكر لما يحتمل حدوثه من أزمات ومن ثم إمكانية وضع الحلول المناسبة لمواجهتها. هذا بالإضافة إلى تعظيم القيم المتحققة لمختلف الأطراف المرتبطة بنشاط

الشركة والمتأثرة به، جنباً إلى جنب مع تحسين الإفصاح عن الأداء وتدنيه تعارض المصالح في إطار المفهوم الواسع لحوكمة الشركة ولقد خلصت هذه الدراسة إلى وضع إطار لنظام متكامل للحوكمة يضمن ليس فقط شفافية الإفصاح وتدنيه تعارض المصالح، وتوفير المعلومات التي تساعد مختلف الأطراف على تحسين قدرتهم على إتخاذ القرارات، بل يضمن أيضاً التحسين المستمر للأداء الشامل للشركة وذلك من خلال تطوير نظم المحاسبة الإدارية الاستراتيجية والمراجعة الاستراتيجية بما يدعم قدرة المنشأة على التحسين المستمر لأدائها من منظور إستراتيجي.

#### الدراسات الخاصة بأداء صناديق الاستثمار

##### ١- دراسة (سامح، ٢٠٠٢) (vi):

عنوانها "تحليل العلاقة بين وظيفتى المراجعة الداخلية والخارجية للقوائم المالية الربع سنوية لصناديق الاستثمار".

وهدفت الدراسة إلى: تحليل العلاقة بين وظيفتى المراجعة الداخلية والخارجية للقوائم المالية الربع سنوية لصناديق الاستثمار من خلال أحكام المراجعين الخارجيين والداخليين، فيما يتعلق بتقييم نظام الرقابة الداخلية لصناديق الاستثمار والتحقق من سلامة عناصر القوائم المالية الربع سنوية.

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية: تشابه أحكام المراجعين الخارجيين والداخليين عند تقييم نظام الرقابة الداخلية، وبالتالي يمكن للمراجع الخارجى الاعتماد على المراجع الداخلى فى القيام بهذه الإجراءات، بينما اختلفت أحكام المراجعين الخارجيين والداخليين عند التحقق من سلامة عناصر القوائم المالية الربع سنوية، وبالتالي لن يكون فى استطاعة المراجع الخارجى الاعتماد على المراجع الداخلى فى القيام بتلك الإجراءات.

##### ٢- دراسة (Cesari & Panetta, 2002) (vii):

عنوانها " تقييم أداء صناديق الاستثمار للأسهم الإيطالية "

هدفت الدراسة إلى: تقييم أداء صناديق الاستثمار، باستخدام كل من العائد الصافى والعائد الإجمالى، وهدفت أيضاً إلى تقييم استراتيجى التوقيت السوقى، وذلك بالتطبيق على الصناديق الإيطالية فى الفترة من (١٩٨٤ - ١٩٩٥)، وقد طبقت هذه الدراسة

على عينة مكونة من ١٠٩ صندوق، مستخدم أسلوب الانحدار الخطى لتحليل البيانات وقد استخدمت الدراسة المقاييس التالية (مقياس جنسن، مقياس جرنبلات وتيتمان، مقياس ترينور).

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- عند تقييم الأداء بالعائد الصافي، أظهر مقياس جنسن أن الفا تساوى صفر وغير معنوية إحصائياً، أما عند القياس بالعائد الإجمالي كأنت ألفا إيجابية (أكبر من الصفر) ومعنوية إحصائياً.

- وقد حقق مقياس (PPW) نفس النتيجة.

- نادرا ما حققت الصناديق معاملات توقيت سوقى موجبة معنوية، وهذا يعنى أن المدير ليس لديه القدرة على التنبؤ باتجاهات السوق المستقبلية.

٣- دراسة (Artiks.g. Panayiotis,2002)<sup>(viii)</sup>:

عنوانها " تقييم أداء صناديق الاستثمار العاملة باليونان "

هدفت الدراسة إلى: تقييم أداء صناديق الاستثمار بالتطبيق على ١٧ صندوقاً في السوق اليومية، خلال الفترة من (١٩٩٥ - ١٩٩٨)، وقد استخدمت الدراسة أسلوب الانحدار الخطى ومعامل الاختلاف للتحليل الإحصائى.

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- أنخفضت مخاطر الصناديق محل الدراسة عن مخاطر المؤشر العام لسوق أثينا (GIASE).

- حققت ٤ صناديق من ١٧ صندوقاً عائداً أعلى من عائد السوق.

حققت ٧ صناديق من ١٧ صندوقاً معامل اختلاف أعلى من المؤشر العام لسوق أثينا (GIASE).

الدراسة الحالية	الفجوة البحثية	الدراسات السابقة
<ul style="list-style-type: none"> <li>التعرف المالي لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية خلال فترة زمنية تمتد من عام (٢٠٠٦ إلى ٢٠١٥)</li> <li>دراسة العلاقة بين الحوكمة والاداء المالي لصناديق الاستثمار طبقا لنوع الصندوق (الصناديق المفتوحة المتوازنة، الصناديق المفتوحة الأسهم) و طبقا لهدف الصندوق (ذو العائد النورى و ذو العائد النورى التراكمى، ذو العائد النورى والنمو الراسمالي).</li> <li>أثر تطبيق مبدا الحوكمة متمثل فى الافصاح او الاعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم البنوك.</li> <li>دراسة علاقة قواعد الحوكمة على القيمة السوقية للأسهم.</li> <li>الاعتماد على الأساليب الأكثر استخداما فى تقييم أداء صناديق الاستثمار لبيان أوجه الاتفاق والاختلاف مع الدراسات السابقة والدراسة الحالية</li> <li>من حيث استخدام الأساليب الآتية : <ul style="list-style-type: none"> <li>أسلوب العائد البسيط.</li> <li>الأساليب المزدوجة التى تعتمد على (العائد والمخاطرة)، (مؤشر شارب، ترينور، بيتا).</li> <li>الاعتماد على مؤشرات تحليل الأداء المالي (العائد أو الربحية، تقييم وثائق الاستثمار، صافى قيمة أصول الصندوق)</li> <li>تقييم أداء صناديق الاستثمار (من خلال مقارنة أداء صناديق الاستثمار طبقا للعائد والمخاطرة، وذلك طبقا لنوع وهدف الصندوق).</li> <li>تقديم مجموعة من التوصيات والمقترحات التى تسهم فى تحقيق أداء عال لصناديق الاستثمار</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>عدم وجود دراسة اهتمت بالعلاقة بين الحوكمة لاداء المالي لصناديق الاستثمار فى السوق المالي الصري .</li> <li>اختلاف مجال التطبيق بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة</li> <li>اختلاف بعض الطرق والأساليب والأدوات البحثية التى استخدمها الباحث مع الأساليب والطرق المستخدمة فى الدراسات السابقة.</li> <li>عدم وجود دراسات تناولت علاقة الحوكمة بأداء صناديق الاستثمار و تقييم الأداء للصناديق باستخدام مؤشرات تحليل الأداء المالي (العائد، وتقييم وثائق الاستثمار، صافى قيمة أصول الصندوق) فى ذات الوقت للصناديق</li> <li>تقييم صناديق الاستثمار على فترات كبيرة وهى ١٠ سنوات</li> <li>يرى الباحث أن هناك ضرورة للتعرف على العلاقة بين الحوكمة والأداء المالي لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية ومقارنتها بسوق اجنبي .</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>دراسة قواعد الحوكمة التى تؤثر على قيمة المنشأة وادارتها دون تطبيقها على صناديق الاستثمار.</li> <li>واقع تطبيق حوكمة الشركات فى بعض المنظمات الحكومية المصرية والعربية</li> <li>ركزت الدراسات السابقة على بعض مبادئ الحوكمة كمتغير تابع يؤثر عليه متغير مستقل مثل (معايير الجودة ، استخدام الإنترنت ودوات التكنولوجيا الحديثة).</li> <li>قامت أغلب الدراسات السابقة بتناول مبادئ الحوكمة واحدة منها أو اثنتين فقط دون التطرق لباقي القواعد</li> <li>غالبا فى الدراسات السابقة يتم قياس تطبيق قواعد الحوكمة من وجهة نظر واحده وهى العاملين فقط.</li> <li>تم وضع نموذج مقترح لتقويم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية.</li> <li>أثر التنوع على الأداء المالي لصناديق الاستثمار المصرية</li> <li>أثر مخاطر الاستثمار على الأداء المالي للصناديق الاستثمارية فى البنوك التجارية</li> <li>أثر أداء صناديق الاستثمار على كفاءة البورصة المصرية</li> <li>الاعتماد على الأساليب الأكثر استخداما فى تقييم أداء صناديق الاستثمار دون غيرها بتقييم صناديق على فترات قصيرة</li> </ul>

### الدراسات الخاصة بالعلاقة بين الحوكمة وصناديق الاستثمار:

١- دراسة آل خليفة ٢٠٠٧ ((صناديق الاستثمار ومفهوم الحوكمة)) (ix):  
قارنت الدراسة ما بين قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ ومبادئ  
حوكمة الشركات.

هدفت الدراسة إلى التعرف على صناديق الاستثمار في مصر في ضوء القانون  
المنظم لها واتفاق قواعدها مع متطلبات الحوكمة.

توصلت الدراسة إلى أن القواعد التي أنشأها القانون المصري توافق تماماً قواعد  
ومبادئ الحوكمة وأوصت بضرورة إعادة النظر بقانون سوق الأوراق المالية رقم ٩٥  
لسنة ٩٢ مع مراعاة تحديد ألفاظ القانون تحديداً دقيقاً وتحديد مدى مساهمة أو عدم  
مساهمة المستثمرين في الاشتراك بمجلس الإدارة والشروط الواجب توفرها في عضو  
مجلس الإدارة من غير المساهمين إضافة لتحديد نشاط مدير الصندوق.

ثانياً: التعليق على الدراسات السابقة وبيان أوجه الاختلاف والاتفاق على الدراسات  
السابقة ثم بيان الفجوة البحثية:

(أ) الدراسات التي تناولت الحوكمة:

ويمكن بيان أوجه الاتفاق أو الاختلاف في تلك الدراسات من حيث الآتي:

١/أ أوجه الاتفاق:

١- إهتمت الدراسات السابقة بدراسة أثر تطبيق الحوكمة على صناديق الاستثمار في  
الدول الأجنبية.

٢- أظهرت الدراسات أن الشركات التي تطبق قواعد الحوكمة ذات قدرات عالية  
علي جذب استثمارات أكبر من غيرها.

٣-

٢/أ أوجه الاختلاف:

١- لم تتناول الدراسات السابقة دراسة العلاقة بين الحوكمة والأداء المالي لصناديق

الاستثمار بدراسة ميدانية مقارنة بين الاسواق المالية المصرية والاجنبية

٢- لم تتناول الدراسات السابقة دراسة قواعد الحوكمة المصرية وعلاقتها بالأداء

المالي لصناديق الاستثمار بناء علي مؤشرات تحليل الأداء الاسلوب البسيط

والاسلوب المزدوج والقيمة السوقية وصافي قيمة اصول الصندوق

## ب) الدراسات التي تناولت أداء صناديق الاستثمار:

### ١/ بأوجه الإتفاق:

- ١- أهتمت الدراسات السابقة بتقييم أداء صناديق الاستثمار بإستخدام مقياس شارب، وترينور، وبيتا، ومعدل العائد على الأموال المستثمرة وتعتبر هذه المقاييس من أفضل مقاييس تقييم الأداء وذلك لكثرة إستخدامهم فى الدراسات السابقة.
- ٢- تتمثل أهم المتغيرات المؤثرة على سعر الوثيقة التى تم إستخدامها فى معظم الدراسات هى نوع الصندوق، وهدفه، ومستوى الأسعار لوثائق الصندوق، عائد الوثيقة.

### ٢/ ب أوجه الإختلاف:

- ١- تناولت الدراسات السابقة بعض المتغيرات وأهملت البعض الآخر منها الإعتماد على مؤشرات تحليل الأداء المالي العائد أو الربحية، تقييم وثائق الاستثمار، صافى قيمة أصول الصندوق.
- ٢- تقييم أداء صناديق الاستثمار طبقا للعائد والمخاطرة وذلك طبقا لنوع وهدف الصندوق.

## ج) الدراسات ذات العلاقة بين الحوكمة و أداء صناديق الاستثمار:

### ١/ ج أوجه الإتفاق:

- ١- أظهرت الدراسات السابقة بأنه ليس هناك عوامل محددة لتطبيق قواعد الحوكمة للشركات المدرجة بالبورصة المصرية.
- ٢- أظهرت الدراسات السابقة بأن هناك تأثير لقواعد الحوكمة على اداء صناديق الاستثمار.

### ٢/ ج أوجه الإختلاف:

- ١- لم تتناول الدراسات السابقة العلاقة بين الحوكمة والأداء المالي للصناديق الاستثمار بدراسة ميدانية مقارنة بين السوق المالي المصري والاجنبي وتتمثل قواعد الحوكمة.
- ٢- دراسة قواعد الحوكمة وعلاقتها بصناديق الاستثمار طبقا لنوع وهدف الصندوق. مؤشر شارب لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية للعينة محل الدراسة

العلاقة بين العوامة والأداء المالي لصناديق الاستثمار العاملة بالسوق المالي المصري

نادر محمد حسين مسعد

اسم الصندوق	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧
بنك مصر الثاني	١.٩٩-	١.٨٧-	١.٨٤-	١.٤٣-	١.٥-	١.٥٢-	١.٣٤-	١.٢٦-	١.١٩-	١.١٢-
البنك المصري لتنمية الصادرات (- الأول (الخبير)	٠.٨٦-	٠.٨١-	٠.٨٣-	٠.٦٥-	٠.٦٥-	٠.٦٥-	٠.٥٦-	٠.٥٦-	٠.٥٦-	٠.٥٦-
بنك كريدى اجريكول مصر - الثاني	٠.٨٣-	٠.٧٥-	٠.٧٥-	٠.٥٥-	٠.٥٩-	٠.٥٩-	٠.٥١-	٠.٥١-	٠.٤٨-	٠.٥-
البنك المصري الخليجي	٠.٧٥-	٠.٧٢-	٠.٦٧-	٠.٥١-	٠.٥٨-	٠.٦-	٠.٥٣-	٠.٥١-	٠.٤٩-	٠.٤٩-
بنك مصر - الثالث	٠.٤٨-	٠.٤٦-	٠.٤٣-	٠.٣٤-	٠.٣٥-	٠.٣٤-	٠.٣-	٠.٣١-	٠.٣١-	٠.٢٨-
صندوق استثمار شيد	١.٣٨-	١.٣١-	١.٢٨-	٠.٩٥-	٠.٩٤-	٠.٩٢-	٠.٧٧-	٠.٧٩-	٠.٧٩-	٠.٧٨-

يتضح من الجدول السابق ذكره أن نتائج الدراسة التحليلية تشير إلى أن مؤشر شارب المقيم لأداء صناديق الاستثمار للصناديق خلال الفترة من (٢٠٠٨ - ٢٠١١) يظهر مدى تذبذب أداء صناديق الاستثمار محل الدراسة كما تشير نتائج الدراسة التحليلية خلال الفترة من (٢٠١٢ - ٢٠١٧) إلى إرتفاع مستوى المخاطر لمعظم صناديق العينة محل الدراسة وعدم تفاعلها مع سوق المال المصري التي تعمل فيه وهذا يعنى أن الصندوق لا يستطيع التخلص من المخاطر الغير منتظمة

جدول مؤشر ترينور لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية للعينة محل الدراسة

اسم الصندوق	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧
بنك مصر الثاني	٢٢٥.٠٣	٢١٢.٨٨	٢٠٣.٥١	١٤٨.٠٤	١٤٧.٣٥	١٤٣.٢٦	١٢٤.١١	١١٦.٧	١١٠.٥٢	١٠٤.٣٥
البنك المصري لتنمية الصادرات (- الأول (الخبير)	٧٢.٤٤-	٦٥.٥-	٦٣.٦-	٥١.١-	٤٩.٣٩-	٤٧.٢٢-	٤١.١٨-	٤٠.١١	٣٨.٦٣-	٣٧.٢٧-
بنك كريدى اجريكول مصر - الثاني	٧٠.١٤-	٦٠.٨١-	٥٨.١٤-	٤٤.٩٣-	٤٦.٠٦-	٤٣.٩٦-	٣٧.٨٤-	٣٦.٧٧	٣٤.٣٤-	٣٤.٤٩-
البنك المصري الخليجي	٦٢.٦٢-	٥٦.٨٥-	٥١.٧١-	٤٠.٨٥-	٤٥.١٢-	٤٤.٦٩-	٣٩.٤٩-	٣٧.٦٢	٣٤.٧٨-	٣٤.٢٥-
بنك مصر - الثالث	٤٠.٩٤-	٣٦.٨٧-	٣٣.٠٥-	٢٦.٨٧-	٢٦.٢٢-	٢٤.٩٩-	٢١.٨٦-	٢١.٦٩	٢١-	١٨.٥-
صندوق استثمار شيد	١٣١.٥٤	١١٧.٩٦	١١٠.٩٣	٨٢.٩٥-	٧٨.٥٤-	٧٤.١٤-	٦١.٧٧-	٦٠.٩٥	٩٥.١٧-	٦٥.٦٣-

**المصدر:** من واقع القوائم المالية والتقارير المالية الربع سنوية والسنوية، والعوائد الاسبوعية المنشورة في البورصة المصرية للصناديق الممثلة لمجتمع العينة خلال الفترة الممتدة من ٢٠٠٦ - ٢٠١٥.

**يتضح من الجدول السابق** ذكره أن نتائج الدراسة التحليلية تشير إلى أن قيم مؤشر ترينور المقيم لأداء صناديق الاستثمار خلال الفترة من (٢٠٠٨- ٢٠١١) يظهر مدى تذبذب أداء صناديق الاستثمار محل الدراسة كما تشير نتائج الدراسة التحليلية خلال الفترة من (٢٠١٢ - ٢٠١٧) إلى إرتفاع مستوى المخاطر لمعظم الصناديق محل الدراسة، وهذا يعنى عدم مقدرة الصندوق على التخلص من المخاطر الغير منتظمة التي ترجع إلى طبيعة النشاط خلال التنويع.

١- **من حيث معدل العائد على الأموال المستثمرة:** تشير نتائج الدراسة الميدانية إلى أن العائد على الأموال المستثمرة يظهر مدى تذبذب وتدنى أداء صناديق الاستثمار العاملة في السوق المصري.

- أهمية عنصر الإدارة وحجم الأصول المالية في محفظة الصندوق، وسعر الفائدة السائد في السوق على الاستثمارات الأخرى، وهو ما تمثله تلك العوامل من أهمية خاصة في مدى كفاءة الصندوق واستمرارية في السوق وفي تحقيق أداء أفضل.

- **تختلف درجة العلاقة بين تطبيق قواعد الحوكمة:** (معدل العائد على الأموال المستثمرة، ومؤشر شارب و مؤشر ترينور و معامل بيتا و نسبة إجمالي العوائد إلى القيمة الاسمية و القيمة الاستردادية و نسبة الزيادة الاستردادية على القيمة الاسمية و نسبة التغير في القيمة السوقية للوثيقة في نهاية الفترة إلى القيمة الاسمية للوثيقة و صافي قيمة أصول الصندوق) على الأداء المالي لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية من صندوق إلى آخر.

٢- **من حيث مؤشر (شارب):** تشير نتائج الدراسة الميدانية إلى أن مؤشر شارب المقيم لأداء صناديق الاستثمار للصناديق محل الدراسة يظهر مدى تذبذب أداء صناديق الاستثمار وعدم تفاعلها مع سوق المال المصري التي تعمل فيه، مما يؤثر بدوره على كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية.

- يعتمد مقياس شارب على (الانحراف المعياري) أى المخاطر الكلية وهذا يعنى أن الشركة لا تستطيع التخلص من المخاطر غير المنتظمة.

٣- من حيث مؤشر (ترينور): تشير نتائج الدراسة الميدانية إلى أن قيم مؤشر ترينور المقيم لأداء صناديق الاستثمار محل الدراسة يظهر مدى تذبذب أداء صناديق الاستثمار، وهذا يعنى وفقا لهذا المؤشر عدم مقدرة الشركة على التخلص من المخاطر غير المنتظمة التي ترجع إلى طبيعته النشاط خلال التنويع.

٤- من حيث المخاطر السوقية (بيتا): تشير نتائج الدراسة الميدانية أن قيمة معامل بيتا أقل من الواحد الصحيح وذلك يعنى أن مخاطر الاستثمار أقل من مخاطر السوق لصناديق الاستثمار محل الدراسة.

تشير الدراسة الميدانية: إلى وجود تأثير معنوي للمخاطر السوقية وقيمة مؤشر شارب وترينور، يرتبط هذا التأثير بإدارة الصندوق وينعكس ذلك على مدى ثقة عملاء صندوق الاستثمار في مركزه المالي، ومدى كفاءته والعائد المحقق منه، ويؤثر ذلك سلبا على قيمة مؤشر شارب وترينور أي أداء العوائد المحققة من خلال محفظة الصندوق.

#### متغيرات حوكمة الشركات:

هيكل الملكية : أشارت البيانات الخاصة بالشركة محل البحث والتي تتعلق بهيكل ملكية هذه الشركة إلى أن متوسط نسبة تركيز الملكية في يد أكبر ثلاثة مساهمين تصل إلى حوالي ٧١% وهذه النسبة مرتفعة جداً

مجلس الإدارة : سوف تقوم الباحثة باختبار الفرض الثالث والرابع من خلال الحصول على تشكيل مجلس إدارة الشركة محل البحث ودراسة مدي تأثير حجم المجلس من حيث عدد الأعضاء على الأداء المالي والقيمة السوقية للشركة محل البحث.

طبيعة مجلس إدارة الشركة محل البحث من واقع البيانات المجمعة: قامت الباحثة بتحليل مجلس إدارة الشركة محل البحث من عدة أبعاد وهي عدد أعضاء المجلس، ونوع المجلس من حيث الاعتماد على مجلس واحد أم مجلسين للإدارة، وذلك من واقع البيانات التي قامت الباحثة بتجميعها عند إعداد هذا البحث

أ. عدد أعضاء المجلس: تشير البيانات إلى أن متوسط عدد أعضاء مجلس إدارة الشركة محل البحث يبلغ حوالي ١٢ عضواً.

ب. نوع المجلس: تشير البيانات إلى أن الشركة الخاصة بالبحث تعتمد على مجلس واحد وهو المجلس التنفيذي لإدارتها.

### متغيرات الأداء المالي

أتمت الباحثة على ثلاث متغيرات أساسية لقياس الأداء المالي للشركة محل البحث:

$$1 - \text{معدل العائد على الأصول} \quad \text{Return on assets} = (\text{ROA}) \\ = \frac{\text{صافي الربح بعد الفوائد والضرائب}}{\text{صافي الأصول}} \times 100$$

$$2 - \text{معدل العائد على حقوق الملكية} \quad \text{Return on Equity} \\ = (\text{ROE}) \\ = \frac{\text{صافي الربح بعد الفوائد والضرائب}}{\text{حقوق الملكية}} \times 100$$

$$3 - \text{معدل العائد على المبيعات} \quad \text{Return on sales} \\ = (\text{ROS}) \\ = \frac{\text{صافي الربح بعد الفوائد والضرائب}}{\text{صافي المبيعات}} \times 100$$

### توصل

الباحث من خلال اختبار فروض البحث إلى مجموعة النتائج التالية:

الفرض الرئيسي الأول: لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية والأداء المالي لصناديق الاستثمار المصرية. وقد تم قبول الفرض جزئياً

الفرض الفرعي الأول: لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية ومعدل العائد على الأصول. وقد تم رفض الفرض

**الفرض الفرعي الثاني:** لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية ومعدل العائد على حقوق الملكية. وقد تم قبول الفرض

**الفرض الفرعي الثالث:** لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية ومعدل العائد على المبيعات. وقد تم رفض الفرض

**الفرض الرئيسي الثاني:** لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين عدد أعضاء مجلس الإدارة والأداء المالي لصناديق الاستثمار المصرية. وقد تم إثبات صحة هذا الفرض

**الفرض الفرعي الأول:** لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين عدد أعضاء مجلس الإدارة ومعدل العائد على الأصول. وقد تم قبول الفرض

**الفرض الفرعي الثاني:** لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين عدد أعضاء مجلس الإدارة ومعدل العائد على حقوق الملكية. وقد تم قبول الفرض

**الفرض الفرعي الثالث:** لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين عدد أعضاء مجلس الإدارة ومعدل العائد على المبيعات. وقد تم قبول الفرض

#### النتائج :-

١- تشير النتائج أن متوسط عدد أعضاء مجلس إدارة الشركة التي تدير الصناديق محل البحث حوالي ١٢ عضوا وهذا العدد جيد جدا وهذا يعبر أن مجلس الإدارة له تأثير قوي على أداء وقيمة الصندوق فمن المتوقع أن يساعد هذا على حل مشكلة الوكالة بين الإدارة والملاك.

٢- اعتماد الصندوق على مجلس إدارة واحد وهو المجلس التنفيذي لإدارتها .

٣- عدم توافر القدرة لدى المستثمرين من الأفراد للقيام بعمليات الرقابة والتأثير على إدارة الصندوق.

٤- لم نشر الشركات التي تدير الصناديق إلى هيكل الحوكمة في تقاريرها المالية.

٥- أن الممارسات العملية للشركة محل البحث مازالت إلى حد كبير بعيدة عن التطبيق السليم لمبادئ الحوكمة الموضوعة.

### التوصيات:-

- ١- زيادة الزام الصناديق الاستثمارية بتطبيق القوانين ذات الصلة بحوكمة الشركات .
- ٢- العمل على زيادة دراية المستثمر المصري بالقوانين التي تكفل له الحماية.
- ٣- يجب على هيئة الرقابة على سوق المال وضع قوانين الزامية لتطبيق قواعد الحوكمة وليست نشرات توعية لزيادة الحماية على حقوق المساهمين والمستثمرين.
- ٤- ضرورة سن قوانين تلزم الشركات المصرية بتوفير البيانات المالية الخاصة ، وبيانات بتشكيل مجلس الإدارة، وتشكيل الإدارة التنفيذية، نظرا لأهمية هذه البيانات وتأثيرها القوي على اتخاذ القرارات الاستثمارية.
- ٥- يجب على هيئة الرقابة على سوق المال العمل مع المنظمات العالمية ذات العلاقة لمعرفة كل جديد في قواعد الحوكمة و تلزم الشركات المصرية بتطبيق الحوكمة بشكل فعال ولما لها من تأثير إيجابي على أداء الشركة

### المراجع:-

(<sup>i</sup>) الحفناوي عبد العزيز شوقي، ٢٠٠٧، حوكمة الشركات ودورها في علاج أمراض الفكر والتطبيق المحاسبي، مجلة المحاسب، العدد ٣٠، مصر ص ٢٦ - ٢٨ .

(<sup>ii</sup>) د. عبد الناصر محمد سيد درويش، " دور الإفصاح المحاسبي في التطبيق الفعال لحوكمة الشركات - دراسة تحليلية ميدانية"، مجلة الدراسات المالية والتجارية، كلية التجارة فرع بني سويف - جامعة القاهرة، العدد الثاني، يوليو 2013، ص ص ٤١٩ - ٤٦٧ .

(<sup>iii</sup>) د. محمد أحمد إبراهيم خليل، "دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وإنعكاساتها على سوق الأوراق المالية - دراسة نظرية تطبيقية"، ٢٠١٤ .

(<sup>iv</sup>) د. أحمد عبد السلام أبو موسى، "الربط بين حوكمة تكنولوجيا المعلومات وتفعيل حوكمة الشركات: نموذج مقترح من سياق المحاسبة الإدارية" المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة - جامعة طنطا، المجلد الأول، العدد الثاني، 2015، ص ص: ٢ - ٥٨ .

(<sup>v</sup>) د. محمود يوسف الكاشف، " إطار مقترح لتحسين جودة حوكمة الشركات"، *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، كلية التجارة – جامعة المنصورة، المجلد الثاني والثلاثون، العدد الثاني، 2016، ص ص: ٦١ – ٩٨.

(<sup>vi</sup>) سامح محمد لطفى، *تحليل العلاقة بين وظيفتي المراجعة الداخلية والخارجية للقوائم المالية الربع سنوية لصناديق الاستثمار*، كلية التجارة، جامعة المنوفية، شبين الكوم، ٢٠٠٢، ص ١٤٦.

Cesari, Ricardo, Fabio, Panetta; The Performance Of Italian Equity Funds, *Journal Of Banking And Finance*, Vol.26 , 2002

Artiks.g. Panayiotis; Evaluation Of Equity Mutual Funds Operating In Greek Financial Marhet, *Managerial Finance*, Vol 28, No. 5, 2002, P,P.22-54.

(<sup>ix</sup>) آل خليفة إمام حامد، ٢٠٠٧، " *صناديق الاستثمار ومفهوم الحوكمة* " المؤتمر العربي الأول متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية - شرم الشيخ – جمهورية مصر العربية.