

## الفصل الثامن

### أنواع صناديق الإستثمار

تأسست فلسفة صناديق الإستثمار على إعتبارها كبديل للحواظف المدارة بطريقة مباشرة من المدخرين، وتقديم "محفظة كلية" مكونة من أسهم وسندات محلية ودولية. إلا أن تلك الفلسفة سرعان ما أخذت شكلاً آخر مع النجاح الهائل للصناديق، فأخذ الوسطاء الماليين يكيّفون تلك المحافظ للوفاء بحاجات خاصة بالمستثمرين سواء للحصول على مزايا ضريبية أو لتحسين نظام إدارة النقدية Treasury Management أو لإستخدام طرق حديثة في إدارة الأموال ... وهكذا يمكن القول أن الفلسفة الحالية تحولت إلى نقيض الفلسفة الأصلية، أو بالأدق أخذت بالمفهوم التسويقي : البحث عن رغبات المدخرين ومحاولة معرفة أفكارهم بحيث يمكن تكوين المحافظ الملائمة لهم .

ويمكن - بصفة عامة - تصنيف صناديق الإستثمار إلى الأنواع الرئيسية التالية :

- ١ - صناديق الاستثمار قصيرة الأجل .
- ٢ - صناديق الاستثمار متوسطة وطويلة الأجل .
- ٣ - الصناديق "المركبة" .
- ٤ - صناديق المضاربة .

وقبل تناول أنواع تلك الصناديق بالتفصيل، تجدر الإشارة إلى أن المدخر يقف حائراً إزاء تعدد تلك الأنواع والتي قد لا يسعفه كثيراً على فهمها توافر النشرات التوضيحية التي تصدرها الصناديق والتي تلتزمها بها الهيئة المشرفة على سوق المال .

وبصفة عامة يمكن القول أن هذه النشرات تشتمل على ما يلي :

(أ) الأهداف المالية لإدارة الصندوق :

- لا تخرج هذه الأهداف عن ما يلي :
- تنمية رأس المال المستثمر، بغض النظر عن العوائد السنوية .
- تنمية رأس المال المستثمر، مع تحقيق عوائد سنوية بحد أدنى .
- تحقيق عوائد سنوية (بغض النظر عن القوى الشرائية لرأس المال) .
- المحافظة على القوى الشرائية لرأس المال مع عوائد سنوية بحد أدنى.

(ب) نوع الأصول المالية المستثمر فيها الصندوق لتحقيق الأهداف السابقة :

تتراوح تلك الأصول بين الكلاسيكية (أسهم، سندات) وبين

الأصول المبتكرة Hybrids .

(ج) التخصص الجغرافي أو القطاعي للإستثمارات بالبورصة :

إن الإستثمارات التي تقوم بها الصناديق في بورصة الأوراق المالية تحتوى على أخطار معينة. والمستثمر يجب أن يضع نصب عينه دائماً القاعدة الذهبية للتعامل في البورصة : العائد المنتظر مقارنة بالخطر المقبول، وهو ما يعرف بعاملى العائد / الخطر (Risk return) / والذي يشار إليه بالمثل "There is no free lunch !" بمعنى أنه "لا توجد وجبة مجانية !".

ومن المهم التذكير بأن الأصول المالية فى مجال البورصات هي أصولاً تحمل أخطاراً طالما أن النتائج السنوية غالباً غير معلومة :

- الأسهم (بطبيعتها) .

- السندات طالما أنها تتعرض إلى خطر تقلبات سعر الفائدة، وإن كانت عوائدها تحقق بين ثلاثة وأربعة أضعاف العوائد السنوية التي تحققها توزيعات الأسهم .

- الأصول المالية الأجنبية التي تحمل بالإضافة إلى الأخطار الخاصة بها خطر تقلبات سعر الصرف وحيث أنه قد تتقلب النتائج الإيجابية المحققة إلى خسارة إذا ارتفعت العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية .

- العديد من الأصول المالية المبتكرة (مثل الأسهم ذات التوزيعات التفضيلية، السندات القابلة للتحويل ...) تحتوى بطبيعتها على خطراً وسطاً بين السهم والسند، ولذلك فغالباً ما تحقق تلك الأصول عائداً سنوياً أقل من الأصول التقليدية (السندات ذات الفائدة الثابتة تماماً) .

- وأما فيما يتعلق بعقود المستقبلات، عقود الخيارات، والأذون المضمونة Warrants فإن نتائجها المحتملة ترتقى فى الواقع بمستوى أخطارها والتي قد تصل إلى خسارة رأس المال المستثمر كاملاً فى حالات المضاربة .

ونتناول بالتفصيل فيما يلى أنواع صناديق الإستثمار :

أولاً : صناديق الإستثمار قصيرة الأجل :

يمكن تصنيف هذا النوع من الصناديق إلى ما يلى :

انتشر هذا النوع في العالم على صناديق النقد الأمريكية Money Market Mutual Funds التي هدفت إلى التغلب على القاعدة Q التي وضعت سقوفاً لمعدلات الودائع المصرفية وهو نفس الأمر الذي أخذ به الإستراتيجيون حين صعودهم إلى السلطة في فرنسا عام ١٩٨١ وتختلف أهداف تلك الصناديق من إدارة للأخرى، فنجد منها ما تهدف إلى تحقيق عائد يقارب العائد المحقق في سوق النقد عن الودائع قصيرة الأجل المعروفة بإسم Overnight. ولتحقيق ذلك تستثمر تلك الصناديق في أذون الخزانة الحكومية Treasury notes شهادات الإيداع Certificates of Deposit التي تصدرها المصارف، والأوراق التجارية التي تصدرها الشركات الكبرى Commercial papers .

ويوجد نوع آخر من الإدارة يستثمر في الأدوات السابقة بالإضافة إلى الإستثمار في السندات ذات المعدل الثابت أو المتغير. ومن الطبيعي أن يكون العائد المحقق في هذا النوع أعلى من سابقه بشرط أن تستثمر الأموال لمدة ستة أشهر على الأقل .

داخل هذا النوع أيضاً من الصناديق، يمكننا تمييز إدارة هجومية تستثمر في الأدوات السابقة مع قيام مدير الإستثمار بعمل توقعات لتقلبات أسعار الفائدة ومحاولة الإفادة من ذلك بالقيام بعمليات أكثر هجومية ولذلك فإن العوائد المحققة هنا يجب أن تتجاوز بين ٢/١ و ١% معدل الفائدة اليومي Overnight ولمدة استثمار لا تقل عن عام

ويلاحظ أن كثيراً من الإقتصاديين ورجال السياسة أخذوا يطالبون حديثاً بالحد من هذا النوع من صناديق الإستثمار باعتبار أن هذه الإستثمارات قصيرة الأجل لا تفيد في واقع الإقتصاد القومي .

#### أخطار الصناديق قصيرة الأجل :

رغم اعتقاد المدخرين بأن هذه الصناديق تشابه "دفتر توفير" مأمون ولكن بعائد أعلى من هذا الذي يحققه الدفتر، إلا أن الواقع أن هؤلاء المدخرين معرضين لخطرین أساسيين : خطر السيولة وخطر الضمان .

**خطر السيولة Liquidity risk :**

يعود هذا الخطر إلى النجاح نفسه الذى حققته تلك الصناديق. ففي حالة الإسترداد المكثف، فليس من المؤكد أن تتطابق قيمة التصفية **Net Asset Value** مع قيم بيع الأصول لعدم وجود سوق ثانوى متطور للديون المتداولة .

**أما خطر الضمان Collateral :**

فهو ممكن الحدوث فى حالة إفلاس المسئول عن الصندوق قبل الإستحقاق. بإستثناء الأصول المضمونة من الحكومة، فإن هذا الخطر يظل قائماً . ففي عام ١٩٩٠-١٩٩١ على سبيل المثال تحقق هذا الخطر مرتين : الأول مع إفلاس بنك الإستثمار الأمريكى **Drexel** والذى كان قد استثمر فيه بعض صناديق الإستثمار، والثانى حين أفلس إحدى الشركات الفرنسية (**Codec**) والمصدرة لشهادات خزانة كان قد استثمر فيها صندوق استثمار بنك سوسيتيه جنرال .

وتتمثل المشكلة هنا فى معرفة من يتحمل مسؤولية المدير السيئ لصندوق الإستثمار ، فى حالة بنك دريكسيل اتخذ مديرى صناديق الاستثمار قرار بتحمل الخسائر المترتبة على ذلك. وفى حالة كوديك فإن مسئولى صندوق سوسيتيه جنرال اتخذوا استراتيجية مغايرة تتمثل فى خفض مؤقت للعائد على صندوق الإستثمار لتحمل الخسائر المترتبة على إفلاس تلك الشركة .

وفى الواقع، يبدو أن وجهة النظر المقبولة هى تحمل صاحب الأموال لهذه الأخطار، مقابل حصوله على عائد أعلى من عوائد (صندوق التوفير) على غرار تحمله أخطار سعر الفائدة! وربما لهذا السبب تزايدت أهمية شركات التصنيف الإئتماني **Rating** التى سنتناولها فيما بعد .

**٢- الصناديق مضمونة الأداء :**

انتشرت فكرة هذه الصناديق فى العالم على غرار الصناديق الأمريكية المسماة "**Chicken Funds**". وقد جاءت فكرتها عقب إنهيار البورصات عامى ١٩٨٧، ١٩٩٠ إستجابة لرغبات المستثمرين الأقل جرأة والذين ليس لديهم ثقة أيضاً فى السندات .

## وتنقسم تلك الصناديق إلى :

- صناديق ذات أداء مضمون مؤكد، تحقق مزايا ضريبية لمستثمريها. إلا أنها أقل سيولة، وتضع قيوداً على حق الخروج قد يصل إلى ٥% .
- الصناديق الضامنة لعائد أدنى : وهي تضمن حداً أدنى للعائد ولا تحمل مشاكل سيولة حيث يسهل الخروج منها .

## ثانياً : صناديق الاستثمار متوسطة وطويلة الأجل :

يمكن تصنيف هذه الصناديق طبقاً لأساليب الإدارة المستخدمة إلى نوعين :

- ١ - صناديق الإدارة التقليدية .
- ٢ - صناديق الإدارة الكمية .

## ١ - صناديق الإدارة التقليدية :

يقصد بالصندوق "التقليدي" قيام مدير الاستثمار بإدارة محافظ الأوراق المالية بأساليب تقليدية. يختار الأوراق المالية التي يراها أكثر مطابقة لأهداف الإستثمار، ويقوم بالتالي بتعديل أوزان الفئات المختلفة في المحفظة طبقاً لتوقعاته لاتجاهات البورصة، لأسعار الفائدة وأسعار الصرف. أما أفق الاستثمار - متوسط وطويل الأجل - فيتراوح بين ثلاثة وخمسة أعوام على الأقل .

وتنقسم تلك الصناديق إلى :

## (أ) صناديق (الأسهم) :

- يمكن تقسيم تلك الصناديق بدورها إلى صناديق أسهم "محلية"، أسهم "منوعة دولياً"، أسهم "مقسمة جغرافياً"، وأسهم "مقسمة قطاعياً".
- الصناديق المحلية : تحقق تلك الصناديق للمدخرين مزايا ضريبية تخصصها الدولة لحث المدخرين على حيازة الأسهم المحلية وبهدف تمويل الشركات القومية وليس الأجنبية .
- الصناديق المنوعة دولياً : وتتكون من أسهم محلية ودولية لتسمح بأفضل عائد ممكن على أساس عاملي الخطر / العائد .
- الصناديق المقسمة جغرافياً : وتستثمر في سوق معين (دولة معينة) وتحمل بالتالي مخاطر هذه الدولة بالإضافة إلى أخطار الصرف، وتحقق عوائد أعلى من السابقة. أما المناطق الجغرافية الأكثر شيوعاً فهي : أوروبا، وأمريكا الشمالية والجنوبية، وآسيا، مع تركيز حديث

على الأسواق المنبثقة في تلك المناطق نظراً للعوائد المالية التي تحققها بورصاتها .

- الأسهم المقسمة قطاعياً : لا تخرج تلك الصناديق عن قطاعات ثلاث:
- صناديق استثمارات "عقارية" .
- صناديق استثمارات "الذهب" .
- صناديق "القيم التكنولوجية" .

## (ب) صناديق (السندات) :

تنقسم تلك الصناديق أيضاً إلى أربعة أنواع رئيسية :

- صناديق "سندات محلية" : وتركيبها تقليدي. وتحتوى على قرابة ٧٥% من السندات المحلية والباقي من سندات أجنبية، وتتفرع إلى :
  - صناديق ذات تفضيلات لتوزيعات العائد .
  - صناديق ذات تفضيلات لتنمية رأس المال .
- صناديق "سندات دولية" : وتعرض نوعين من محافظ الأوراق المالية:
  - محافظ متنوعة بين سندات محلية ودولية .
  - محافظ مكونة من سندات دولية فقط .
- الصناديق ذات العوائد الدورية : وتحقق تلك الصناديق ميزة تمكنها على وجه الخصوص من الحصول على عوائد بصفة منتظمة .
- صناديق "السندات الخاصة" : تنقسم إلى :
  - صناديق السندات من الدرجة الأولى، وتتكون من سندات حكومية ومضمونة منها .
  - صناديق السندات القابلة للتحويل إلى أسهم **Convertible Bond** وتهدف إلى الاستفادة من الميزة التي تحققها السندات القابلة للتحويل والتي ترتفع قيمتها مع ارتفاع قيم الأسهم .

## ٢ - صناديق الإدارة الكمية :

شهدت الثمانينات الثورة المالية المتمثلة في ظهور عقود المستقبلات والخيارات والتي أدت إلى تطوير الأساليب الكمية **Quantitative** في إدارة محافظ الأوراق المالية والتي تعتمد على استخدام الموديلات الرياضية والتي ترتبط أساساً "بالنظرية الحديثة للتمويل" **Modern Portfolio Theory** والتي كوفئ مؤسسها "هارى ماركوفيز" مع اثنين مع مجديها "وليم شارب" و"ميلر" بأول جائزة نوبل مخصصة لمنظري التمويل عام ١٩٩٠ .

وتنقسم تلك الأساليب حالياً إلى ثلاث أنواع :

#### ١ - صناديق الإدارة الكمية البحتة :

تهدف الإدارة الكمية - لسوق محدد - إلى تكوين محفظة أوراق مالية باستخدام موديل لاختيار الأوراق المالية **Selection** يطبق معايير (شراء / بيع **Buy / Sell**) معرفة تعريفاً تاماً .  
وتتمثل خطوات تكوين الموديل فيما يلي :

#### - تحديد مكونات الموديل :

تفترض الإدارة الكمية بكفاءة السوق **Efficient Market** على المدى المتوسط على الأقل. ويتم اختيار المكونات من الأوراق المالية الأكثر رسمة وسيولة وبما يضمن أن تعكس الأسعار الإتفاق العام للسوق طوال الوقت .

#### - قاعدة البيانات :

بمجرد تحديد مكونات الموديل، يتم تكوين قاعدة بيانات تاريخية (قد تجاوز الثلاثون عاماً) عن الأوراق المالية المحتوى عليها وتشتمل على : سعر الأوراق المالية، حجم العمليات، الأرباح، العوائد، معدل العائد على الإستثمار ... بالإضافة إلى تنبؤات الأرباح المعلنة بواسطة كل المحللين عن كل شركة. وكثيراً ما يعتمد النموذج على موديل **Arbitrage Pricing Model** .

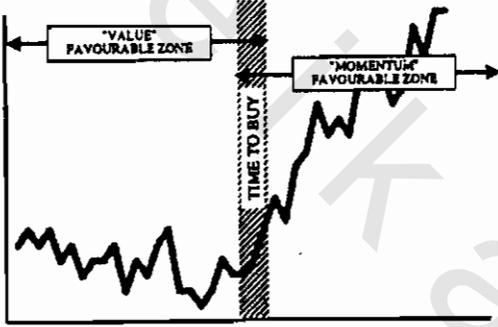
#### ✂ اختيار أفضل معيار لاتخاذ القرار :

يلى ذلك اختيار كفاءة كل معيار مستخدم في اختيار الأوراق المالية التي تحتوى عليها المحفظة وذلك لاختيار المعايير الأكثر تفسيراً لتحركات الأسعار. وغالباً ما يتم اختيار معيارين أساسيين، أحدهما معيار للتقييم **Cheapness Factor** والآخر للإتجاه **Timeliness Factor**. المعيار الأول يقيس مدى رخص الأصل المالى والذي ترمز إليه العوائد. أما معيار الإتجاه **Momentum** فيهدف إلى قياس اتجاه الأسعار فى السوق **Trend** ومراجعة توقعات الأرباح **Evaluation of Profitability forecasts** .

إن هذا الاختيار يقوم على الملاحظة المنطقية لنوعين من الإدارة :  
الإدارة التي تعتقد فى أن الأوراق المالية (الرخيصة) غالباً ما تحقق أداءً عالياً فى الأجل الطويل، ومع هذا فإن مديرى الإستثمار تحت هذا النوع من الإدارة يقومون بالشراء أو البيع الفورى، وبالتالي تتعرقل استراتيجيتهم بالمؤثرات قصيرة الأجل .

- الإدارة بالإتجاه : ويتبع تلك الإستراتيجية مديري الإستثمار الذين يتخذون قرارات الشراء والبيع على أساس اتجاهات أسعار الأوراق المالية وغالباً ما يحقق أداءهم نتائج طيبة على الأجل الطويل .

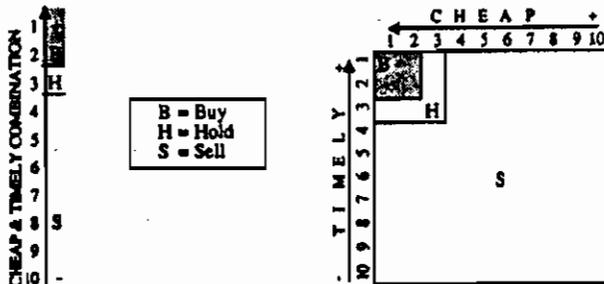
وهكذا فإن الموديل الكمي يعتمد على كلاً من هذين المدخلين (القيمة) و (الإتجاه) فى وقت واحد يسمح بتحقيق عائداً أفضل من متوسط العائد المحقق فى الإدارة التقليدية وبالتالي يساعد على شراء الأسهم (أو الأوراق المالية) الرخيصة فى اللحظة التى تقترب من التصحيح بمعرفة السوق :



\* ما أن يتم الموافقة على معيار الإختيار Selection يلى ذلك تحديد أفضل طريقة لاستخدامها لترتيب مكونات الموديل ولتكوين محفظة أوراق مالية يمكن أن تحقق - إحصائياً - أفضل أداء ممكن، ويمكن - فى هذه الخطوة - الخيار بين طريقتين :

- الطريقة المركبة : وتحتوى على معيارى "القيمة" و "الإتجاه" وتعتمد على الترتيب الخطى Linear Ranking .

- طريقة التقاطع Intersection : وتقوم على ترتيب كلاً من المعيارين على حدة وفصلهما، على أن يتم تقاطع الترتيبين وبما يترك بالمحفظة فقط المناطق العليا Upper Zones لكل قائمة :



طريقة المركبة

طريقة التقاطع

وتحت كل الأحوال فإن عمليات رياضية تتم لتحديد عدد من

المعايير لتشغيل الموديل :

- حجم منطقة "شراء" **Buy (B)** وتحدد عدد الأسهم المحتفظ بها في المحفظة (والتي تتراوح غالباً بين ٢٠ و ٥٠ أثناء الإختبار) .

- منطقة احتفاظ **Hold (H)** يتم استخدامها كحزام أمان، وتتكون من أسهم مختارة من قائمة منطقة "الشراء" والتي لا يبرر ترتيبها قرار بيعها. ويتم تخصيص هذه المنطقة لتخفيض معدل دوران المحفظة بدون تأثير سلبي على الأداء .

- يتم (ترجيح) أو (وزن) كل سهم داخل المحفظة سواء عن طريق الرسملة السوقية أو طبقاً لنوعية تصنيف قائمة الشراء .

- تكرار إعادة التوازن .

وأخيراً يتم تكوين محفظة نهائية تتراوح بين ٢٥ و ٣٠ سهماً معدل دورانها حوالي ٦٠% سنوياً ويتم إعادة توازنها شهرياً وإن كان تشغيل الموديل يتم على أساس أسبوعي لإمكانية المتابعة المستمرة .

## ٢- صناديق (المؤشرات) :

قد يكون من الطبيعي أن يحصل المدير المحترف لمحفظة أوراق مالية، يعمل طوال الوقت، وتحت يده الأدوات الحديثة (التحليل المالي، بنك المعلومات، برامج الكمبيوتر المتخصصة ...) على نتائج أعلى من تلك التي يحققها مؤشر البورصة. إلا أن الواقع العملي خلال الأعوام الثلاثين الأخيرة للإدارة الجماعية لصناديق الإستثمار (خاصة في الولايات المتحدة) أثبتت نتائج غير مشجعة في هذا الخصوص. فعلى مستوى العالم، فإنه بين ٦٠% و ٧٥% من مديري المحافظ ... هزمتهم مؤشرات البورصة! ... فقد أثبتت دراسة لجامعة نيويورك أنه عن فترة قدرها ثلاث أعوام، فإن ٣٥% من صناديق الإستثمار حققت نتائج أفضل من مؤشر البورصة. وعن فترة قدرها خمسة أعوام، فإن النسبة لم تتجاوز ١٨%، وعن عشرة أعوام هبطت إلى ٢%. وفي فرنسا، أثبتت دراسة قام بها بنك **Paribas** أن ٣ صناديق فقط من ٢٢ صندوقاً حققت أداءً أفضل من مؤشر البورصة .

ولهذا، ومع ابتكار عقود المستقبلات على مؤشرات البورصة، فإن عديداً من المستثمرين الأمريكيين أخذوا في تطبيق أساليب "الإدارة بالمؤشرات" وذلك بتكوين محفظة تماثل "المؤشر" وهذا ما يحقق وفرة كبيرة في تكاليف محافظ أوراق مالية خاصة، وقد سبق وتناولنا ذلك فيما سبق .

وتنقسم أساليب "الإدارة بالمؤشرات" إلى :

(أ) الإدارة (بالنقل) :

- اختيار مؤشر يخدم كمرجع لعملية الإدارة .
- ثم "نقل" هذا المؤشر داخل محفظة الأوراق المالية .

(ب) الإدارة (بالتنفوق) :

وذلك بالإستثمار المباشر في عقود المؤشرات المتاحة بالسوق ولكن مع محاولة "هزيمة" المؤشر بتحقيق أرباح فور تجديد المراكز الآجلة وبالإستفادة من عامل "الرافعة" Leverage الذي تحققه عقود الخيارات Options كما يمكن أيضاً استخدام أسلوب المراجعة Arbitrage بين البورصة وسوق المؤشرات .

(ج) الإدارة (ببرامج التقييم) :

تستخدم برامج خاصة تمكن من إنقاط الأوراق المالية التي "تتفوق" على الإتجاه العام للسوق، ومحاولة التنبؤ بأسعار الفوائد واتخاذ القرار المناسب (مضاعفة الأسهم المالية على حساب الأسهم الصناعية مثلاً في حالة إتجاه أسعار الفوائد نحو الإنخفاض ...) .

٣ - الصناديق للهالمؤمنة لله :

يؤخذ على صناديق المؤشرات أنها "تهبط" مع هبوط مؤشر البورصة. ومن هنا جاءت فكرة ابتكرها أستاذين جامعيين أمريكيين اعتماداً على نظرية "الخيارات" Option Theory وأسموها "تأمين المحافظ المالية" Portfolio Insurance .

ويهدف الصندوق "المؤمن" إلى ما يلي :

- الإستفادة من ارتفاع الأسهم في السوق .
- ولكن/ مع تقييد أى انخفاض محتمل بوضع "سقف" يحدد مقدماً أقصى هبوط مقبول .
- وذلك بتكاليف محددة مقدماً .

ويخضع هذا الهدف لقيود أساسية : أنه لا يصلح إلا لإستحقاق محدد وهو ما يفسر أنه في أوقات معينة فإن قيمة المحفظة تكون "تحت" السقف النهائي .

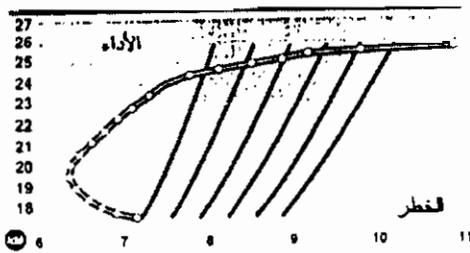
### ثالثاً : الصناديق المركبة :

ظهر هذا النوع حديثاً، ويتميز بتكوين محفظة "مركبة" من تقسيمات "معينة" هي : صناديق "الصناديق" :

### \* صناديق الصناديق :

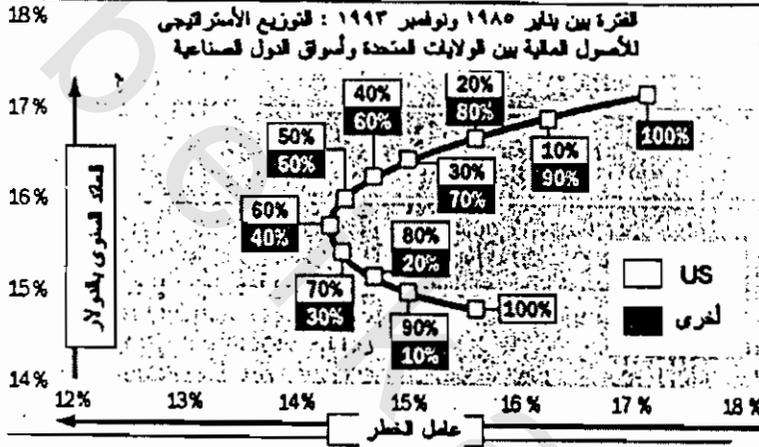
عند تناولنا لموضوع قياس نتائج صناديق الإستثمار سوف يتضح لنا أن لجوء المدخرين إلى محترفي إدارة محافظ الأوراق المالية هو قرار حكيم، ولكن الإختلاف بين أداء الصناديق وبعضها البعض أدى إلى التفكير في تركيب محافظ تحل فيها "أنصبة" من صناديق استثمار مختلفة محل الأسهم والسندات، ومن هنا جاء مفهوم "صناديق الصناديق" .

ويمثل دور مدير الإستثمار في اختيار الصناديق التي تحقق أعلى عائد داخل كل سوق - أو داخل كل نوع من الأصول المالية - من بين كل الصناديق الموجودة، والحصول بالتالي على ما يمكن تسميته : "صناديق سوپر" Super Funds . ويتميز هذا النوع بأنه يسمح بتنويع الأخطار وأساليب الإدارة وبتخفيض التقلبات البورصية اعتماداً على منحنى شارب / ماركوفيز الذي يحل العلاقة بين العائد (الأداء) والخطر ويثبت أن هناك ارتباط بين الأداء كما يوضح ذلك الشكل التالي :



ومن الشكل نلاحظ أنه يتجاوز حدا معيناً من الأداء، فإن نتيجة إضافية تتحقق على حساب تعاضم الخطر. وهكذا يمكن لمدير الإستثمار الإرتكاز على المنحنى لتعظيم إمكانيات تحقيق أرباح بقبول حد معين من الخطر. وسوف نعود إلى منحنى شارب بالتفصيل عند تحليلنا لقياس الأداء .

وبتطبيق منحني شارب على العائد والخطر للمستثمرين الأمريكيين، ويوضح الشكل التالي أن استثماراتهم خارج الولايات المتحدة منذ عام ١٩٨٥ وحتى نوفمبر ١٩٩٣ حققت عوائد أعلى من الإستثمارات في أدوات مالية أمريكية، وبالطبع فإن الخطر كان أكثر ارتفاعاً :



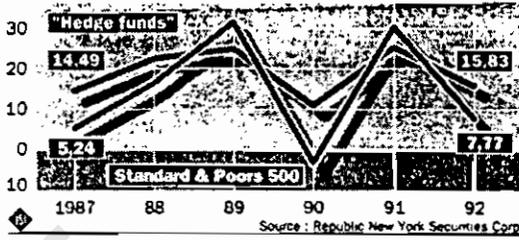
رابعاً : صناديق المضاربة :

(١) صناديق المضاربة في أسواق المستقبلية :

تطورت هذه الصناديق التي تستثمر في أسواق المستقبلية تطوراً هائلاً خلال الأعوام العشرة الأخيرة. وتتميز بأنها تحقق "سيولة" عالية للسوق، إلا أنها تخضع في نفس الوقت لقيود صارمة، منها :

- الإحتفاظ بـ ٥٠% على الأقل كأصول سائلة لمواجهة المارج وضمن حداً أدنى للأموال (أى السماح بخسارة نصف رأس المال على الأكثر!).
- منع الدعاية أو الإعلان عن هذا النوع من الإستثمارات .

ويشتهر من هذا النوع من الصناديق، الصناديق المعروفة باسم (صناديق التحوط أو التغطية) **Hedging Funds** والتي حققت خلال الأعوام الأخيرة أداءً إستثنائياً مقارنة بمؤشر السوق. ففي عام ١٩٨٧ مثلاً، في الوقت الذي حقق فيه مؤشر ستاندرد أند بور ٥٠٠ عائداً قدره ٥,٢٤%، حققت تلك الصناديق عائداً قدره ١٤,٤٩%. وفي عام ١٩٩٠ حققت أداءً قدره ١٠,٩٧% في الوقت الذي حقق فيه أداء الأسهم خسارة قدرها ٣,١٤%. والشكل التالي يوضح أداء تلك الصناديق منذ عام ١٩٨٧ :



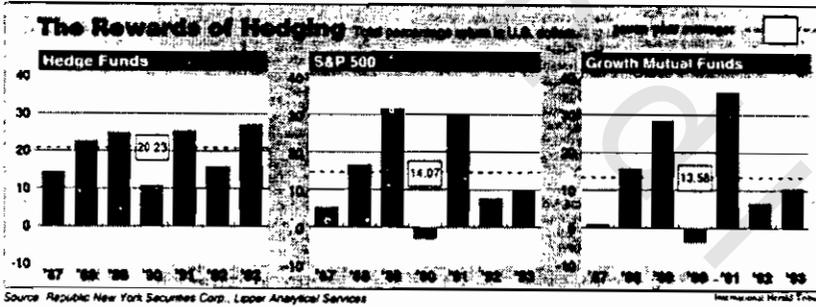
أما الشكل البياني التالي فيعقد مقارنة بين كل من :

- صناديق التحوط .
- مؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠ .
- وصناديق النمو (راجع المصطلحات) .

ونلاحظ من الشكل أن العائد المتوسط عن سبعة أعوام للأنواع

الثلاث كانت كما يلي :

- صناديق التحوط ٢٠,٢%
- مؤشر ستاندرد أند بورز ١٤,٠٧%
- وصناديق النمو ١٣,٥٨%



كما يبين الجدول التالي أشهر مديري الإستثمار في هذه الصناديق، حجم الأموال المدارة في يناير ١٩٩٣، والأداء المحقق لعام ١٩٩٢/١٩٩١، مع ملاحظة أن أحدث إحصائيات (مارس ١٩٩٤) تشير إلى أن حجم الأموال المدارة في هذا النوع من الصناديق بلغت ٥٠٠ مليار دولار ! .

مدير الصندوق	الصناديق	المبلغ المدارة	
		تتميز ١٢/٩١	الوحدة %
		١٩٩٢	(مليار دولار)
George Soros	Quantum Fund	3,723	68
	Quantum Emerging Growth	0,825	57
	Quasar International	1,097	56
	Quota Fund	0,585	37
	Total	6,230	
Julian Robertson	Jaguar Fund	1,890	23
	Tiger*	1,186	nd
	Puma I*	0,211	nd
	Puma II*	0,149	nd
	Partner*	0,214	nd
	Compte séparé	0,183	
Total	3,633		
Michael Steinhardt	SP International	0,985	52
	Steinhardt Overseas	0,525	créé en 1993
	Steinhardt Partners*	0,578	nd
	Institutional Partners*	0,635	nd
	Total	2,720	

ويجب التأكيد على أهمية هذا النوع من الصناديق. فالمضاربة في الأسواق الأجلة تفيد وتساعد على تحسين الدخل الفردي عن طريق إعادة تخصيص الثروات، كما تسمح للمستثمر بتوزيع ثروته في البورصة بوسيلة تسلك سلوكاً مختلفاً عن الأسهم والسندات .

#### (ب) صناديق منوعة :

ويبرز تحت هذا النوع "صناديق رأس مال المخاطر". ولا يعني نسبة هذا النوع إلى أن الأنواع الأخرى (بدون أخطار) أو أن هذا النوع يحمل أخطار أكثر من تلك الأنواع الأخرى، ولكن لأن هذه الصناديق تستثمر في مشروعات تحت التأسيس أو في تكنولوجيا حديثة الإكتشاف ... وبالتالي فإن مستقبل أداءها غالباً ما يكون احتمالياً. ومع هذا فإن الهدف من تلك الصناديق قد يأخذ شكل مساهمات في مشروعات صغيرة ذات احتمالات نمو كبيرة .