

تقييم تجربة استثمار أموال التأمينات الإجتماعية في مصر من خلال بورصة الأوراق المالية

د. سهير مغازي المسلمي

مدرس بقسم الرياضة والإحصاء والتأمين

أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

مقدمة الدراسة :

إن نظام التأمين الاجتماعي المصري يتبع في تمويله أسلوب التمويل الكامل وهو ما يعرف بأسلوب التراكم الرأسمالي ، وفيه يتم تحقيق التوازن المالي بين الموارد والنفقات من خلال اشتراكات يتحدد مستواها بما يكفي لتمويل نفقات المزايا المقررة للمؤمن عليهم منذ سريان النظام في شأنهم لأول مرة وحتى بلوغهم سن المعاش.

يساعد هذا الأسلوب على استقرار النظام التأميني ، و تدعيم الاقتصاد الوطني ، حيث يؤدي اتساع هذا الأسلوب في التمويل إلى تراكم احتياطيّات اكتوارية ضخمة تستثمر بهدف الحصول على ريع يساهم إلى جانب الاشتراكات في تمويل نفقات المزايا، وهذا خلافا لأسلوب الموازنة السنوية الذي فيه تتم الموازنة بين النفقات والإيرادات الفعلية سنويا، أو قد تمتد فترة السقوازن إلى عدة سنوات فيما يعرف بأسلوب الموازنة على فترات ، و هو أسلوب يناسب الدول ذات الاقتصاد القوي.

وقد بلغ رصيد المال الاحتياطي لنظام التأمينات الاجتماعية في ٢٠٠١/٦/٣٠ مبلغ ١٧١٥٦٤ مليون جنيه مصري منها ١٤٧٨٤٩ مليون جنيه رصيد الاستثمارات المالية في أوجه الاستثمار المختلفة أي بنسبة ٨٦,٢%^(١).

تعد هذه الأموال دينا لدى الحكومة يستحق لأصحاب المعاشات والمستحقين عنهم، وينتقل عبر الأجيال، ويزداد مع الزيادة السكانية من عام لآخر. حيث بلغت الزيادة في المال الاحتياطي لنظام التأمينات الاجتماعية بين عامي ٩٥/٩٦، ٢٠٠٠/٢٠٠١ مبلغ ٩١٢١٥ مليون جنيه بنسبة ١١٣,٥%، بينما بلغت الزيادة في الأرصدة المستثمرة من هذا المال الاحتياطي خلال نفس الفترة مبلغ ٧٢٩٤٢ مليون جنيه بنسبة ٩٧,٣٨%^(١).

تؤكد هذه الأرقام أهمية السياسة الاستثمارية لهذه الأموال، مما يستوجب اهتماماً كبيراً من جانب صانعي السياسة الاقتصادية في مصر.

حيث يجب أن يحقق الاستثمار الأمتل للمال الاحتياطي لأي نظام للتأمينات الاجتماعية العديد من الأهداف ، تتمثل فيما يلي:

- ١- الحفاظ على الأموال المستثمرة والبعد عن المضاربة (الضمان الأسمى).
- ٢- تنمية الأموال بما يحافظ على القيمة الحقيقية لها (الضمان الحقيقي).
- ٣- عدم التعرض للتقلبات السياسية والاقتصادية (الاستقرار).
- ٤- التنوع Diversification بما يساهم في تحقيق خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية للدولة، وكذلك يحقق استقرار العائد على الأموال Regular Receipt of Interest.
- ٥- تحقيق السيولة اللازمة دون التعرض لخسائر، للوفاء بالالتزامات في توقيتاتها (صرف المزايا للمتقدين)، وإن كان هذا الشرط له أهمية ضعيفة في ظل أسلوب التمويل الكامل، كما تحقق السيولة المناسبة القدرة على استغلال فرص ظهور أوجه استثمار جذابة في أي وقت.
- ٦- الربحية Profitability: حيث أن الحد الأدنى لمعدل العائد المعقول هو معدل الفائدة الفنى المستخدم فى الحسابات الاكتوارية للاشتراكات والمزايا، حتى يمكن تلافى العجز الاكتوارى، على ألا يقل متوسط العائد المحقق عن معدل الفائدة السائد فى السوق، ما لم تكن لذلك مبرراته.
- ٧- تحقيق أقصى فائدة اجتماعية واقتصادية مباشرة للمؤمن عليهم، مع عدم الإخلال بشرطى الضمان والعائد. ومن أمثلة ذلك الاستثمار فى مشروعات إنتاجية مدروسة وناجحة توفر فرصا للعمالة، والاستثمار فى مشروعات الإسكان للمؤمن عليهم، وهى

(١) تقارير إنجازات ونتائج أعمال وزارة التأمينات ٩٥/٩٦، ٢٠٠٠/٢٠٠١.

مشروعات طويلة الأجل ومضمونة العائد، مع نقص احتمالات الخسارة، حيث تضمن الوحدة السكنية سداد الأقساط.

٨- مشاركة إدارة نظام التأمينات الاجتماعية في توجيه الأموال المستثمرة.

مشكلة الدراسة:

إن معدل الاشتراك الشهري في نظم التأمينات الاجتماعية في مصر كنسبة من الأجور والمرتبات يصل إلى ٢٩% للعاملين بالجهاز الإداري للدولة والهيئات والمؤسسات العامة، ٣٣% للعاملين بقطاع الأعمال العام، ٣٥% للعاملين بالقطاع الخاص. يتضح تفصيل ذلك من الجدول الآتي:

جدول (١)

معدلات الاشتراك في نظم التأمينات الاجتماعية كنسبة من الأجور والمرتبات

ق.خ		ق.ع		العاملين بالجهاز الإداري للدولة		نسبة الاشتراك
رب العمل	العامل	رب العمل	العامل	حصة رب العمل	حصة العامل	
١٥%	١٠%	١٥%	١٠%	١٥%	١٠%	تأمين الشيخوخة والوفاء والعجز
٣%	-	٢%	-	١%	-	تأمين إصابة العمل
٤%	١%	٣%	١%	٢%	١%	تأمين المرض
٢%	-	٢%	-	-	-	تأمين البطالة
٣٥%		٣٣%		٢٩%		إجمالي الاشتراك

والمواقع أن هذا المعدل للاشتراكات يعد مرتفع نسبياً بالمقارنة بدول العالم الأخرى، وأيضاً بالنظر إلى مستويات الأجور والمرتبات السائدة في مصر.

وبالرغم من هذا الارتفاع النسبي لمعدلات الاشتراكات، إلا أن المزايا الممنوحة للمتقاعين والمستحقين تتدهور قيمتها باستمرار بانخفاض القيمة الحقيقية للنقود، ولم يتمكن النظام من تعويض المتقاعين عن خطر التضخم برغم التزام الحكومة بصرف زيادة سنوية في المعاشات بحد أدنى ١٠% اعتباراً من ١٩٨٧/٦ لمواجهة خطر التضخم.

هذا وقد أوضحت الدراسات الاكتوارية عدم استطاعة صناديق التأمينات (صندوقى العاملين بالحكومة، العاملين بقطاع الأعمال العام والقطاع الخاص) تحمل هذه الزيادة السنوية فى ظل السياسة الاستثمارية الحالية لأموال التأمينات، مما يؤدي إلى تراكم مديونية الخزنة العامة للدولة لهذه الصناديق.

ويرجع ذلك بصفة أساسية إلى استثمار معظم أموال التأمينات الاجتماعية فى أصول إسمية تحقق هدف الضمان الأسمى دون الضمان الحقيقى، حيث بلغ إجمالى المبالغ المحولة لبنك الاستثمار القومى والمستثمرة فى صكوك حكومية مختلفة نسبة ٩٤,٤% من إجمالى استثمارات الهيئة القومية للتأمين الاجتماعى فى عام ٢٠٠١/٢٠٠٠^(٢).

وقد اتخذ قرار فى أكتوبر ١٩٩٨ وبدأ تنفيذه باستثمار جزء من أموال التأمينات الاجتماعية فى الأسهم والسندات المقيدة والمتداولة فى بورصة الأوراق المالية المصرية، تلا ذلك اتخاذ قرار بالتوقف عن استثمار المزيد من هذه الأموال من خلال البورصة.

وفى هذا الخصوص يوجد اتجاهان، أحدهما يؤيد دخول أموال التأمينات الاجتماعية بورصة الأوراق المالية، ويستند هذا الرأى إلى أن الاستثمار فى الأوراق المالية يحقق أهداف الربحية والضمان الحقيقى بدرجة تفوق الاستثمار فى الودائع لدى البنوك والقروض لبنك الاستثمار القومى، على أن تتم إدارة الخطر بتنوع المحفظة، والبعد من المنافسة الشرسة، واختيار المشروعات ذات الاستمرارية و العائد المضمون ، وأن يتم دخول هذه الأموال إلى البورصة تدريجياً (على دفعات) ويتم تقييم النتائج عقب كل دفعة.

بينما يرى أصحاب الاتجاه الآخر ضرورة إبعاد أموال التأمينات الاجتماعية عن الاستثمار من خلال بورصة الأوراق المالية وقصرها على الاستثمارات عديمة المخاطر من سندات وأذون خزنة وودائع بالبنوك وعقارات.

وبناءً على ذلك تطرح الدراسة التساؤلات الرئيسية التالية:

- إلى أى مدى يمكن استثمار أموال التأمينات الاجتماعية من خلال بورصة الأوراق المالية؟

(٢) سيرد بيان ذلك تفصيلاً فى جزء لاحق من الدراسة.

- هل يعد الاستثمار بكفاءة فى الأوراق المالية حلاً لمشكلة انخفاض القيمة الحقيقية للمعاشات، ويخفف العبء السنوى الذى تتحمله الموازنة العامة للدولة فى زيادة المعاشات سنوياً لمواجهة التضخم؟
- وما هى ضوابط استثمار أموال التأمينات الاجتماعية من خلال بورصة الأوراق المالية؟

أهمية الدراسة:

تتبع أهمية هذه الدراسة من أمور عدة يمكن إجمالها فيما يلى:

- ١- تعد هذه الدراسة حديثة بالنسبة لموضوعها وذلك نظراً لحدائثة مشكلة الدراسة نفسها بالنسبة لمصر.
- ٢- تأخذ الدراسة أهميتها من أهمية موضوع استثمار أموال التأمينات الاجتماعية وانعكاس ذلك على أصحاب المعاشات والمستحقين عنهم، وعلى الاقتصاد القومى ومعدلات نموه. حيث تبلغ أصول صندوقى التأمينات الاجتماعية فى نهاية السنة المالية ٢٠٠٠/٢٠٠١ حوالى ١٧٤,٣ بليون جنيه^(١)، وهو ما يعادل ٤٦% من إجمالى الناتج المحلى لمصر فى نفس العام^(٢). كما تبلغ نسبة هذه الأصول إلى ودائع القطاع العائلى لدى البنوك لنفس العام ١٠,٥%^(٣).
- ٣- يؤكد أهمية هذه الدراسة أنه عند الفحص السابع للمركز المالى لصندوق التأمين الاجتماعى للقطاع الحكومى فى ١٩٨٧/٦/٣٠ باستخدام معدل فائدة ٦% (وهو متوسط ريع الاستثمار فى ذلك الحين) أظهرت المؤشرات الأولية وجود عجز فى احتياطي الصندوق يتجاوز بليون جنيه، وإزاء ضخامة العجز وعدم إمكان الخزائنة العامة تغطيته تمت دراسة الموقف مع وزير المالية وبنك الاستثمار القومى، وانتهت الدراسة إلى عدة توصيات لتلافي العجز تشمل فى مجملها رذع سعر الفائدة (سواء على صكوك الخزائنة

(١) تجميعى ميزانيتى صندوقى الهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية فى ٢٠٠١/٦/٣٠.

(٢) حيث يبلغ إجمالى الناتج المحلى لعام ٢٠٠١/٢٠٠٠ ٣٧٧٩٥٦,٦ مليون جم.

(٣) تبلغ ودائع القطاع العائلى بالعملة المحلية فى يوليو ٢٠٠١ ١٦٥,٤ بليون جنيه (المجلة الاقتصادية للبنك

المركزى المصرى، المجلد ٤١، العدد الأول، ٢٠٠٠/٢٠٠١).

أو الأرصدة المستثمرة لدى بنك الاستثمار القومي)، هذا بالإضافة إلى توصية هامة تنص على السماح لكل من هيئتي التأمين الاجتماعي (في ذلك الوقت) باستثمار جزء من فائض أموالها التي يتم تحويلها سنوياً إلى بنك الاستثمار القومي، وذلك في حدود ٢٥% من هذا الفائض، تتولى كل هيئة استثماره استثماراً حراً بما يحقق عائداً أفضل يسهم في تحسين احتياطياتها^(١).

وهذا بلا شك يؤكد أهمية ريع الاستثمار كمورد من الموارد المالية لنظام التأمين الاجتماعي.

٤- إنه مع تدنى العائد الذي تحققه أموال التأمين الاجتماعي في بنك الاستثمار القومي، ومع عدم إمكانية استغناء الدولة عن اقتراض هذه الأموال لاستخدامها في سد عجز الموازنة (وهو ما يعرف بالعجز الممول إخبارياً) ربما لأسباب منها انخفاض الموارد السيادية، والتهرب الضريبي، وارتفاع الدين العام. لهذه الأسباب تبدو أهمية دراسة جدوى استثمار جزء من أموال التأمينات الاجتماعية في الأوراق المالية بما يعوض تدنى العائد المحقق على ما يستثمر في بنك الاستثمار القومي.

٥- أنه بعد نقل تبعية بنك الاستثمار القومي من وزارة التخطيط إلى وزارة المالية، وتحويله إلى بنك استثماري تنموي متخصص، فإن أموال التأمينات و التي تعد وديعة لدى البنك يجب أن يحتسب لها عائد بسعر الفائدة السائد في السوق، حيث سيدير البنك هذه الأموال بأسلوب اقتصادي يضمن تحقيق ربحية مناسبة، و هو ما لا يتسنى في ظل الوضع الحالي، حيث يلتزم البنك باقراض الحكومة و تمويل مشروعات البنية الأساسية التي لا تدر ريعاً.

٦- إن تناقص دور بنك الاستثمار القومي في توفير التمويل المدعم لوحدات القطاع العام مع تحويلها إلى شركات خاصة تتعامل مع البنوك التجارية في إطار برنامج الخصخصة، يجعلنا نتوقع تغيراً ملحوظاً في السياسة الاستثمارية لأموال التأمينات مع مرحلة التحول الاقتصادي وما بعدها، مما يؤكد أهمية دراسة الاستثمار في الأوراق المالية.

(١) نجيب، سامي، مدى وضوابط استثمار أموال التأمين في أوراق مالية - أسهم وسندات وصكوك، دار

٧- دور أموال التأمينات فى تطوير كفاءة سوق الأوراق المالية:

أ - ما زالت الدعوة قائمة من جانب المسئولين عن البورصة المصرية إلى أهمية التوجه الأساسى للبورصة نحو السوق المحلى بتحفيز وتشجيع المستثمر المصرى على الاستثمار بالبورصة، حيث لا يمكن وجود سوق كفاء دون مستثمر محلى جيد، ولا بد من جذب المؤسسات القومية القوية للاستثمار بسوق الأوراق المالية، لدعم السوق وإحداث التوازن به، وكذلك تحقيق استقراره، والحد من الاعتماد على الأفراد فى التعاملات (حيث عادة ما تنتم تعاملاتهم بالعشوائية والميل إلى المضاربة).

ويؤكد هؤلاء على أهمية دخول أموال التأمينات الاجتماعية فى السوق علاوة على صناديق المعاشات الخاصة. وهو ما تدل عليه الخبرة الدولية فى معظم الأسواق المتطورة.

ب - توفير طلب جديد يسهم فى موجه من الانتعاش لحركة التداول فى سوق المال، مما يسهم فى زيادة حجم السيولة بالسوق، ومن ثم يساعد على الإسراع بتطوير كفاءة السوق^(*) وقدرتها على التخصيص الكفاء للموارد، ونمو المشروعات وبالتالي تحسين كفاءة المشروعات.

حتى أن البعض طالب بقيام بنك الاستثمار القومى بدور صانع السوق^(**) باستخدام أموال التأمينات الاجتماعية لتحقيق استقرار السوق (المستوى العام للأسعار ومعدلات التداول)، وذلك أسوة بما يحدث فى البورصات العالمية المتقدمة.

ج - الحرص على تحقيق عائد مستقر يعنى انخفاض المضاربة على الأوراق المالية، والضغط على السوق لتوفير مزيد من المعلومات، مما يسهم فى تحسين كفاءة التسعير.

(*) تتحقق كفاءة السوق بشرطين: كفاءة التسعير وتعنى توافر المعلومات ووصولها للمتعاملين بسرعة وبتكلفة منخفضة، وكفاءة التشغيل وتعنى قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تكاليف عالية للوسطاء.

(**) يقوم صانع السوق بالشراء فى أوقات ركود السوق وانخفاض الأسعار، كما يقوم بالبيع فى أوقات زيادة الطلب وارتفاع الأسعار.

٨- قام مشروع المعونة الفنية لدعم السياسات القطاعية تحت رعاية هيئة المعونة الأمريكية بإجراء دراسة لتحسين نظام التأمينات الاجتماعية في مصر^(١)، وتمثلت أهم نتائج هذه الدراسة في التوصية بضرورة ربط مدخرات المعاشات بسوق رأس المال^(٢٢٢)، وذلك بهدف تنشيط البورصة وإنجاح برنامج الخصخصة.

ويرى الباحث أنه قبل الاتجاه إلى الأخذ بهذه التوصيات فإنه لا بد من تقييم تجربة استثمار أموال التأمينات الاجتماعية من خلال بورصة الأوراق المالية أولاً.

أهداف الدراسة:

- تهدف الدراسة إلى تقييم تجربة استثمار جزء من أموال التأمينات الاجتماعية في سوق الأوراق المالية، خلال الفترة من أكتوبر ١٩٩٨ حتى نهاية يونيو ٢٠٠١. أي تقييم هذا الاقتراح الاستثماري طبقاً لما ينطوي عليه من مخاطر.
- كما تهدف الدراسة إلى تقييم القرار الخاص بالتوقف عن توجيه المزيد من أموال التأمينات الاجتماعية للاستثمار في أوراق مالية، وذلك باستخدام نموذج كمي (نموذج شارب لتقييم الاقتراحات الاستثمارية).
- يضاف إلى ذلك تقديم بعض التوصيات الخاصة بضوابط استثمار أموال التأمينات الاجتماعية من خلال بورصة الأوراق المالية.

مراجعة الدراسات السابقة:

في هذا الخصوص يهتم الباحث بمراجعة الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة، بهدف تحديد الفجوة البحثية التي يهتم الباحث بتغطيتها، ولكنه نظراً لحدثة موضوع الدراسة فإن الدراسات التي تناولته تعتبر محدودة للغاية.

أولاً: الدراسة التي أعدها مشروع المعونة الفنية لدعم السياسات القطاعية تحت رعاية هيئة المعونة الأمريكية^(١)

(١) Social Insurance System Assessment Activity under USAID's Technical Assistance for Policy Reform (TAPR) Project. 2000

(٢٢٢) سيتم تناول هذه الدراسة بشكل أكثر تفصيلاً في مراجعة الدراسات السابقة.

(١) المرجع السابق.

تهدف إلى تحسين نظام التأمينات الاجتماعية في مصر. وقد انتهت هذه الدراسة إلى اقتراح الانتقال من النظام الحالي الذي يقوم على أساس Pay as you go Defined Benefits System أى دفع الاشتراكات طول مدة الارتباط بالعمل مع نظام للمزايا المحددة إلى نظام متعدد المستويات Multi-Pillar System ، يشكل المستوى الأول منه نظام إجبارى عام يضمن حداً أدنى من المعاش للمتقاعدين، تضطلع به وزارة التأمينات الاجتماعية، ويمول من الإيرادات العامة للدولة أو باشتراكات على الأجور الأساسية فقط.

أما المستويان الثانى والثالث فهما وسيلة لربط أموال المعاشات بسوق رأس المال، حيث يمثل المستوى الثانى خططاً غير مركزية إجبارية شخصية محددة الاشتراكات

Decentralized, Mandatory, Personal, Defined - Contributions plans

يقوم مديرو هذه الخطط بالاستثمار فى أوراق مالية من خلال البورصة، أما المستوى الثالث (وهو الموجود حالياً فى صورة الصناديق الخاصة للمعاشات) فيتكون من خطط وظيفية اختيارية خاصة محددة المزايا Occupational, Voluntary, Defined-Benefits plans

ثانياً: دراسة الطاهرى^(٢)

وتهدف هذه الدراسة إلى تحليل وتقييم أساليب استثمار أموال الهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية. وقد اعتمد البحث فى التقييم الاقتصادى على مقارنة معدل العائد الذى يحققه كل وجه من أوجه الاستثمار بعائد الفرصة البديلة، باعتبار الفرصة البديلة هى الودائع لأجل بالبنوك التجارية. أما بخصوص التقييم الاجتماعى فقد اعتمد البحث فى تقييم الربحية الاجتماعية لاستثمارات التأمينات الاجتماعية على القيمة المضافة، والتي عرفها البحث بالفرق بين الموارد والاستخدامات ونسبتها إلى إجمالى الناتج المحلى.

وتعليقاً على ذلك يرى الباحث أن هذه الدراسة اعتمدت فى قياس أداء النشاط الاستثمارى على مقارنة ريع الاستثمار محل التقييم بالريع العام السائد فى السوق (ريع الودائع لأجل بالبنوك) وهذا المقياس يعيبه أنه يتجاهل المتغيرات الأخرى وعلى رأسها اختلاف درجات المخاطرة التى يتضمنها كل استثمار.

(٢) الطاهرى، منى السيد، تقييم اقتصادى لأساليب استثمارات التأمين الاجتماعى فى مصر، رسالة دكتوراه،

ثالثاً: دراسة مظهر^(١)

وتهدف هذه الدراسة إلى تحديد مدى تأثير متوسط عائد الاستثمار على أموال التأمينات الاجتماعية بالاستثمار في بورصة الأوراق المالية. وكذلك حساب تكلفة الفرصة الضائعة لعائد محفظة استثمارات التأمينات الاجتماعية. وقد اعتمد الباحث في قياس درجة خطورة محفظة الاستثمار على نموذج ماركويتز والذي يعتمد على حساب التغيرات Covariance لسنوات ٨٩/٩٠ حتى ٩٠/٩٨.

وقد أظهرت نتائج الدراسة أن متوسط درجة الخطورة خلال فترة الدراسة تبلغ ١,٦٠٠٩، وأن المقياس العام لمتوسط درجة الخطورة يأخذ اتجاهها تصاعدياً.

أما بخصوص تكلفة الفرصة البديلة، فقد توصلت الدراسة إلى نتيجة مؤداها أن الاستثمار في كل من بنك الاستثمار القومي، والودائع لأجل بالبنوك، والسندات الحكومية حقق فرصة بديلة موجبة. بينما الاستثمار في الأوراق المالية والمشروعات، وقروض استبدال المعاش، والصكوك الحكومية فقد حقق تكلفة فرصة بديلة سالبة (ضائعة)

وقد نشرت هذه الدراسة في أكتوبر ١٩٩٨، وهو نفس تاريخ بداية تجربة استثمار أموال التأمينات الاجتماعية من خلال بورصة الأوراق المالية، مما لا يمكن معه دراسة النتائج الفعلية للتجربة وتقييمها.

منهجية الدراسة:

أولاً: بيانات الدراسة:

اعتمدت الدراسة على بيانات ثانوية منشورة خاصة بتوزيع استثمارات التأمينات الاجتماعية على أوجه الاستثمار المختلفة، وتطور تلك الأرصدة خلال الخمس سنوات من ٩٦/٩٧ حتى ٢٠٠٠/٢٠٠١. وكذلك بيانات عن ريع الاستثمار المحقق في كل من أوجه الاستثمار المختلفة خلال نفس الفترة.

(١) مظهر، مصطفى كمال، أثر بورصة الأوراق المالية في إعادة هيكلة محفظة الاستثمار بالهيئة القومية للتأمين الاجتماعي، مجلة أفاق جديدة، كلية التجارة، جامعة المنوفية، أكتوبر ١٩٩٨.

بالإضافة إلى البيانات الخاصة بالمبالغ المستثمرة في أوراق مالية من خلال البورصة: والسى تتمثل فى القيمة السوقية لمحفظه أ.م لصندوقى الهيئة، ونتائج هذا الاستثمار (من كورونات عائد، وأرباح أو خسائر رأسمالية) خلال الفترة من أكتوبر ١٩٩٨ حتى نهاية يونيو ٢٠٠١. وهى بيانات ثانوية غير منشورة.

هذا بالاضافة إلى بيانات ثانوية منشورة عن معدلات العائد على أنون الخزانه خلال فترة الدراسة.

ثانياً: مصادر البيانات:

أ بالنسبة للبيانات المنشورة الخاصة باستثمارات الهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية ، تم الاعتماد على تقارير إنجازات ونتائج أعمال الهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية عن أعوام ٩٧/٩٦ حتى ٢٠٠١/٢٠٠٠.

ب البيانات الثانوية غير المنشورة الخاصة باستثمارات الهيئة فى الأوراق المالية تم الحصول عليها من وحدة الحاسب الألى بالهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية.

ج - البيانات الخاصة بالعائد على انون الخزانه : النشرة الشهرية لبورصتى القاهرة و الاسكندرية ، عدة أعداد.

ثالثاً: فترة الدراسة:

تم استخدام البيانات الخاصة بخمس سنوات من ٩٧/٩٦ حتى ٢٠٠١/٢٠٠٠، حيث أن أول قرار بالاستثمار فى البورصة كان فى أكتوبر ٩٨، لذلك فإن هذه الفترة تنقسم إلى سنتين قبل بداية هذه التجربة وثلاث سنوات بعدها مما يمكننا من المقارنة.

النموذج الكمي المستخدم فى تقييم استثمار أموال التأمينات فى الأوراق المالية:

عند تقييم الاقتراحات الاستثمارية يمكن استخدام دليل الربحية Profitability Index أو معدل العائد الداخلى Internal Rate of Return، ولكنها طرق لا تأخذ عنصر المخاطرة فى الاعتبار.

لذلك تعتمد الدراسة فى تقييمها على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) Capital Asset Pricing Model الذى قدمه شارب عام ١٩٦٤ لاستخدامه كأساس لتقييم الاستثمار فى الأوراق المالية.

حيث يزودنا هذا النموذج بالحد الأدنى للعائد الذي ينبغي أن يحققه الاقتراح الاستثماري حتى يعوض المستثمر عن المخاطر التي لا يمكن تجنبها Unavoidable Risks ، وهي المخاطر المنتظمة أو العامة Systematic Risks ، وهي المخاطر التي تصيب السوق بصفة عامة، لأنها تتعلق بالاقتصاد القومي ككل، ومن ثم لا يمكن تجنبها بالتنوع. وتؤدي هذه الأخطار إلى قلب العائد المتوقع لكافة الاستثمارات القائمة أو المقترحة في كافة المنشآت، ومن أمثلتها مخاطر تغيير أسعار الفائدة، ومخاطر تغيير القوة الشرائية للنقود، ومخاطر الدورات التجارية Business Cycles ، ومخاطر السوق.

أما الأخطار غير المنتظمة Unsystematic Risk ، أو الأخطار الخاصة فهي التي يترتب عليها تقلبات في العائد المتوقع للاستثمارات القائمة أو المقترحة لمنشأة أو صناعة بعينها، مثل مخاطر الصناعة أو مخاطر الدورات التجارية الخاصة أو مخاطر الإدارة، وهذه المخاطر لا توجد حاجة لتعويض المستثمر عنها حيث يمكنه تجنبها عن طريق تنوع الاستثمارات في محفظة أم. Diversification .

ولقياس مستوى كفاءة المحفظة باستخدام مقياس شارب تستخدم المعادلة التالية:

$$\text{Sharp Index} = \frac{R_p - R_F}{\sigma_p}$$

حيث:

R_p : هو متوسط معدل العائد الفعلي للمحفظة (Portfolio) خلال فترة الدراسة

R_F : متوسط معدل العائد للاستثمار الخالي من المخاطر Free of Risk Investment

والاستثمار الخالي من المخاطر المستخدم هو أذون الخزانة Treasury Bills

σ_p : الانحراف المعياري لعوائد المحفظة

ولحساب R_p تستخدم المعادلة التالية:

$$R_p = \frac{(V_1 - V_0) + D}{V_0}$$

حيث:

V_1 : القيمة السوقية للمحفظة في نهاية فترة التقييم

V_0 : القيمة السوقية للمحفظة في بداية فترة التقييم

D : كوبونات الأرباح الموزعة خلال الفترة Dividends

وسوف يتم تقسيم فترة الدراسة إلى فترات فرعية طول كل منها حوالي ٣ شهور وحساب معدل العائد الفعلي للمحفظة عن كل فترة ثم حساب متوسط معدل العائد للفترة كلها وكذلك الانحراف المعياري.

ويتميز مقياس شارب بأنه مقياس مختصر لقياس أداء محفظة الاستثمارات، ويعتمد على ربط أداء المحفظة بالمخاطر الاستثمارية المصاحبة لها والمقاسة بالانحراف المعياري لعوائد المحفظة. أي أنه يتم المقارنة بين العائد الزائد الذي تحققه المحفظة عن عائد الاستثمار الخالي من الخطر وبين مخاطر الاستثمار للمحفظة، لإظهار نصيب وحدة الخطر من العائد الزائد كمؤشر لقياس كفاءة المحفظة. وكلما زاد هذا النصيب كلما دل على ارتفاع مستوى كفاءة المحفظة .

رابعاً: محددات الدراسة:

- ١- آخر تقرير إنجازات ونتائج أعمال للهيئة القومية للتأمين الاجتماعي تم نشره حتى تاريخ انجاز هذه الدراسة هو الخاص بعام ٢٠٠٠/٢٠٠١ .
- ٢- مبالغ الاستثمار في أوراق مالية ومشروعات كما تظهر في تقارير إنجازات الهيئة السنوية لا يتم فيها الفصل بين المبالغ المستثمرة في أوراق مالية من خلال البورصة وتلك التي تمثل المساهمة في مشروعات استثمارية قديمة (قبل أكتوبر ١٩٩٨). وكذلك ريع الاستثمار الناتج عن هذا البند (فيما عدا السنة الأخيرة ٢٠٠٠/٢٠٠١).
- ٣- مدى كفاية الفترة من بدء الاستثمار في البورصة حتى تاريخ آخر بيانات متاحة.
- ٤- صعوبة الحصول على البيانات غير المنشورة الخاصة بمحفظة استثمارات الهيئة في الأوراق المالية ، سواء القيمة السوقية للمحفظة على فترات دورية ، أو كوبونات العائد خلال تلك الفترات ، أو الأرباح و الخسائر الرأسمالية المحققة عن نفس الفترات.
- ٥- هناك اعتبارات سياسية واجتماعية تضاف إلى النظرة الفنية عند إجراء التقييم لقرار الاستثمار من خلال بورصة الأوراق المالية.

دراسة السياسة الاستثمارية للهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية

سوف يتم في هذا الجزء من الدراسة رسم صورة فعلية لمعالم السياسة الاستثمارية للهيئة ، و نتائج هذه السياسة خلال فترة الدراسة.

أولا : معالم السياسة الاستثمارية:

إذا انتقلنا من أهداف السياسة الاستثمارية لأموال التأمينات الاجتماعية بصفة عامة (والتى تم إيضاحها فى مقدمة الدراسة) إلى معالم السياسة الفعلية لاستثمار أموال صندوقى التأمين الاجتماعى فى مصر (صندوق العاملين بالقطاع الحكومى، وصندوق العاملين بقطاع الأعمال العام والخاص) فإنه يمكننا رصد المعالم التالية:

١- لم يكن للهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية دور فى توجيه استثماراتها، وتقوم فقط بأداء الخدمة التأمينية، حتى صدر القرار الوزارى رقم ٨ لسنة ١٩٩٨ والخاص بإنشاء اللجنة الفنية للاستثمار برئاسة وزير التأمينات.

وبالمقارنة بالدول المتقدمة فى هذا المجال، فإن استثمار أموال التأمينات يتم عن طريق مجلس إدارة الهيئة، الذى يضم متخصصين فى الاستثمار إلى جانب ممثلين للمؤمن عليهم.

٢- تتوزع استثمارات الهيئة بين أوجه الاستثمار التي يوضحها الجدول التالي:

جدول (٢)

توزيع استثمارات أموال صندوق التأمينات الاجتماعية والأهمية النسبية

لكل من أوجه الاستثمار بين عامي ٩٧/٩٦ ، ٩٩/٢٠٠٠

(بالمليون جنيه)

٢٠٠٠/٩٩		١٩٩٧/٩٦		أوجه الاستثمار
%	المبلغ	%	المبلغ	
٩٢,٢٢	١١٩٨٣٦,٨	٩٠,٩٥	٧٩٣٥٥,٣	مبالغ محولة لبنك الاستثمار القومي وفوائدها
٢,٤٧	٣٢١٠,٣	٣,٨١	٣٣٢٤,٨	صكوك حكومية مختلفة (طرف الخزانة العامة والمحافظات وأنون الخزانة العامة وسندات التنمية الدولارية)
٩٤,٦٩	١٢٣٠٤٧,١	٩٤,٧٦	٨٢٦٨٠,١	المستثمر لدى الخزانة العامة وبنك الاستثمار
١,٠٩	١٤١٤,٨	٠,٠٧٧	٦٧,١	أوراق مالية ومشروعات استثمارية
٤,٠٩	٥٣١٧,٧	٤,٩٦	٤٣٢٧,٤	ودائع لأجل بالبنوك المحلية
٠,١٣	١٧١,٢	٠,٢	١٧١,٩	القيمة الحالية لأقساط الاستبدال والمدة السابقة
١٠٠	١٢٩٩٥٠,٨	١٠٠	٨٧٢٤٦,٥	الإجمالي

المصدر: تقارير إنجازات ونتائج أعمال وزارة التأمينات عامي ٩٧/٩٨ ، ٩٩/٢٠٠٠.

• تم استهلاك أنون للخزانة العامة بمبلغ بلون جنيه في هذا العام.

جدول (٣)

توزيع استثمارات أموال صندوقى التأمينات الاجتماعية والأهمية النسبية
لكل من أوجه الاستثمار عام ٢٠٠٠/٢٠٠١

(بالألف جنيهه)

%	المبلغ	أوجه الاستثمار
٩٢,٢٢	١٣٦٣٣٩٥٣٧	مبالغ محولة لبنك الاستثمار القومى وفوائدها
٢,٠٥	٣٠٢٨٧٧٠	صكوك طرف الخزانة العامة والمحافظات
٠,١١	١٦٨٢٤١	سندات حكومية وأذون على الخزانة العامة بالعملة المحلية
٠,٠٥	٦٩٤٥٥	سندات حكومية بالعملة الأجنبية
٩٤,٤٣	١٣٩٦٠٦٠٠٣	المستثمر لدى الخزانة العامة وبنك الاستثمار
٠,٧	١٠٣٦٦٥١	أوراق مالية ومشروعات استثمارية (*)
٠,٢٤	٣٦٣٤٩٧	محافظ أوراق مالية
٠,٩٤	١٤٠٠١٤٨	المستثمر فى أ. م ومشروعات
٠,١٣	١٨٦٩٤٣	ق. ح لأقساط الاستبدال
٤,٥	٦٦٥٤٧٠٢	ودائع لأجل بالبنوك (محلية وأجنبية)
١٠٠	١٤٧٨٤٧٧٩٦	الإجمالى

المصدر: تجميعى ميزانيتى صندوقى الهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية فى ٢٠٠١/٦/٣٠.

يلاحظ أنه تم فى هذه الميزانية الفصل بين مبالغ الاستثمار فى أوراق مالية ومشروعات وبين محافظ أ. م ، وكذلك بين السندات الحكومية بالعملة المحلية وتلك بالعملة الأجنبية. وهو ما استوجب فصلها فى جدول خاص.

٣- يلاحظ من الأرقام الواردة بالجدولين السابقين أن معظم أموال الهيئة يتم تحويلها إلى بنك الاستثمار القومى، وبإضافة الصكوك الحكومية المختلفة تبلغ نسبة المستثمر لدى الخزانة العامة وبنك الاستثمار حوالى ٩٤,٥%. ولم تختلف النسبة تقريباً بين سنوات المقارنة ، رغم زيادة المبالغ الإجمالية المستثمرة بنسبة ٦٩,٤٦% بين عامى المقارنة (٩٧/٩٦) ، (٢٠٠١/٢٠٠٠).

(*) تتمثل فى أسهم شركات وبنوك، سندات أجنبية. سندات حكومية

وتعليقاً على انخفاض نسبة الاستثمار فى الصكوك الحكومية المختلفة قد يرجع إلى التخوف من زيادة الدين العام، ولكن يرد على ذلك بأن استثمارات التأمينات الاجتماعية ذات طبيعة طويلة الأجل ومن ثم يمكن توزيع استهلاك هذه الصكوك على سنوات طويلة.

أما استثمار معظم الأموال عن طريق بنك الاستثمار القومى فإن ذلك يحقق أهداف المساهمة فى تمويل خطط التنمية، بالرغم من تناقص دور بنك الاستثمار فى توفير التمويل المدعم لوحدات القطاع العام بعد خصصتها. كما يحقق هدف انتظام العائد بشرط مراعاة ربط سعر الفائدة الذى يمنحه البنك بسعر الفائدة السائد فى السوق المحلى. بالإضافة إلى تحقيق هدف ضمان الدولة لتلك الأموال، ولكنه ضمان أسمى دون الضمان الحقيقى، بالإضافة إلى عدم وجود أصول فى ميزانية البنك مقابل هذه الاستثمارات، ومن ثم مدى القدرة المالية للبنك على سداد هذه القروض للهيئة، خاصة عند ظهور عجز فى موازنة صندوقى التأمين الاجتماعى، وهو أمر متوقع فى القرن الحادى والعشرين^(١).

وهذا يعنى تحمل الخزنة العامة للدولة لهذه الأموال، وفى ذلك عودة للوراء، حيث كانت اشتركات التأمين تدخل ضمن إيرادات الدولة، وتعد المعاشات المنصرفة ضمن النفقات العامة، وذلك قبل المناداة بإنشاء الصناديق المستقلة لأموال المعاشات. وهذا يؤكد ضرورة الإفصاح عن الموازنة العامة للدولة وعلاقة بنك الاستثمار القومى بها.

وعلى أية حال، فإن نسبة الاستثمار لدى بنك الاستثمار القومى والخزنة العامة تدل على أن حرية الهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية فى رسم سياستها الاستثمارية محدودة للغاية فى شريحة لا تتجاوز ٦% من جملة استثماراتها.

٤- المبالغ المستثمرة فى ودائع لأجل بالبنوك المحلية هى عبارة عن ودائع قصيرة الأجل تجدد كل ثلاثة شهور، وكذلك أوراق مالية حكومية قصيرة الأجل، وتهدف إلى توفير السيولة اللازمة عند الحاجة إليها، مثل عجز الاشتراكات السنوية عن تغطية كافة المزايا خلال السنة، أو المزايا الغير مخطط لها مسبقاً مثل المعاش المبكر الذى صاحب برنامج الخصخصة. هذا بالإضافة إلى توفير السيولة اللازمة لاستغلال أية فرص استثمارية جيدة تظهر فى أى وقت.

٥- يلاحظ أنه باستثناء النسبة البسيطة جداً (١%) المستثمرة فى أوراق مالية ومشروعات، فإن الاستثمارات الأخرى كلها تمثل أصولاً اسمية تحقق هدف الضمان الأسمى دون

(١) تقرير TAPR، مرجع سبق ذكره، ص ٧٩.

الحقيقى، وهو ما يؤثر على القيمة الحقيقية للمعاشات، ويحتاج إلى تمويل إضافى من جانب الدولة كلما احتجنا إلى زيادة المعاشات لمواجهة التضخم.

و بمقارنة هذا التوزيع لاستثمار أموال التأمينات فى مصر بتخصيص الأصول المالية لأموال صناديق المعاشات فى أهم الأسواق الأوربية ، و الذى يتضح فى جدول (٤) التالى:

جدول رقم (٤): تخصيص الأصول المالية لأموال صناديق المعاشك في أهم الأسواق الأوروبية (عام ٢٠٠٠)

(١١) إجمالي الاستثمارات (٩) + (٨) + (٧) + (٤) + (١) + (١٠) %	(١٠) إجمالي السندات (٣) + (٤) + (٦) + (١٠) %	(٩) إجمالي الأسهم (٥) + (٦) + (١) %	(٨) التقفية/ وغيرها %	(٧) الطائرات %	(٦) سندات أجنبية %	(٥) أسهم أجنبية %	(٤) منقطة أوروبا في السندات في %	(٣) السندات داخل الدولة %	(٢) منقطة أوروبا في الأسهم في %	(١) الأسهم داخل الدولة	البلد	م
١٠٠	٦٦,٠	٣٣,٠	٠,٥	٠,٥	١٢,٠	٢٠,٠	-	٥٤,٠	-	١٣,٠	النمسا	١
١٠٠	٣٣,٠	٥٣,٠	٩,٦	٤,٤	١٨,٣	٤٢,٨	-	١٤,٧	-	١٠,٢	بلجيكا	٢
١٠٠	٥٢,٤	٣٧,٥	٢,١	٦,٠	٢,٩	٢٠,٥	-	٥٠,٥	-	١٧,٠	البنما	٣
١٠٠	٧٥,٠	١٤,٠	٣,٠	٨,٠	١,٠	٢,٠	١٦,٠	٥٨,٠	٢,٠	١٠,٠	فنلندا	٤
١٠٠	٥١,٦	١٣,١	٥٣٣,٤	١,٩	٠	٠,٦	٢٤,٨	٢٦,٨	٧,٥	٥,٠	فرنسا	٥
١٠٠	٣٩,٦	٣٥,٩	١٨,٤	٦,١	٠,٤	١٦,٣	٣٨,٨	٠,٤	١٠,٢	٩,٤	ألمانيا	٦
١٠٠	٢٠,٥	٧٠,٥	٣,٥	٥,٥	٢,٤	٣٧,٠	١٠,٢	٧,٩	١٤,٩	١٨,٦	أيرلندا	٧
١٠٠	٤٧,٠	٧,٠	١,٠	٤٥,٠	٩,٤	١,٤	٠,٤	٣٧,٢	٠,١	٥,٥	إيطاليا	٨
١٠٠	٤٨,٢	٤٣,٩	٢,٦	٥,٣	١٧,٨	٥٢٩,٣	-	٣٠,٤	-	١٤,٦	هولندا	٩
-	٤٦,٠	٥١,٠	٨,٠	١٢,٠	١٩,٠	٢٢,٠	-	٢٧,٠	١٧,٠	١٢,٠	النرويج	١٠
٩٧,٩	٥٨,٠	٢٩,٩	٨,٠	٢,٠	٤,٠	٦,٠	-	٥٤,٠	١٤,٩	٩,٠	البرتغال	١١
٨٥,١	٤٢,٨	٢٠,٨	٢,٠	١,٤	١,١	١٠,٢	١٠,٠	٣١,٧	-	١٠,٦	أستراليا	١٢
١٠٠	٥٤,٠	٤٠,٠	٢,٠	٤,٠	١٣,٠	١٦,٠	-	٤١,٠	-	٢٤,٠	السويد	١٣
١٠٠	٣٣,٠	٣١,٠	١٢,٠	٢٤,٠	١١,٠	١١,٠	-	٢٢,٠	-	٢٠	سويسرا	١٤
١٠٠	١٦,٠	٧٥,٩	٥,٧	٢,٤	٧,٩	٢٣,١	-	٨,١	-	٥٢,٨	المملكة المتحدة	١٥
	%٤٥,٦	%٣٧	%١١,٤	%٨,٦							المتوسط	

* تتضمن الاستثمارات غير التقفية قصيرة الأجل

* تتضمن منطقة أوروبا

Source: William M Mercer, European Pension Fund Managers' Guide 2001 published in the Financial Times Surveys, Pension Fund Investment, (<http://Surveys.ft.com/pensioninvestment2001/>)

من الجدول يلاحظ أنه في المتوسط تبلغ نسبة الاستثمار في الأسهم (سواء داخل الدولة أو أسهم في منطقة أوربا أو أسهم أجنبية أخرى) ٣٧% من جملة استثمارات هذه الصناديق في أهم الأسواق الأوروبية، أما السندات فيبلغ متوسط الاستثمار فيها ٤٥,٦% من جملة

استثمارات الصناديق. يوضح الجدول التالي الأهمية النسبية للاستثمارات المالية لصندوقى التأمين الاجتماعى كنسبة من إجمالى الأصول فى ميزانية الصندوقين.

جدول (٤)

نسبة استثمارات صندوقى الهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية إلى إجمالى الأصول

السنة المالية	نسبة الاستثمارات إلى إجمالى الأصول
٩٧/٩٦	%٩٠,١٥
٩٨/٩٧	%٨٨,٢١
٩٩/٩٨	%٨٦,١٦
٢٠٠٠/٩٩	%٨٥,٠٤
٢٠٠١/٢٠٠٠	%٨٤,٨٠

مصدر: مجموع ميزاننى صندوقى الهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية، تقرير إنجازات ونتائج أعمال لجنة التأمينات الاجتماعية، عدة أعداد

يوضح هذه النسب أن استثمارات الهيئة تشكل الجزء الأكبر من أصولها، والباقى فى الأصول الثابتة، والمدينون والحسابات المدينة، والنقدية بالصندوق والبنوك.

يوضح الجدول التالى نسبة الاستثمارات المالية إلى رصيد المال الاحتياطى فى ميزانية صندوقى الهيئة.

جدول (٥)

نسبة الاستثمارات إلى رصيد المال الاحتياطى لصندوقى التأمين الاجتماعى

السنة المالية	نسبة الاستثمارات إلى رصيد المال الاحتياطى
٩٧/٩٦	%٩١,٧
٩٨/٩٧	%٨٩,١
٩٩/٩٨	%٨٧,٦
٢٠٠٠/٩٩	%٨٦,٥
٢٠٠١/٢٠٠٠	%٨٦,٢

مصدر: مجموع ميزاننى صندوقى الهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية، تقرير إنجازات ونتائج أعمال لجنة التأمينات الاجتماعية، عدة أعداد

توضح هذه النسب أن الاستثمارات المالية تقترب في حجمها من حجم المال الاحتياطي، بما يعنى أن معظم المال الاحتياطي يتم استثماره، وهو ما يؤدي إلى التراكم المالي ونمو الاستثمارات.

ثانياً : نتائج السياسة الاستثمارية

وفي هذا المقام يهمننا دراسة الربح المتحقق من كل وجه من أوجه الاستثمار المختلفة، ومعدلاته، وتطور هذه المعدلات على مدى سنوات الدراسة ، والأهمية النسبية لربح الاستثمار كأحد موارد الهيئة.

I- بنك الاستثمار القومي:

يتم تحديد نسبة العائد التي يلتزم بنك الاستثمار القومي بأدائها سنوياً على أموال التأمينات المودعة لديه باتفاق يتم سنوياً بين وزير التأمينات وممثل البنك، مع مراعاة سعر الفائدة المعلن من البنك المركزي، ويحد أدنى المعدل الفني المستخدم أكتوارياً في حساب المزايا التأمينية.

وقد بلغت نسبة العائد على أموال التأمينات الاجتماعية المحولة لبنك الاستثمار القومي ٦% سنوياً على الودائع السابقة على ١٩٨٩/٧/١ باستثناء تلك الخاصة باشتراكات الأجر المتغير المستحدث في ١٩٨٤/٤/١ والتي تحتسب فوائدها بمعدل ٨%.

وقد تدرج معدل ربح الاستثمار على الأموال المحولة لبنك الاستثمار القومي كما يوضحه الجدول التالي، (لكل من الأجرين الأساسى والمتغير).

جدول (٦)

معدلات الفائدة على استثمارات التأمينات الاجتماعية لدى بنك الاستثمار القومي

معدل الفائدة	بدء استخدامه
٨%	اعتباراً من ١٩٨٩/٧/١
٩%	٩٠/٧/١
١١%	٩١/٧/١
١٣%	٩٢/٧/١

المصدر: تقرير إنجازات ونتائج أعمال وزارة التأمينات الاجتماعية

ونظراً لأن أغلب الودائع تكونت قبل ٨٩/٧/١ فإن متوسط معدل العائد على إجمالي المال المستثمر لدى بنك الاستثمار القومي بلغ حوالي ٧,٥% في ١٩٩٣/٦/٣٠، تزايد بعد ذلك بتوالي الدفعات المحولة سنوياً حتى وصل إلى ١١%، فصدر قرار مجلس إدارة البنك رقم ٩٩ لسنة ١٩٩٧ بتوحيد سعر العائد على أموال الهيئة ليصبح ١١% سنوياً اعتباراً من ٧/١/١٩٩٧، وهو معدل يتماشى مع تكلفة الفرصة البديلة المتمثلة في الاستثمار في ودائع لأجل بالبنوك التجارية، والتي تحقق نفس أهداف الاستثمار (الضمان الأسمى، انتظام العائد، نفس متوسط معدل الربحية تقريباً، المساهمة في تمويل المشروعات الاقتصادية).

II - معدل ريع الاستثمار المتحقق من أوجه الاستثمار المختلفة

توضح الأرقام الواردة في الجدولين التاليين (جدول ٧ و جدول ٨) العائد على الاستثمار و معدلاته في أوجه الاستثمار المختلفة خلال الفترة من ٩٧/٩٦ إلى ٢٠٠١/٢٠٠٠.

جدول (٧)

العائد من أوجه الاستثمار المختلفة للهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية

خلال الفترة من ٩٧/٩٦ - ٢٠٠٠/٩٩

(بالألف جنيهه)

٢٠٠٠/٩٩		٩٩/٩٨		٩٨/٩٧		٩٧/٩٦		وجه الاستثمار	العائد
المعدل	المبلغ	المعدل	المبلغ	المعدل	المبلغ	المعدل	المبلغ		
٩,٧٨%	١١٧٢٤٧٥٣	٩,٧٧%	١٠٢٥٨١٣٣	٩,٧٣%	٨٩٣٠٦٥٠	١٠%	٧٩٤٠٦٥٨	بنك الاستثمار القومي	
٨,٧٩%	٤٦٧٤٥٩	٩,١٣%	٣٨١٣٩٦	٩,١٣%	٤٠١٢٦٤	٩,٤٥%	٤٠٨٩٤٨	ودائع لأجل بالبنوك	
٥,٣٥%	١٦٦٥٨٣	٦,٠٥%	١٨٣٣٨١	٦,٠٢%	١٨٢٢٨٧	٥,٣٥%	١٦٦٦٠١	صكوك الخزانة	
٨,٤٣%	١١٩٣١٥	٤,٦٧%	٦٤٢٩٢	٥,٠٥%	٣٥٩٦٥	٥١,٥٤%	٣٤٥٨٩	أوراق مالية ومشروعات ^(*)	
١٠,٢٢%	١٨٥٥٣	٦,٠٨%	١٩١٦٨	٦,١٨%	١٨٢٠١	٥,٠٥%	١٤٩٤٩	سندات حكومية	
٣,١٤%	٥٣٧٥	٢,٧٣%	٤٤٥٩	٢,٣٤%	٣٨٧٩	٠,٥٤%	٩٢٥	فروض واستبدال معائن	
٩,٦٢%	١٢٥٠٢٠٣١	٩,٥٧%	١٠٩١٠٨٢٩	٩,٥٤%	٩٥٧٢٢٤٦	٩,٨٢%	٨٥٦٦٦٧٠	إجمالي عائد الاستثمارات ومتوسط معدل العائد	

المصدر: حساب العمليات الجارية لصندوق التأمين الاجتماعي، تقارير إنجازات ونتائج أعمال وزارة

التأمينات الاجتماعية، عدة أعداد

(*) نتم جمع أرباح الأوراق المالية وعائد المشروعات الاستثمارية حتى يمكن إيجاد معدل العائد، حيث أن

مبلغ الاستثمار في أ.م. ومشروعات يأتي في صورة رقم واحد.

ملحوظة: يرى الباحث عدم معقولية معدل ريع أ.م ومشروعات لعام ٩٧/٩٦ (٥١,٥٤ %)، ولم يتمكن الباحث من التوصل إلى تفسير لهذا الرقم بسؤال المسؤولين عن قطاع الاستثمار بالهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية. ولكن باستبعاد المبلغ المستثمر في بند أ.م. ومشروعات خلال هذا العام (٩٧/٩٦) وكذلك ريع الاستثمار من هذا البند ثم حساب متوسط معدل العائد خلال ذلك العام ينتج $\frac{٨٥٣٢,٠٨١}{٨٧١٧٩,٤} = ٩,٧٩\%$ مما يدل على أن المبلغ المستثمر في أ.م ومشروعات من الصغر بالنسبة لمجموع الاستثمارات بحيث لم يؤثر استبعاده كثيراً على المعدل العام للعائد على الاستثمارات.

جدول (٨)

عائد الاستثمار في الأوعية المختلفة للهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية
خلال العام المالي ٢٠٠٠/٢٠٠١

(بالآلاف جنيه)

المبلغ	%	أوجه الاستثمار
١٣٣٥٦٧٥٠	٩,٨	بنك الاستثمار القومي
٦٢٨٥٣٤	٩,٤٤	ودائع لأجل بالبنوك
١٦٦٥٨٣	٥,٥	أموال وصكوك لدى الخزنة العامة
١٤٣١٦	٦,٠٢	سندات حكومية
٦٣٥٨	٣,٤	قروض واستبدال معاش
٤٤١٦٥	٤,٢٦	عائد استثمار في المشروعات
٢٩٩١٠	٨,٢٣	أرباح أ.م.
١٤٢٤٦٦١٦	٩,٦٣	إجمالي عائد الاستثمار ومتوسط معدل العائد

المصدر: حساب العمليات الجارية لصندوق التأمين الاجتماعي، تقرير إنجازات ونتائج أعمال وزارة التأمينات الاجتماعية، ٢٠٠٠/٢٠٠١ .

ملحوظة: تم وضع نتائج الاستثمار لعام ٢٠٠١/٢٠٠٠ في جدول منفرد لأنه في ميزانية هذا العام تم الفصل بين المبالغ المستثمرة في أ.م عن تلك المستثمرة في مشروعات استثمارية مما مكننا من حساب معدل العائد لكل منهما على حدة.

إن متوسط عائد أ.م. والمشروعات خلال فترة الدراسة (باستبعاد سنة ٩٧/٩٦) يبلغ ٦ % سنوياً. أي أنه يحقق ربحية أقل من عائد الودائع بالبنوك وكذلك أقل مما يضمه بنك الاستثمار القومي، ولكن المفروض أن الاستثمار في أ.م. ومشروعات إذا ما أحسن اختيار

المحفظة، وكان بهدف الاستثمار طويل الأجل، فإنه يحقق هدف الضمان الحقيقي بدرجة أكبر من الودائع التي لا تضمن سوى القيمة الاسمية للاستثمارات.

وبتوزيع الاستثمارات بتوازن بين وجهى الاستثمار يمكن الجمع بين تحقيق هدفى الضمان الاسمى والحقيقى.

III - الأهمية النسبية لربع الاستثمار:

نورد فيما يلى عدة مؤشرات توضح هذه الأهمية النسبية:

١ - ربع الاستثمار كأحد موارد صندوقى الهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية.

جدول (٩)

موارد صندوقى التأمين الاجتماعى فى الفترة من ٩٧/٩٦ - ٢٠٠١/٢٠٠٠

(بالألف جنيهه)

٢٠٠١/٢٠٠٠		٢٠٠٠/٩٩		٩٩/٩٨		٩٨/٩٧		٩٧/٩٦		السنوات الموارد
%	المبلغ	%	المبلغ	%	المبلغ	%	المبلغ	%	المبلغ	
٢٩,٠١	١٢٨٩٥٠٦٨	٢٩,٧٦	١٢٤٢٧٢١	٣٠,٩٧	١١٢٦٣٧٧	٣٦,٨٦	١٠٢٤١٥٥	٣٢,٠٤	٩١١٠٥٣٧	إيرادات تأمينية
٢٢,٠٥	٤٢٤٦٦١٦	٣٠,٦٤	١٣٥٠٢٠٢٨	٣٠,٠٠	١٠٩١٠٨٢٩	٢٩,٤٨	٤٥٧٢٢٤٦	٣٠,١٢	٨٥٦٦٦٧٠	عائد الاستثمار مساهمة الخزنة العامة فى تمويل قوائين
١٦,٣١	٧٢٠٣٥٢٨	١٥,٧٤	٤٢٢٢٤٦٠	١٥,١٢	٥٤٩٧٣٨٣	١٤,٩	٤٨٢٨٢١٢	١٤,٤	٤٠٤٥٧٦٠	التأمينات الاجتماعية ^(١)
٢٢,٧٢	١٠٠٩٩٥٨٨	٢٢,٨٥	٩٧٣٢٩٥٢	٢٢,٩١	٨٦٩٧٠٦٠	٢٢,٧٥	٧٧٠٩٣٢٤	٢٢,٤٢	٦٦٦١٤٨٢	إيرادات تحويلية
%١٠٠	٤٤٤٤٤٨١٠	%١٠٠	٤٠٨٠١١٧٦	%١٠٠	٣٦٣٦٩٠٤٩	%١٠٠	٣٢٤٦٠٩٢٨	%١٠٠	٢٨٤٢٤٤٥٠	الإجمالي

المصدر: حساب العمليات الجارية لصندوقى الهيئة، تقارير إنجازات ونتائج أعمال وزارة التأمينات الاجتماعية، عدة أعوام

* يلاحظ أن مساهمة الخزنة العامة تعد أحد بنود الإيرادات التحويلية، ولكن تم فصلها هنا بهدف إيضاح قيمتها النسبية كأحد موارد الصندوقين بشكل مستقل.

هذا مع ملاحظة أن الحكومة لا تسدد كامل التزاماتها للهيئة، كما لا تسدد فوائد

تأخير على الإلتزامات المتأخر سدادها.

كما يتضح من الجدول السابق أن عائد الاستثمارات يساوى فى أهميته النسبية كأحد الموارد تقريباً الإيرادات التأمينية، والتي تشمل بصفة أساسية الاشتراكات (٣٠% تقريباً الوزن النسبى لكل منها). وهذا بالطبع يؤكد ضرورة الاهتمام باستثمار أموال الهيئة لتحقيق هدف زيادة المعاشات لمواجهة التضخم دون الحاجة إلى تمويل إضافى من أى مصدر.

٢ - الأهمية النسبية لريع الاستثمار كمورد من موارد الصندوقين إلى الاشتراكات الصافية والمستحقة.

جدول (١٠)

نسبة ريع الاستثمار إلى الاشتراكات الصافية والمستحقة خلال سنوات الدراسة

السنة	نسبة ريع الاستثمار إلى الاشتراكات الصافية والمستحقة
٩٧/٩٦	%٩٤
٩٨/٩٧	%٩٢,٦
٩٩/٩٨	%٩٦,٩
٢٠٠٠/٩٩	%١٠٣
٢٠٠١/٢٠٠٠	%١١٠,٥

المصدر: تقارير إنجازات ونتائج أعمال وزارة التأمينات الاجتماعية، عدة أعوام

يتضح من هذه النسب الواردة بالجدول السابق أهمية ريع الاستثمار فى تمويل المزايا التأمينية فى هذه المرحلة من عمر النظام (نظام التأمينات الاجتماعية)، حيث يكاد يساوى أو يزيد عن الاشتراكات الصافية المستحقة.

٣ - أهمية ريع الاستثمار بالنسبة إلى قيمة المعاشات والتعويضات المنصرفة.

جدول (١١)

نسبة ريع الاستثمار إلى المعاشات والتعويضات المنصرفة (*) خلال سنوات الدراسة

السنة	نسبة ريع الاستثمار إلى المعاشات والتعويضات المنصرفة
٩٧/٩٦	١٠٠,٢%
٩٨/٩٧	١٢٣,٥%
٩٩/٩٨	١٢٢,٦%
٢٠٠٠/٩٩	٩٧,٣%
٢٠٠١/٢٠٠٠	٩٧,٦%

المصدر: تقارير إنجازات ونتائج أعمال وزارة التأمينات الاجتماعية، عدة أعوام

يتضح من الجدول السابق أن ريع الاستثمار في هذه المرحلة من عمر النظام أصبح يغطي قيمة المعاشات والتعويضات المنصرفة بالكامل تقريباً، مما يعني أن الاشتراكات السنوية يتم استثمارها بالكامل، وهو ما يساعد على التراكم الرأسمالي.

٤ - أهمية ريع الاستثمار بالنسبة إلى قيمة فائض النشاط الجارى

جدول (١٢)

نسبة ريع الاستثمار إلى فائض النشاط الجارى خلال سنوات الدراسة

السنة	نسبة ريع الاستثمار إلى قيمة فائض النشاط الجارى
٩٧/٩٦	٥٦%
٩٨/٩٧	٥٦,٤%
٩٩/٩٨	٥٨,٤%
٢٠٠٠/٩٩	٦١%
٢٠٠١/٢٠٠٠	٦٣,٩%

المصدر: تجميع حساب العمليات الجارية لصندوقى الهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية، تقارير إنجازات ونتائج أعمال وزارة التأمينات الاجتماعية، عدة أعوام

(*) تشمل المعاشات المنصرفة من القطاع الحكومى، وقطاع الأعمال العام والخاص، وقانون ١٠٨ لسنة ٧٦، قانون ٥٠ لسنة ٧٨، و قانون ١١٢ لسنة ٨٠، معاش السادات.

IV- الاستثمار في مشروعات استثمارية وأوراق مالية:

١ - تطورت المبالغ المستثمرة في مشروعات استثمارية وأوراق مالية خلال فترة الدراسة (من ٩٧/٩٦ إلى ٢٠٠١/٢٠٠٠) على النحو الذى يوضحه الجدول التالى:

جدول (١٣)

تطور الاستثمار فى مشروعات استثمارية وأوراق مالية خلال فترة الدراسة

السنة	المبلغ بالمليون	النسبة إلى إجمالى الاستثمارات
٩٧/٩٦	٦٧,١	%٠,٠٧٧
٩٨/٩٧	٧١١,٩	%٠,٧١
٩٩/٩٨	١٣٧٦,١	%١,٢١
٢٠٠٠/٩٩	١٤١٤,٨	%١,٠٩
٢٠٠١/٢٠٠٠	١٤٠٠,١ (*)	%٠,٩٥

المصدر: تقارير إنجازات ونتائج أعمال وزارة التأمينات الاجتماعية، عدة سنوات

٢ - يشمل مبلغ الاستثمار فى مشروعات استثمارية وأوراق مالية استثمارات قديمة فى أسهم بنوك وشركات وتأسيس مشروعات و هى استثمارات جاوزت فترة الاسترداد ، بالإضافة إلى أوراق مالية أخذ قرار بشرائها من بورصة الأوراق المالية فى أكتوبر ١٩٩٨ ، وهذا هو السبب فى قفزة رقم الاستثمارات كما يتضح من الجدول السابق بين سنتى ٩٧/٩٦ ، ٩٨/٩٧ .

٣ - فى الواقع أنه فى أكتوبر ١٩٩٨ تم تكوين ثلاث محافظ مالية برأس مال قدره ٩٠٠ مليون جنيه من أموال صندوقى التأمين والمعاشات وبنك الاستثمار القومى بالتساوى (أى ٣٠٠ مليون لكل من ثلاثتهم). وقد تم إسناد هذه المحافظ لثلاثة صناديق مالية يقوم بإدارتها مديرو استثمار متخصصون مقيدون بالهيئة العامة لسوق المال (هم شركة المجموعة المالية المصرية ، وشركة كونكورد لإدارة محافظ الاستثمار ، وشركة الأهلى لصناديق الأستثمار.H.I.C.)، وذلك لعدم توفر الخبرات الكافية لإدارة المحافظ الاستثمارية بالهيئة القومية للتأمين والمعاشات. وبالفعل تم الشراء على مراحل، حتى لا يزيد الطلب

(*) فى هذا العام المالى تم فصل مبلغ الاستثمارات فى أ.م. ومشروعات استثمارية (١٠٣٦,٦ مليون جنيه) عن محافظ أ.م. (٣٦٣,٥ مليون جنيه)

فى البورصة دفعة واحدة مما يؤثر على أسعار السوق، حتى أكتمل بناء المحافظ الثلاث فى مدة تتراوح بين ٧-٨ شهور.

٤ - وفى ١٩٩٩/٧ تم عمل محفظتين جديدتين للصندوقين بمبلغ ٥٠ مليون جنيه لكل منهما (ومحظة مستقلة لبنك الاستثمار القومى بمبلغ ٧٥ مليون جنيه) أسندت إدارتهما لشركتى برايم، القاهرة للاستثمارات المالية. مما يعنى أن إجمالى القيمة الدفترية لاستثمارات الهيئة فى شراء أوراق مالية من البورصة يبلغ ٧٠٠ مليون جنيه للصندوقين حتى نهاية السنة المالية ٢٠٠١/٢٠٠٠.

٥ - أما بالنسبة للسنة المالية ٢٠٠١/٢٠٠٠ فقد وردت بيانات الاستثمار فى أم. ومشروعات استثمارية منفصلة عن بيان محافظ أم. (فى تقارير إنجازات ونتائج أعمال وزارة التأمينات الاجتماعية). وبلغت القيمة السوقية للمحظة فى ٢٠٠١/٦/٣٠ مبلغ ٣٦٣,٥ مليون جنيه. ويلاحظ الانخفاض فى القيمة الاسمية للمحظة التى تبلغ ٧٠٠ مليون جنيه مما انعكس على نسبة الاستثمار فى أم. ومشروعات إلى إجمالى الاستثمارات المالية بالانخفاض إلى ٩٥,٩٥%.

٦ - ونعرض فى الجدول التالى نتائج أداء محافظ الأوراق المالية مجتمعة (المشركة والمستقلة)، ودون تفصيل طبقاً لشركات الإدارة، وذلك تمهيداً لاستخدام هذه البيانات فى تقييم أداء المحافظ باستخدام مؤشر شارب.

جدول (١٤)

نتائج التقييم الدورى لمحافظ الأوراق المالية

الأرقام بالمليون جم

ملاحظات	نقدية وأرباح رأسمالية **	كوبونات محصلة *	القيمة السوقية	القيمة الدفترية	تاريخ التقييم
خمسة محافظه يديرها خمسة شركات	٢٨,١	٨٠,١	١٠٠٢,٩	٩٩٣,١	٢٠٠٠/١/١٣
	٤٥,٣	٨٠,١	٩٩٧,٩	٩٨٥,٣	٢٠٠٠/٢/٧
	٤٨,٣	٨٠,١	٨٩٥,٢	٩٩١,٦	٢٠٠٠/٣/٩
	٩١,٧	٩١,٢	٧٥٩,٧	٩٥٦,٩	٢٠٠٠/٤/١٢

	٩٦,١	١٠٣,٣	٧٦٢,١	٩٥٢,٣	٢٠٠٠/٥/١٨
	٩٦,١	١١٧,٩	٦٥١,٨	٩٧١,٢	٢٠٠٠/٨/١٤
	٧٣,٤	١١٨,٤	٦٦٠,٨	٩٧٩	٢٠٠٠/٩/٢١
	٧٣,٣	١٢١,٢	٥٩٤,١	٩٩٣,٦	٢٠٠٠/١٠/١٥
	٧٣,٣	١٢٥,٨	٦٤٣,٥	٩٨٧,٣	٢٠٠٠/١٠/١٩
	٥٩,٧	١٣٤,١	٦٩١,٧	٩٧٩,٦	٢٠٠٠/١١/٢٦
	١٧,١	١٤٥,٨	٦١٤,٣	٩٨٠,٦	٢٠٠١/٣/١٥
	١٦	١٦٢,٤	٦١٧	٩٦٦,٥	٢٠٠١/٥/٣١
	٢,٨	١٦٠,٦	٦٢٧,٣	٩٣١,٤	٢٠٠١/٨/٤
انضمام المحافظ الثلاثة	٥,٢	١٨٢	٦٢٨,٦	٩٦٢,٧	٢٠٠١/٩/٤
ونقل إدارتهم إلى شركتين فقط لدى كل منهما جزء من المحافظة	٣٧	١١٠,١	٥٤٤,٢		٢٠٠١/١٠/١٨
المشتركة	٢,٣	٣٠,٤	٥٠٦,١		٢٠٠٢/١/٢٤
بالإضافة إلى محفظه مستقلة	٥,٢	٢٣,١	٤٩٠,٤		٢٠٠٢/٢/٢٠
	١٥,٩	٢,٣	٤٦٤,٤		٢٠٠٢/٩/١٩

المصدر: وحدة الحاسب الآلى بالهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية

- * هذه الأرقام لا تخص كل فترة على حدة وإنما هي أرقام تراكمية، أى رصيد متجمع صاعد .
- ** هذه الأرقام هي رصيد حساب النقدية فى تواريخ التقييم المختلفة وهو رصيد يعكس الأرباح والخسائر الرأسمالية وهو رصيد متجمع صاعد وليس لكل فترة على حده .
- *** بدء رصيد جديد للكويونات بعد انضمام المحافظ .

الدراسة نتائج الدراسة:

تتميز أداء نمى ترمية الأوفريتج تقييم تجرية الأستثمار فى الأوراق المالية على مرحلتين:

المرحلة الأولى: تتمثل نظرة شاملة الأداء محافظ التأمينات الاجتماعية فى ضوء أداء سوق الأوراق المالية (١).
الأوراق المالية

الثانية: تستخدم المرحلة الثانية: استخدام أحد النماذج الكمية (نموذج شارب) فى التقييم.

رة شاملة أداء أولًا نظرة شاملة الأداء محافظ التأمينات الاجتماعية فى ضوء أداء سوق الأوراق المالية.

رة من سبتمبر (١) الفترة من سبتمبر - ديسمبر ١٩٩٢:

التسم عدا ٩٨ (مدا التيسج عيناام ٩٨٠) (٧٠٠) (٩١٢) بانخفاض معدلات النمو لاستمرار تأثير
معدلات التضخم المرتفعة بحادى الأقتصاد وانعكاسات الأزمة المالية لدولة جنوب شرق آسيا. وهذا يعنى أن
حجم الأموال المتدفقة بدخول أموال التأمينات للبورصة كتتم لتعويض خروج المستثمر الأجنبي.

تعد حسن أداء سوق ثم التحسن أداء السوق فى الربع الأخير من العام لدخول محافظ التأمينات الاجتماعية
الى هذا الحصر (تحتجبر العذر) هذا التحسين حجم التعامل والأرقام القياسية لأول المؤشرات، ورأس المال السوقى
من إجمال الشركات كنسبة من إجمالى الناتج المحلى، وكذلك عدد الشركات المعقودة وعدد الشركات المتداولة).

وقد بلغ إجمال الأموال وقد بلغ إجمالى الأموال المستثمرة فى المحافظ المشتركة الثلاثة (لصندوقى التأمينات
الاستثمار) ٣٠٠ (عيسنك الاستثمار) ٣٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠ ٧٠٣٠٩٨٢ مليون جم من إجمالى الأعمال الى الفصوح باستثمارها فى أوراق
التي تبلغ ٩٠٠ مليار، والتي تبلغ ٩٠٠ مليون جم.

وفى تخصصات النسبة السوقية التى تخصصت القسمة السوقية للمحافظ خلال تلك الفترة بنسبة ٢% بسبب احتواء
المحافظ على نسبة كبيرة من أسهم الخصوصية (٦٣% من عي العبد الكلي للشركات التى تضمنتها
(التي انخفضت المحافظ) التعلل انخفضت أسعارها بشكل كبير خلال هذه الفترة.

لال عام ١٩٩٩ (٢) خلال عام ١٩٩٩:

تسم أداء بورصة المصرىة والتساقط البورصة المصرية بالنشاط الملحوظ (من حيث كمية وقيمة التداول اليومى
إع مؤشر السوق والى قطاع مؤسسه السوق) (١) وفى حجم الأموال المتدفقة من خلالها المحافظ الثلاث ٨٣٢

مليون جم، وتحققت أرباح رأسمالية مبلغها ٦٤ مليون جم، وبلغت قيمة كويونات الأرباح ٥٠,٩ مليون جم.

(٣) خلال عام ٢٠٠٠:

تراجعت أسعار السوق بشكل كبير (*) وانخفضت القيمة السوقية للمحافظ الثلاثة بنسبة ٢٧,٨٦%.

وتحققت كويونات خلال السنة بمبلغ ٦٠,٦ مليون جم، بالإضافة إلى كويونات بالدولار قدرها ٢٩٨٢١٠ دولار.

(٤) خلال عام ٢٠٠١:

استمر تراجع أداء السوق خلال هذا العام، وفي ٩/٤ من هذا العام تم إنهاء عقود الإدارة للشركات الثلاثة: المجموعة المصرية، وشركة كونكورد H.C.

(٥) إجمالي الأموال المتاحة للاستثمار على مدى الثلاث سنوات من ٩٨/٩ - ٢٠٠١/٩:

بلغ ٩٦٢,٧ مليون جم، منها ٨٩٦,٢ إتاحة نقدية، ٦٦,٥ مليون جم أرباح رأسمالية أعيد استثمارها. وبلغت نسبة تراجع القيمة السوقية للمحافظ عن تكلفة الشراء ٣٢,٦%.

(٦) الفترة من ٢٠٠١/٩/١٨ - ٢٠٠١/١٢/٣١:

تم دمج المحافظ الثلاثة في محافظتين في ٢٠٠١/٩/١٨ وإسناد إدارتهما إلى شركتي برايم، القاهرة. وبلغت القيمة السوقية للأسهم والوثائق المسلمة للشركتين ٥٢٣,٢ مليون جم، بينما تم الاحتفاظ بأسهم شركة السويس للأسمنت وتبلغ قيمتها السوقية في هذا التاريخ ٦١,٥ مليون جم تم توزيعها على الشركاء الثلاث (الصندوق الحكومي، صندوق القطاع العام والخاص، بنك الاستثمار)، كما تم تحويل قيمة مبيعات أسهم أسمنت حلوان (١٨,٢ مليون جم)

(*) أسباب التراجع في هذه السنة: ١- زيادة الاتجاه نحو البيع بسبب الاتجاه السعودي في عام ٢٠٩٩.

- الإعلان عن قرب طرح بعض شركات الخصخصة (مثل الاتصالات والكهرباء) مما دعا البعض لبيع

الأسهم لتوفير سيولة للاكتتاب في الأسهم الجديدة. ٣- توقف البنوك عن منح ائتمان بضمان أم. مما

أدى إلى ضعف السيولة المتوفرة لدى المستثمرين ٤- ضعف تعامل المؤسسات بسبب نقص السيولة

السفدية. ٥- ارتفاع قيمة الدولار أمام الجنيه المصري مما دعا الأجانب لبيع أسهمهم لتجنب خسائر

فروق العملة. ٦- عدم ضخ أموال جديدة في السوق من جانب المؤسسات.

إلى حساب الكوبونات. وقد استمر أداء السوق نحو التراجع الكبير^(١) خلال هذه الفترة، كما انخفضت القيمة السوقية للمحفظتين إلى ٤٣٧,٦ مليون جم في ٢٠٠١/١٢/٣١ .
وتعليقاً على ذلك يرى الباحث اتساق أداء محافظ التأمينات عموماً مع أداء بورصة الأوراق المالية الذي يمكن الاستدلال عليه بأحد أهم مؤشرات البورصة، وهو معدل التغير السنوي لقيمة الأسهم والسندات المقيدة بالبورصة والذي يتضح من الجدول التالي:

جدول (١٥)

معدل التغير السنوي لقيمة الأسهم والسندات المقيدة في البورصة المصرية

السنة	معدل التغير
١٩٩٨	- ٨,٨%
١٩٩٩	٧٧,٦%
٢٠٠٠	٢٢%
٢٠٠١	- ٣٨,٢%

المصدر: سوق الأوراق المالية (١٩٩٢ - ٢٠٠١)، يناير ٢٠٠١، مطبوعات وزارة التجارة الخارجية.

ثانياً: التقييم باستخدام مقياس شارب:

كما سبق أن أوضحنا فإنه لحساب مقياس شارب لمستوى كفاءة المحفظة نحتاج لحساب متوسط معدل العائد الفعلي للمحفظة خلال فترة الدراسة، والانحراف المعياري له.
وقد اعتمد الباحث على الفترة من ٢٠٠٠/١ حتى ٢٠٠١/٩، وقد اقتصر الباحث على هذه الفترة حيث استطاع توفير البيانات اللازمة لتشغيل النموذج. كذلك لم يتمكن الباحث من الحصول على تلك البيانات في تواريخ تقييم منتظمة تشكل سلسلة زمنية، مما استدعى الاعتماد على فترات فرعية طول كل منها حوالي ٣ شهور (وهو ما يعتبر من محددات الدراسة).

(١) عوامل تراجع أداء سوق المال في هذه الفترة:

- ١ - حالة الركود التي أصابت الاقتصاد المصري خلال عام ٢٠٠١.
- ٢ - أحداث ١١ سبتمبر وتأثيرها السلبي على أداء الاقتصاد المصري.
- ٣ - انخفاض قيمة الجنية المصري مقابل الدولار الأمريكي أكثر من مرة.
- ٤ - فشل العديد من عمليات البيع وأشهرها صفقة البنك المصري الأمريكي.
- ٥ - هروب رؤوس الأموال من البورصة المصرية بسبب عدم الاستقرار في المنطقة.

يستخدم لحساب معدل العائد المعادلة الآتية:

$$R_p = \frac{(V_1 - V_0) + D}{V_0}$$

مع ملاحظة أن:

كوبونات الأرباح الموزعة عن كل فترة فرعية = الزيادة في رصيد حساب الكوبونات الموضحة بياناته في جدول (١٤).

يضاف إلى ذلك التغير في رصيد حساب النقدية والأرباح الرأسمالية من نفس الجدول.

أ - الفترة ٢٠٠٠/٤/١٢ - ٢٠٠٠/١/١٣

$$١٦٩ - = \frac{٦٣,٦ + ١٠,١ + (١٠٠٢,٩ - ٧٥٩,٧)}{١٠٠٢,٩} = R_{p1}$$

ب - الفترة ٢٠٠٠/٨/١٤ - ٢٠٠٠/٤/١٢

$$١٠١ - = \frac{٤,٤ + ٢٦,٧ + (٧٥٩,٧ - ٦٥١,٨)}{٧٥٩,٧} = R_{p2}$$

ج - الفترة ٢٠٠٠/١١/٢٦ - ٢٠٠٠/٨/١٤

$$٣٠ - = \frac{٣٦,٤ - ١٦,٢ + (٦٥١,٨ - ٦٩١,٧)}{٦٥١,٨} = R_{p3}$$

-٣٤-

د - الفترة ٢٦/١١/٢٠٠٠ - ١٥/٣/٢٠٠١

$$-١٥٧ = \frac{٤٢,٦ - ١١,٧ + (٦٩١,٧ - ٦١٤,٣)}{٦٩١,٧} = R_{p4}$$

هـ - الفترة ٣١/٥/٢٠٠١ - ١٥/٣/٢٠٠١

$$-٣٠ = \frac{١,١ - ١٦,٦ + (٦١٤,٣ - ٦١٧)}{٦١٤,٣} = R_{p5}$$

و - الفترة ٤/٩/٢٠٠١ - ٣١/٥/٢٠٠١

$$-٣٣ = \frac{١٠,٨ - ١٩,٦ + (٦١٧ - ٦٢٨,٦)}{٦١٧} = R_{p6}$$

∴ متوسط معدل العائد:

$$-٦٦ = \frac{R_{p_n} \sum_{n=1}^6}{n} = R_p$$

الانحراف المعياري:

$$\sigma_p = \sqrt{\frac{\sum_{n=1}^6 (R_{pn} - R_p)^2}{n-1}}$$

$$-٦٩ =$$

متوسط معدل العائد على أذن الخزنة باعتباره استثمار خالي من المخاطر خلال

نفس الفترة $(R_F) = ٩\%$.

∴ مقياس شارب :

$$\text{Sharp Index} = \frac{R_p - R_F}{\sigma_p}$$
$$= ٢,٢٦١ -$$

تفسير النتائج:

- أ - متوسط معدل العائد السالب (- ٠.٦٦ ر) يعنى أنه بالرغم من وجود كوبونات أرباح موزعة إلا أنها لا تعوض النقص فى القيمة السوقية للاستثمار.
- ب- انخفاض رقم الانحراف المعياري (٠.٦٩ ر) يعنى تجانس نتائج معدل العائد خلال الفترات الفرعية.
- ج- مقياس شارب الذي يوضح نصيب وحدة الخطر (من مخاطر الاستثمار للمحفظة مقاسه بالانحراف المعياري للعائد) من العائد الزائد عما يحققه الاستثمار الخالى من المخاطر، والذي أخذ قيمة سالبة خلال فترة الدراسة (-٢,٢٦١)، فإن هذا يعنى أن المحفظة لا تحقق على الأقل ما يعوض عن تحمل مخاطر الاستثمار فى الأوراق المالية.

توصيات الدراسة:

تخلص الدراسة إلى تقديم التوصيات التالية:

أولاً: لقد طبقت خصخصة نظم التأمينات الاجتماعية فى كثير من دول العالم، ولم تقتصر الخصخصة على الدول الغربية أو الرأسمالية فقط، وإنما امتدت لتشمل دول جنوب شرق آسيا وأفريقيا، بل ودولاً كانت تدرج سابقاً فى تصنيف دول اشتراكية أو شيوعية. وقد انتهت جميع الدول التى لجأت إلى إصلاح نظم التأمينات الاجتماعية والمعاشات إلى ضرورة إدخال نظم خاصة بالإضافة إلى النظام العام ليعملوا معاً. كما أن معظم التجارب انتهت إلى الاستثمار فى أسواق الأوراق المالية، ولكن بتحفظ وبأقل قدر من المخاطر. من هذه الدول الأرجنتين، كولومبيا، بيرو، المكسيك، سنغافورة، بريطانيا، الصين، الولايات المتحدة.

ومن هنا يوصى الباحث باستمرار التجربة خاصة وأنه يتوقع اكتساب الهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية خبرة أكبر في شأن الاستثمار من خلال بورصة الأوراق المالية ومتابعة مديري المحافظ. ويؤكد ذلك أنه تم إنهاء التعاقد مع مديري المحافظ الثلاث بعد انتهاء مدة العقد الأولى والتي بلغت ثلاث سنوات، وتم التعاقد مع شركتين أخريتين لإدارة المحافظ على أساس أن العمولات لا تدفع لهما إلا في حالة تحقيق المحافظ لمكاسب.

ثانياً: توصيات بخصوص ما يجب اتباعه عند استثمار أموال التأمينات الاجتماعية في أوراق مالية (وهي محاذير تساعد على تحقيق التنوع وتقليل درجة الخطورة).

في تقييم للتجربة أعدته الهيئة توجد توصية بأن يتم استثمار أموال التأمينات داخل سوق المال من خلال أحد المؤسسات المالية التي تتولى توجيه هذه الأموال نحو البورصة مقابل حصول صندوق التأمينات على عائد ثابت.

ويرى الباحث أن ذلك يعد مجرد إقراض للأموال للمؤسسة الوسيطة التي تتحمل مخاطر الاستثمار الفعلي مقابل حصول الهيئة على عائد ثابت.

وعلى ذلك يرى الباحث أن استثمارات التأمينات ذات الطبيعة طويلة الأجل تجعل من الممكن تغيير نتائج التقييم كلما طالت المدة المنقضية على بدء الاستثمار مع توخي المحاذير التالية:

١- التعامل في الأسواق الأولية أي أسواق الإصدار (بمعنى المكتب الأول) بما يعنى المساهمة في إنشاء مشروعات جديدة بعد دراسة جدوى اقتصادية واجتماعية لهذه المشروعات بما يضمن تحقيق عائد مناسب، وتزايد قيمة الأسهم، وتحقيق أهداف تشغيل العمالة وغيرها من الأهداف الاجتماعية.

٢- خصوصية أموال المعاشات من حيث كونها استثمارات طويلة الأجل، يجعلها في حاجة إلى محفظة مختلفة عن استثمارات الأفراد، بحيث يمكن توجيهها إلى الأوراق المضمونة ذات العائد الذي يتمتع باستقرار من الأجل الطويل مثل السندات العقارية، أسهم الشركات ذات الأصول والمكونات الرأسمالية المتميزة، والسندات المضمونة من جهات ذات ملاءة ائتمانية عالية مثل البنك المركزي أو الحكومة ، وهو ما يعرف بالأسهم الدفاعية والبعد عن الأسهم المتنامية أو الدورية. وذلك على الرغم من انخفاض العائد

على مثل هذه الأوراق إلا أنه على المدى البعيد فإن المكاسب الرأسمالية تعوض هذا الانخفاض. كما يساعد الحجم الضخم لأموال التأمينات المستثمرة في البورصة على تخفيض تكلفة المعاملات، وتنويع المحفظة.

٣- قد يكون التمويل العقاري (*) وما سيظهر عنه من شركات توريق الديون مناخاً جيداً لظهور سندات مضمونة بأصول عقارية، بالإضافة إلى وجود ضمانات لتغطية مخاطر عدم السداد من خلال وثائق التأمين التي ستصدرها شركات التأمين وفقاً لهذا النظام. هذه السندات تعد مجال استثمار آمن من طویل الأجل يتصف باستقرار معدل الفائدة على المدى البعيد.

٤- يمكن الاستعانة بشروط القانون ٩١ لسنة ٩٥ للإشراف والرقابة على شركات التأمين في مجال استثمار أموال تأمينات الحياة وتكون الأموال، بحيث يوضع حد أقصى كنسبة من الأموال المتاحة للاستثمار لدى الهيئة القومية للتأمينات لتوجيهها إلى الاستثمار في أوراق مالية. وكذلك يوضع حد أقصى بحيث لا تزيد قيمة مساهمة صندوق التأمينات الاجتماعية في رأس مال شركة واحدة أو صندوق استثمار واحد عن نسبة معينة من جملة استثمارات الصندوقين، وأيضاً بما لا يجاوز نسبة معينة من رأس مال الشركة المصدرة للأسهم أو صندوق الاستثمار.

ثالثاً: بخصوص ديون الخزنة العامة لنظام التأمينات:

إن تحصيل مستحقات صندوق التأمين لدى الخزنة العامة وشركات قطاع الأعمال العام والخاص والمديونيات المتأخرة لدى المؤسسات الصحفية (التي تبلغ جملتها ١٤٦ بليون ج.م) يساعد على زيادة الأموال المتاحة للاستثمار، ومن ثم زيادة قدرة الصندوقين على مواجهة التزاماتهما بما في ذلك الزيادة السنوية للمعاشات للتعويض عن خطر التضخم دون حاجة إلى دعم الدولة.

وفي هذه الخصوص هناك بعض التوصيات بما يلي:

(*) حيث ستقوم شركات التوريق بتحويل الديون العقارية إلى سندات تطرح بالبورصة وتكون مضمونة بأصل العقارات.

١- ديون الحكومة: منشأ هذه الديون قيام صندوقى التأمين بصرف الزيادة السنوية فى المعاشات نيابة عن الخزنة العامة للدولة، وأيضاً أعباء المعاش المبكر المصاحب لسياسة الخصخصة، والمتمثلة فى الفرق بين المعاش المحدد على أساس نسب التخفيض المحددة بالقانون والقيمة الحالية للمعاش المحدد على الأسس الاكتوارية لنظام التأمينات الاجتماعية وهو فرق يجب أن تتحمله الخزنة العامة للدولة. هذا بالإضافة إلى قيام الصندوقين بصرف معاشات قانون التأمين الشامل على العمالة غير المنتظمة الذى يبلغ الاشتراك الشهرى فيه اجم مقابل معاش يصل إلى ٨٠م نيابة عن الخزنة العامة. هذه المديونية يمكن جدولتها بإصدار سندات على الخزنة العامة مختلفة المدد من ١٠ - ٣٠ سنة بعائد لا يقل عن عائد الودائع لدى البنوك.

٢- محاولة الحكومة تملك صندوقى التأمين جزء من أسهم شركات قطاع الأعمال العام التى يتم خصصتها (خاصة الشركات الناجحة) والتى يستحق عليها قروض لبنك الاستثمار القومى من أموال التأمينات سداداً لجزء من هذه الديون.

٣- يمكن زيادة المعاشات بنسب تختلف حسب عائد الاستثمار الذى تحققه الهيئة على أموالها، بدلاً من الزيادة التى تقرها الدولة. وذلك حتى يتم ربط الاستثمار بالمزايا، مما يحقق العبء السنوى عن الموازنة العامة للدولة.

رابعاً: الاهتمام بوثيقة تأمين المسئولية المهنية للشركات العاملة فى بورصة الأوراق المالية وتفعيل تسويقها، ومتابعة تنفيذ التغطية التى توفرها. حيث يوفر وجود هذه التغطية الأمان للتعامل بالبيع والشراء من خلال سماسرة الأوراق المالية.

مراجع الدراسة

- ١- الطاهري، منى السيد، تقييم اقتصادى لأساليب استثمارات التأمين الاجتماعى فى مصر، رسالة دكتوراه، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، ٢٠٠٢.
- ٢- مظهر، مصطفى كمال، أثر بورصة الأوراق المالية فى إعادة هيكلة محفظة الاستثمار بالهيئة القومية للتأمين الاجتماعى، مجلة آفاق جديدة، كلية التجارة، جامعة المنوفية، أكتوبر ١٩٩٨.
- ٣- ملك، سامى نجيب، مدى وضوابط استثمار أموال التأمين فى الأوراق المالية، أسهم وسندات وصكوك تمويل، دار النهضة العربية، ١٩٩٧.
- ٤- هندى، منير إبراهيم، الإدارة المالية - مدخل تحليلى معاصر، المكتب العربى الحديث، الطبعة الرابعة، ١٩٩٩.
- ٥- تقارير إنجازات ونتائج أعمال قطاع التأمينات، وزارة التأمينات الاجتماعية، ج.م.ع، سنوات ٩٧/٩٦ - ٢٠٠١/٢٠٠٠.
- ٦- النشرة الشهرية لبورصتى القاهرة والإسكندرية، عدة أعداد.
- ٧- سوق الأوراق المالية المصرية (١٩٩٢ - ٢٠٠١)، مطبوعات وزارة التجارة الخارجية، يناير ٢٠٠٢.
- ٨- المجلة الاقتصادية للبنك المركزى المصرى.

- Financial Management Text and Cases, George C. Philippatos, William W. Sihler, 2nd edition, Allyn and Bacen, 1991.
- Capital Investment & Financial Decisions, Haim Levy, Marshall Sarnat, Prentice Hall, N.Y., 5th edition, 1994.

ملخص البحث

تزايد الاهتمام بقضية استثمار أموال التأمينات الاجتماعية من خلال بورصة الأوراق المالية لما لذلك من انعكاس على أصحاب المعاشات والمستحقين عنهم من جانب ، و على تطوير كفاءة سوق الأوراق المالية من جنب آخر ، بالإضافة إلى تخفيف أعباء تمويل الزيادة السنوية فى المعاشات لمواجهة التضخم عن كاهل الدولة.

و قد حاول الباحث فى هذه الدراسة تغطية الفجوة فى الدراسات التى اهتمت بتقييم تجربة استثمار أموال التأمينات الاجتماعية فى الأوراق المالية.

و يهدف البحث إلى تقييم هذا الاقتراح الاستثمارى طبقا لما ينطوى عليه من مخاطر.

و قد استند الباحث فى التقييم إلى استخدام نموذج "شارب" لتقييم الاقتراحات الاستثمارية بالاعتماد على البيانات السثنوية الخاصة بتوزيع استثمارات التأمينات الاجتماعية على أوجه الاستثمار المختلفة ، و ريع الاستثمار المحقق ، و البيانات الخاصة بمحفظة الأوراق المالية الخاصة بصندوقى التأمينات الاجتماعية.

و قد توصل الباحث إلى بعض النتائج المتعلقة بتقييم تجربة استثمار أموال التأمينات الاجتماعية من

خلال بورصة الأوراق المالية.