

"الإفصاح والشفافية في صناديق الاستثمار  
لخدمة أغراض الحوكمة: دراسة تحليلية مقارنة"

إعداد

د/عادل عبد الفتاح مصطفى الميهي

قسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة طنطا



"الإفصاح والشفافية في صناديق الاستثمار  
لخدمة أغراض الحوكمة: دراسة تحليلية مقارنة"

إعداد

د/ عادل عبد الفتاح مصطفى

المبهي

قسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة طنطا

ملخص:

تضمنت لائحتي صناديق الاستثمار السعودية والمصرية الجديديتين قواعد للإفصاح والشفافية لتدعيم أغراض الحوكمة، منها استحداث لجنة المطابقة والالتزام، والمراقب الداخلي، والإفصاح عن أسماء أعضاء هذه اللجنة عند طلب طرح وحدات ووثائق الاستثمار، والإفصاح عن بيانات تفصيلية عن مدير الصندوق والاستثمار، ومراجع حسابات الصندوق، وأمين الحفظ، وأعضاء مجلس إدارة الصندوق، والأعضاء المستقلين، والإفصاح عن كافة أنواع الأتعاب والرسوم المرتبطة بالصندوق، وعن قيمة مكافأة أعضاء مجلس الإدارة خلال آخر السنة، والإفصاح عن القوائم المالية السنوية ونصف السنوية. بالإضافة إلى إعداد ملخص للإفصاح المالي سنوياً على الأقل، يضم جدول يوضح الأداء السابق، مع رسم بياني يوضح التطور في الأداء، والإفصاح عن المخاطر الرئيسية المرتبطة بالاستثمار في الصندوق، وإعداد ملخص بهذه المخاطر ضمن شروط وأحكام الصندوق. وقد جاءت هذه القواعد الجديدة تطبيقاً لمفهوم حوكمة صناديق الاستثمار. وقد استهدف البحث إجراء دراسة تحليلية مقارنة لقواعد الإفصاح والشفافية الواردة في لائحتي صناديق الاستثمار السعودية المصرية الجديديتين، وبيان أثر هذه القواعد الجديدة على أداء صناديق الاستثمار. وباستخدام عينة من صناديق الاستثمار السعودية والمصرية، وأحد الاختبارات الإحصائية المعلمية واللامعلمية، تم تحليل نتائج الدراسة التطبيقية. وتشير نتائج البحث إلى أن القواعد الجديدة للإفصاح والشفافية لصناديق الاستثمار السعودية والمصرية أدت إلى تحسين أداء هذه الصناديق.

١ - إطار البحث

١-١ مقدمة

ترامن صدور لائحة صناديق الاستثمار السعودية الجديدة مع صدور لائحة صناديق الاستثمار المصرية الجديدة. فقد شهدت المملكة العربية السعودية خلال

النصف الثاني من عام ٢٠٠٦. إصدار العديد من التشريعات واللوائح المنظمة للسوق المالية السعودية. ففي ديسمبر من عام ٢٠٠٦ صدرت لائحة صناديق الاستثمار السعودية، والصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية السعودية، بموجب القرار رقم ٢١٩-٢٠٠٦، كما صدر في نوفمبر من عام ٢٠٠٦ لائحة حوكمة الشركات السعودية، والمنظمة لقواعد التعامل مع حقوق المساهمين، ومجلس الإدارة، والإفصاح والشفافية. كما صدر في يوليو من نفس العام لائحة صناديق الاستثمار العقاري.

وقد جاءت لائحة صناديق الاستثمار السعودية الجديدة لتشجيع الاستثمار في هذه الصناديق، وك محاولة لثوقف الخسائر المتتالية والمتراكمة في الاستثمار في هذه الأوعية الاستثمارية، والتي تحققت منذ إنهيار السوق في فبراير من عام ٢٠٠٦، والتي ترجع أسبابها الرئيسية إلى غياب الشفافية والرقابة. فطبقاً لما أصدرته مؤسسة النقد العربي السعودي، فقد حقق إجمالي أصول صناديق الاستثمار التابعة للمصارف التجارية السعودية انخفاضاً في الربع الثاني من عام ٢٠٠٦ نسبته ٢٠,٩%، أي بنحو ٢٨,٨ مليار ريال، مقارنة بارتفاع نسبته ٠,٧%، أي حوالي واحد مليار ريال خلال الربع الأول من العام ذاته. كما تراجع عدد المشتركين في الصناديق الاستثمارية التي تديرها البنوك المحلية السعودية بنهاية الربع الثاني من عام ٢٠٠٦ ليصل إلى ٥٨٢ ألف مشترك. وبعد صدور لائحة صناديق الاستثمار السعودية الجديدة قلصت صناديق الاستثمار خسائرها السوقية مع بداية عام ٢٠٠٧ لنحو ٣٠,٢٦%، لتعويض خسائرها المتتالية والمتراكمة خلال عام ٢٠٠٦.

وفي المقابل، وفي يوليو لسنة ٢٠٠٧ أصدر وزير الاستثمار المصري القرار رقم (٢٠٩) بتعديل الفصل الثاني من الباب الثالث من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، وصدور لائحة صناديق الاستثمار المصرية الجديدة. وقد جاءت هذه اللائحة الجديدة لتشجيع الاستثمار في هذه الصناديق، وتضمنت كثير من قواعد الإفصاح والشفافية لتدعيم أغراض الحوكمة، وخاصة فيما يتعلق بالإفصاح الدقيق وحقوق المساهمين وتشكيل مجلس الإدارة.

ويتناول هذا البحث تحليل مقارن للائحتي صناديق الاستثمار السعودية والمصرية الجديديتين، لبيان الإفصاح والشفافية في اللائحتين، ولتوضيح أغراض الحوكمة اللازمة لتدعيم مفهوم حوكمة صناديق الاستثمار Mutual Funds Governance.

## ٢-١ طبيعة المشكلة والدافع على الدراسة

يعتبر مبدأ الإفصاح والشفافية من مبادئ الحوكمة الأساسية والصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD عام ٢٠٠٤، والذي جاء فيه أن إطار الحوكمة يجب أن يكفل الإفصاح الدقيق وفي الوقت الملائم لكل من الموقف المالي والأداء والملكية وأسلوب الإدارة وممارسة السلطة، بالإضافة إلى العناصر التالية (OECD, ٢٠٠٤):

- أهداف الشركة والنتائج المالية والتشغيلية لها.
  - عوامل المخاطرة المرتبطة بأنشطة الشركة.
  - المكافآت والمزايا المتعلقة بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين والعاملين وغيرهم من أصحاب المصالح.
  - هيكل وممارسات الحوكمة المتبعة بالشركة.
  - الوفاء بمتطلبات الإفصاح غير المالي.
  - إعداد ومراجعة القوائم المالية وفقاً لمعايير الجودة المحاسبية والمالية.
- وتعتبر تجربة الاستثمار في صناديق الاستثمار من التجارب القديمة على المستوى العالمي، ومن التجارب الحديثة نسبياً على المستوى العربي. فالبداية الحقيقية للصناديق الاستثمارية العالمية تحققت في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٢٤، حينما تم إنشاء أول صندوق في بوسطن باسم Massachusetts Investment Trust على يد أساتذة جامعة هارفارد الأمريكية. واستمرت صناديق الاستثمار في التزايد بسرعة حتى وصل عددها الإجمالي في منتصف عام ٢٠٠٥ إلى نحو ٥٦ ألف صندوق استثماري على مستوى العالم، تتعدى صافي أصولها الاستثمارية مبلغ ١٦,٤ تريليون دولار أمريكي. أما على المستوى العربي فتعتبر المملكة العربية السعودية الرائدة في هذا المجال، حيث أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري في المنطقة العربية باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" في عام ١٩٧٩، في حين صدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار السعودية مع بداية عام ١٩٩٣. واستمرت البنوك السعودية نتيجة لنجاح هذه التجربة في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية المتنوعة، حتى بلغ عدد صناديق الاستثمار لدى البنوك السعودية ٢٠٠ صندوقاً بنهاية عام ٢٠٠٥، منها ١٨٧ صندوقاً مفتوحاً، وعدد ١٣ صندوقاً مغلقاً (هيئة السوق المالية السعودية، صناديق الاستثمار، ٢٠٠٦).

أما بالنسبة لباقي الدول العربية، فقد تم خوض تجربة الاستثمار في صناديق الاستثمار بنسب متفاوتة من النجاح، ففي مصر ظهرت الصناديق الاستثمارية من

خلال أول صندوق استثماري أنشأه البنك الأهلي المصري عام ١٩٩٤، وذلك بعد صدور قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، ولائحته التنفيذية، والذي نظم القواعد والإجراءات المتبعة في أنشطة صناديق الاستثمار المصرية. وقد تزامن هذا مع تنفيذ برنامج الخصخصة والذي بدأ في مصر في بداية التسعينات. وقد تطور عدد صناديق الاستثمار المصرية نتيجة لذلك حتى وصل إلى سبع وعشرون صندوقاً مع نهاية عام ٢٠٠٥ بإجمالي رؤوس أموال قدرها أكثر من أربع مليارات جنيهاً (التقرير السنوي للهيئة العامة لسوق المال المصري، ٢٠٠٥).

وقد حدثت طفرة في أداء صناديق الاستثمار السعودية، وأداء السوق السعودي بوجه عام، خلال الفترة منذ عام ٢٠٠٣ حتى فبراير ٢٠٠٦، حيث بدأت التراجعات والهبوط الحاد للسوق. وقد سجل أداء صناديق الاستثمار في الأسهم السعودية خلال هذه الفترة نتائج أفضل من نتائج سوق الأسهم السعودية "تداول"، سواء من حيث الإرتفاع أو الإنخفاض. فقد تفوق مؤشر صناديق الأسهم التقليدية السعودية على مؤشر "تداول"، حيث إرتفع منذ إنشائه حتى ٢٥ فبراير ٢٠٠٦ بنسبة ٩٨٤%، بفارق إيجابي قدره ٦٧% عن مؤشر تداول، والذي إرتفع بنسبة ٩١٧% خلال نفس الفترة. وترجع أفضلية أداء صناديق الاستثمار السعودية مقارنة بالسوق إلى إعتبارها الخيار الأنسب للمستثمر العادي، حيث تدار من قبل ذوى الخبرة والإختصاص، فيما يتفاوت أداء هذه الصناديق، لتترك للمستثمر القرار الأخير في إنتقاء الأفضل منها (هيئة السوق المالية السعودية، صناديق الاستثمار، ٢٠٠٦).

ومنذ فبراير ٢٠٠٦ بدأ الهبوط والإنهيار في أداء صناديق الاستثمار السعودية، فقد خسر مؤشر صناديق الاستثمار في الأسهم التقليدية ما نسبته ٦٢% خلال النصف الأول من عام ٢٠٠٦ فقط، ووصل حجم الخسائر في صافي أصول الصناديق الاستثمارية حتى نهاية عام ٢٠٠٦ نحو ٩٢,٢ مليار ريال، أى ما يعادل ٦٧,٤% من صافي قيمتها المسجلة في فبراير ٢٠٠٦. وطبقاً لما أصدرته مؤسسة النقد العربى السعودية فقد بلغت خسائر صناديق الاستثمار السعودية والتابعة للمصارف التجارية خلال الربع الثانى من عام ٢٠٠٦ مبلغ ٢٩ مليار ريال، وتراجع عدد المشتركين في الصناديق الاستثمارية التى تديرها البنوك المحلية خلال هذه الفترة ليصل إلى ٨٥٢ ألف مشترك، بإنسحاب أكثر من ٨٠ ألف مستثمر في هذه الصناديق، بعد تراجع قيمة الأصول التى تديرها بنسبة ٢١% لتصل إلى ١٠٩,٢ مليار ريال، وليصل متوسط خسائر صناديق الاستثمار السعودية في سوق الأسهم المحلية خلال عام ٢٠٠٦ إلى ٣٧,٩% وقد أرجع أغلب المحللين أسباب تفاقم خسائر صناديق الاستثمار السعودية

إلى غياب الشفافية والرقابة على أداء هذه الصناديق (هيئة السوق المالية السعودية، التقرير الأول، ٢٠٠٦).

ولمحاولة وقف الخسائر المتراكمة والمتتالية في صناديق الاستثمار السعودية، أصدرت هيئة السوق المالية السعودية لائحة صناديق الاستثمار السعودية في ديسمبر ٢٠٠٦، والتي تنظم تأسيس صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية، وإجراءات الترخيص لها وشروطه، وما يتصل بإدارتها والإشراف عليها، وطرح وحداتها واستردادها، وجميع الأنشطة المرتبطة بها.

وفي المقابل، حدث تطور هام في أنشطة صناديق الاستثمار المصرية مع صدور لائحة صناديق الاستثمار الجديدة عام ٢٠٠٧، والصادرة بقرار وزير الاستثمار المصري رقم (٢٠٩)، والذي ألغى فيه اللائحة القديمة لصناديق الاستثمار المصرية، والتي كان ينظمها الفصل الثاني من الباب الثالث من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، واستبدالها بفصل جديد تحت عنوان صناديق الاستثمار. وقد جاءت اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية متضمنة ستة أقسام رئيسية، تدور معظمها حول تدعيم قواعد الحوكمة وخاصة فيما يتعلق بالإفصاح والشفافية.

وقد قدم الباحثون في مجال القياس والتقييم المحاسبي لصناديق الاستثمار في المنطقة العربية الحل لكثير من المشاكل المرتبطة بها، إلا أن معظم هذه الدراسات تركزت حول دراسة تقييم أداء صناديق الاستثمار (أنظر على سبيل المثال: د. نهال فريد مصطفى، ١٩٩٧؛ د. ممدوح عبد الحميد، ١٩٩٨؛ د. سامي أحمد، ٢٠٠٠) أو دراسة العوامل المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار (أنظر على سبيل المثال: د. السيد البدوي عبد الحافظ، ٢٠٠٠؛ د. محمد عبده مصطفى، ٢٠٠٠؛ د. جلال إبراهيم العبد، ٢٠٠٥) أو دراسة التقييم المحاسبي والضريبي لصناديق الاستثمار (أنظر على سبيل المثال: د. عنايات حامد، ١٩٩٥؛ د. ممدوح صادق، ٢٠٠٢). ولم تتناول هذه الدراسات تحليل للائحة الجديدة لصناديق الاستثمار السعودية أو المصرية، خاصاً ما يتعلق بالإفصاح والشفافية في هاتين اللائحتين، والتي تدعم من أغراض الحوكمة.

وبالتحديد فإن هذه الدراسة تحاول الإجابة على الأسئلة البحثية التالية:

أ - ما هو دور اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار السعودية واللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية في تحسين الإفصاح والشفافية؟

- ب- هل تساهم اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار السعودية واللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية في تدعيم أغراض الحوكمة؟
- ج- هل تحسن أداء صناديق الاستثمار السعودية وأداء صناديق الاستثمار المصرية بعد صدور اللائحتين الجديدتين؟

### ٣-١ هدف البحث

الهدف العام للبحث هو بيان الإفصاح والشفافية في اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار السعودية واللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية، وتوضيح العلاقة بينهما وبين قواعد حوكمة الشركات. ويتفرع من هذا الهدف ثلاثة أهداف فرعية هي:

أ - تحليل للائحتي صناديق الاستثمار السعودية والمصرية الجديدتين.

ب- بيان دور اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار السعودية واللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية في تدعيم أغراض الحوكمة، خاصاً فيما يتعلق بالإفصاح والشفافية.

ج- بيان أثر القواعد الجديدة للإفصاح والشفافية الواردة في اللائحتين الجديدتين لصناديق الاستثمار السعودية والمصرية على أداء هذه الصناديق.

### ٤-١ منهج البحث

النموذج المستخدم في هذا البحث هو النموذج الاستقرائي، من خلال تحليل واستقراء اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار السعودية واللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية، والدراسات التي تناولت دور صناديق الاستثمار في مجال الإفصاح والشفافية والحوكمة. ومن حيث أداة البحث، تعتمد الدراسة على بعض مفاهيم نظرية التمويل. أما من حيث وسيلة البحث، فتستخدم الدراسة أسلوب الدراسة المكتبية عند تحليل لائحتي صناديق الاستثمار السعودية والمصرية، وأسلوب البيانات المنشورة عند إجراء الدراسة التطبيقية.

### ٥-١ فروض البحث

تسعى الدراسة إلى التحقق من صحة فرض رئيسي هو:

"أدت القواعد الجديدة للإفصاح والشفافية الواردة في اللائحتين الجديدتين لصناديق الاستثمار السعودية والمصرية إلى تحسين أداء هذه الصناديق، نظراً لما توفره من قواعد جديدة لحوكمة صناديق الاستثمار".



## ٦-١ أهمية البحث

تعد صناديق الاستثمار أوعية استثمارية تتيح للأشخاص الذين لا يملكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في الأسواق العالمية والمحلية، وتقوم هذه الأوعية بدورا كبيرا في تحقيق التنمية الاقتصادية، وتنشيط أسواق المال بصفة عامة، حيث تتعامل في السوق الثانوية، وليس في سوق الإصدار الأولى. ولذلك فهناك دور متزايد للاستثمارات المؤسسية - خاصة في اقتصاديات الدول المتقدمة - في تحقيق الاستقرار والازدهار للأسواق المالية. فقد بلغ حجم أصول صناديق الاستثمار الأمريكية أكثر من ٨ تريليون دولار، ويبلغ عدد المستثمرين أكثر من ٩٠ مليون مساهم في أكثر من ٨٠٠٠ صندوق استثماري.

وعلى مستوى المنطقة العربية تعتبر تجربة المملكة العربية السعودية وجمهورية مصر العربية رائدة في مجال الاستثمار في صناديق الاستثمار، واستخدامها كأحدى وسائل نجاح سياسات الخصخصة. فقد بلغت صناديق الاستثمار السعودية خلال الربع الأول من عام ٢٠٠٧ عدد ٢١٥ صندوقاً استثمارياً، تقدر أصولها بأكثر من ٢٠٠ مليار ريال، وتعمل في مجالات الأسهم المحلية والدولية وأسواق النقد. في حين بلغ عدد صناديق الاستثمار المصرية مع نهاية عام ٢٠٠٧ تسع وثلاثون صندوقاً، يقدر إجمالي رؤوس أموالها بحوالي خمسة مليار جنية. كما حدثت كثير من التطورات في القطاع المالي السعودي والمصري، أدت إلى تحرير صناعة الخدمات المالية، وتزايد إصدار التراخيص للشركات المالية لممارسة أعمال الوساطة المالية، والخدمات المالية المختلفة، وبحيث لا تقتصر فقط على قطاع البنوك. بالإضافة إلى إصدار الكثير من القواعد والتشريعات المنظمة للاستثمار في صناديق الاستثمار السعودية والمصرية، والتي من آخرها إصدار مجلس هيئة السوق المالية السعودية لللائحة صناديق الاستثمار السعودية الجديدة، وإصدار وزير الاستثمار المصري لللائحة صناديق الاستثمار المصرية. وتهدف كلا من اللائحتين أساساً إلى إرساء قواعد الإفصاح والشفافية، وتوجيه الاستثمار التوجيه السليم، بتدعيم قواعد الحوكمة في هذه الصناديق.

## ٧-١ حدود البحث

يتناول هذا البحث تحليل للإفصاح والشفافية في لائحتي صناديق الاستثمار السعودية والمصرية الجديدين، لبيان دورهما في خدمة أغراض حوكمة صناديق الاستثمار، وبيان أثرهما على أداء هذه الصناديق. ويخرج عن نطاق هذا البحث ما يلي:

أ- العوامل الأخرى المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار بخلاف الإفصاح عن لائحة صناديق الاستثمار الجديدة.

ب- العناصر الأخرى الواردة في لائحة صناديق الاستثمار الجديدة سواء السعودية أو المصرية بخلاف المتعلقة بالإفصاح والشفافية وحوكمة صناديق الاستثمار.

ج- قياس وتقييم أداء صناديق الاستثمار باستخدام نماذج التقييم المركبة، والمستخدم في قياس العائد والمخاطرة في صناديق الاستثمار، حيث تستخدم الدراسة نموذج التغير في العائد، وعلى مستوى جميع صناديق الاستثمار.

د- قياس أداء صناديق الاستثمار في فترات أخرى بخلاف فترة الدراسة الحالية، وهي سنة قبل وبعد صدور اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار.

#### ٨-١ تنظيم البحث

يتناول القسم الثاني من هذا البحث استقراء تحليلي لأهم الدراسات السابقة التي تناولتها الأدبيات المختلفة في مجال المعالجة المحاسبية لصناديق الاستثمار، وحوكمة صناديق الاستثمار. ويختص القسم الثالث بوضع الإطار النظري للبحث، من خلال استعراض نبذة تاريخية عن تطور السوق المالية السعودية والمصرية، والمفاهيم العامة المرتبطة بالاستثمار في صناديق الاستثمار، وأساسيات مفهوم حوكمة صناديق الاستثمار، وتحليل للإفصاح والشفافية في اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار السعودية والمصرية على التوالي. ويختص القسم الرابع بعرض تصميم الدراسة التطبيقية، والمستخدم في اختبار الفرض الرئيسي للبحث. والقسم الخامس تم تخصيصه لتحليل ومناقشة نتائج البحث، والقسم السادس والأخير تم تخصيصه لعرض خلاصة البحث والتوصيات لبحوث مستقبلية.

#### ٢- الدراسات السابقة المرتبطة بالبحث

تعتبر تجربة صناديق الاستثمار في المنطقة العربية بوجه عام، وفي المملكة العربية السعودية، وجمهورية مصر العربية بوجه خاص، تجربة حديثة نسبياً، وخاصة إذا ما قورنت بالأسواق العالمية، وبالتالي لم تلقى بعد الاهتمام الكاف من جانب الأكاديميين والمهنيين. ونظراً لذلك، فقد نقلت أعداد الدراسات السابقة المرتبطة بصناديق الاستثمار، وخاصة المتعلقة منها بالمعالجات المحاسبية لهذه الصناديق. وفيما يلي أهم الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع البحث.

- دراسة (د. ممدوح صادق، ٢٠٠٢): تناولت الدراسة تقييم الإفصاح المحاسبي لصناديق الاستثمار المصرية، وتحديد مدى كفاية المتطلبات الأساسية والتطبيقية للإفصاح المحاسبي لصناديق الاستثمار المصرية، وذلك من خلال تصميم استمارة استقصاء تم توجيهها لعينة من شركات ومحلي الاستثمار في صناديق الاستثمار

المصرية بلغت ٩٢ مفردة. وقد استخدمت الدراسة أساليب تحليل إحصائية وصفية واختباريه، كاختبار كاي<sup>٢</sup> وأسلوب متوسط التحقق. وقد قدمت الدراسة مقارنة بين متطلبات الإفصاح المحاسبي لصناديق الاستثمار المصرية، والمحددة من جانب الجهات الرقابية المختصة، وبين ما يتم الإفصاح عنه وينشر بالفعل، وذلك من حيث أنواع القوائم والتقارير المنشورة، والمحتوى المعلوماتي والنطاق الزمني للتقارير المنشورة. وقد توصلت الدراسة الى أن واقع الإفصاح المحاسبي لصناديق الاستثمار المصرية خلال فترة الدراسة يتسم في مضمونه بالطابع القانوني، مع الاهتمام بالمضمون الاقتصادي، وأن الإفصاح الفعلي لصناديق الاستثمار لا يفي بالمتطلبات الأساسية التي حددتها الجهات المختلفة المختصة. بالإضافة إلى أن أهم مجالات تحسين الإفصاح المحاسبي لصناديق الاستثمار المصرية تتمثل في إضافة بيانات أخرى للتقارير والقوائم المنشورة، وزيادة درجة التفصيل في المحتوى المعلوماتي للقوائم التقارير المنشورة، ونشر جداول وقوائم ملحقه بجانب زيادة الإفصاح في صلب القوائم والتقارير المنشورة.

- دراسة (Tkac, ٢٠٠٤): استهدفت الدراسة بيان أثر القواعد والتنظيمات الجديدة الصادرة من الجهات الرقابية الأمريكية والمتعلقة بصناديق الاستثمار على مصالح المستثمرين والشركات الاستشارية الأمريكية، مع الأخذ في الاعتبار مشاكل الوكالة المرتبطة بالاستثمار في هذه الصناديق. وتتضمن هذه القواعد الجديدة قانون الشفافية وتكامل صناديق الاستثمار الصادر عن المجلس الأمريكي لمدوبي صناديق الاستثمار عام ٢٠٠٣، والقواعد العشرة الجديدة الصادرة عن لجنة البورصة الأمريكية SEC والمتعلقة بأنشطة صناديق الاستثمار والصادرة عام ٢٠٠٤. والهدف الأساسي لهذه التنظيمات والقواعد الجديدة هو الحد من الفضائح المالية الأخيرة، وحماية ٩٥ مليون مستثمر في صناديق الاستثمار الأمريكية، والقضاء أو الحد من تعارض المصالح في إدارة صناديق الاستثمار. وانتهت الدراسة إلى اقتراح مجموعة من الإجراءات للحد من الممارسات الخاطئة في صناديق الاستثمار، ولحماية مصالح المستثمرين، منها استحداث أنشطة التحوط والدخول في ترتيبات مالية لينة Soft-Dollar Arrangements ، وتطبيق أسلوب مكافأة وحوافز المديرين، والتطبيق الجيد لهيكل الحوكمة Governance Structure ومفهوم حوكمة صناديق الاستثمار Fund Governance ، وتطبيق مستوى عال من الإفصاح والشفافية في صناديق الاستثمار، وخاصة فيما يتعلق برسوم صناديق الاستثمار.

- دراسة (Huddart and Narayanan, ٢٠٠٢): استهدفت الدراسة فحص الأثر الضريبي للمكاسب الرأسمالية على الاستثمار في صناديق الاستثمار، بالتحديد

على قرارات البيع التي يتخذها مديري صناديق الاستثمار. وقد بحثت الدراسة فيما اذا كان مديرو الاستثمار يقوموا باتخاذ قرارات بيع أسهم صناديق الاستثمار تبعاً للموقف الضريبي للمؤسسات المستثمر فيها، والعلاقة بالمكاسب الرأسمالية، وخاصة المكاسب الرأسمالية الزائدة أو غير المحققة *Capital Gains Overhang* وصافي المكاسب المحققة السنوية. وتناولت الدراسة الأثر الضريبي لقرارات الأسهم التجارية للمؤسسات المالية وليس على مستوى الأفراد، لبيان العلاقة بين ضرائب الأرباح الرأسمالية والسلوك الاستثماري المؤسسي، وخاصة بعد مطالبة لجنة البورصة الأمريكية SEC مديري الاستثمار بالإفصاح عن صافي عوائد صناديق الاستثمار بعد الضرائب، لمعرفة الأثر الضريبي على عوائد صناديق الاستثمار. ولتحديد مدى الارتباط بين العوائد الضريبية وقرارات الاستثمار التجارية لصناديق الاستثمار في ضوء علاقة الوكالة بين مستشاري الاستثمار والمستثمرين، استخدمت الدراسة عينة من صناديق الاستثمار الأمريكية بلغت ٣٠٠ صندوق، خلال الفترة من عام ١٩٨٨ حتى عام ١٩٩٢، وتكونت مجموعة المراقبة من صناديق المعاشات والاتحادات المعفاة ضريبياً. وباستخدام نماذج الانحدار، توصلت الدراسة إلي أن قرار بيع الأسهم لصناديق الاستثمار يتوقف على حجم المكاسب أو الخسائر الرأسمالية المحققة، وأن استجابة المؤسسات الاستثمارية للعوامل الضريبية تختلف على حسب نوع وحجم المؤسسة. كما توصلت الدراسة إلى وجود اختلافات جوهرية بين أنواع المؤسسات الاستثمارية في بيان أثر العوامل الضريبية على الاستثمار في صناديق الاستثمار.

- دراسة (Yaman and Sinan, ٢٠٠٦): تناولت الدراسة العلاقة بين الخصائص العامة لمجلس إدارة صناديق الاستثمار وخصائص المديرين المستقلين من جهة، وبين حجم الرسوم الاستشارية، وذلك في ضوء مفهوم حوكمة صناديق الاستثمار *Mutual Fund Governance*. واعتبرت الدراسة الرسوم الاستشارية أحد مخرجات التفاوض بين مجلس إدارة صندوق الاستثمار والمستشار الاستثماري للصندوق، والتي تمثل أحد مهارات الحوكمة *Governance Skills* لمجلس إدارة صندوق الاستثمار. وتشير نتائج الدراسة إلي أن مجلس إدارة صندوق الاستثمار يقوم بتعديل استراتيجيات الرسوم الاستشارية تبعاً لآليات السوق، وأن صناعة صناديق الاستثمار تقوم بتنظيم قواعد التعامل فيها ذاتياً *Self Disciplinary*. بالإضافة إلى أن مجالس إدارات صناديق الاستثمار الكبيرة، والتي تضم عدد كبير من المديرين المستقلين، تميل إلى تحسين قواعد الحوكمة، وأن التركيبة المتنوعة والكبيرة لمجلس إدارة صندوق الاستثمار، بجانب الخصائص الفردية لأعضاء مجلس الإدارة، تمثل عوامل جوهرية في اكتساب مهارات الحوكمة لمجلس إدارة الصندوق، وفي توفير الخبرة العالية

والمختصة لأعضاء مجلس إدارة الصندوق، وتحقيق منافع كبيرة للمستثمرين. كما توصلت الدراسة إلى أن تمتع أعضاء مجلس إدارة صندوق الاستثمار بمؤهلات علمية عالية، والتي تنعكس على حجم المكافآت والحوافز، تحقق التوافق في المصالح مع المستشارين الاستثماريين للصندوق، وأن زيادة درجة استقلال المديرين التنفيذيين تحقق تحسن جوهري في قواعد حوكمة صناديق الاستثمار.

- دراسة (Haslem, ٢٠٠٧): تمثل الهدف الأساسي لهذه الدراسة في تقييم الإفصاح الحالي لصناديق الاستثمار الأمريكية وفقا لمفهوم الشفافية، وفي ضوء الفضائح المالية الأخيرة، والقواعد والتنظيمات الجديدة المتعلقة بالإفصاح والشفافية في صناديق الاستثمار. وأشارت الدراسة الى أن مفهوم شفافية الإفصاح في صناديق الاستثمار يمثل الانفتاح المؤسسي Institutional Openness لصندوق الاستثمار، والذي يوفر للمستثمر القدرة على الرقابة وتقييم أداء المستشارين الاستثماريين لصناديق الاستثمار، ويتحقق بتوافر مجموعة من الخصائص في المعلومات المفصح عنها، مثل إمكانية الوصول Accessible والملاءمة Relevant وإمكانية الاعتماد Reliable وجودة جيدة Good Quality. وهذا المفهوم العام لشفافية الإفصاح في صناديق الاستثمار يمثل التدفق المتزايد للمعلومات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، والتي يجب أن تتصف بالحدثة وإمكانية الاعتماد عليها، والتي يجب توفيرها لجميع أصحاب المصالح المناسبين. وقد قامت الدراسة بتطوير مفهوم جديد لشفافية الإفصاح في صناديق الاستثمار هو الشفافية العيارية Normative Transparency بخلاف مفهوم الشفافية الموجبة Positive Transparency، بهدف حماية المستثمر من الممارسات التجارية غير القانونية، مثل التعامل الداخلي غير القانوني، التعاملات التجارية المتأخرة، السمسة الموجهة Directed Brokerage. وأشارت الدراسة إلى أن مفهوم الشفافية العيارية لصناديق الاستثمار يعكس مدخل "ماذا يجب" Should be، والذي يعني أن يتم تقييم شفافية صندوق استثماري معين في ضوء ما يجب أن تكون عليه القوانين والتنظيمات وأفضل الممارسات. وتعكس الشفافية في ضوء هذا المفهوم الإفصاح الاختياري الفعال لصناديق الاستثمار، بخلاف الإفصاح القانوني والنظامي، والذي يتيح للمستثمر إمكانية اتخاذ قرارات معلوماتية جيدة. ولتحقيق هذا المفهوم في صناديق الاستثمار يجب على الفئات المختلفة - وليس مجلس إدارة الصندوق فقط - من جهات رقابية وتنظيمية، والمستشارين الاستثماريين، ومديري الاستثمار، والمديرين المستقلين، العمل على حماية أصحاب مصالح المستثمرين في صناديق الاستثمار. وقد طبقت الدراسة مفهوم الإفصاح العياري على الإفصاح عن

نسبة المصروفات في صناديق الاستثمار الأمريكية، والمتعلقة بالإفصاح عن الرسوم الإدارية والرسوم التسويقية والمصاريف الأخرى لصناديق الاستثمار.

- دراسة (د. فراج محمد، ٢٠٠٨): تناولت الدراسة تقييم مدى ملائمة الشكل الحالي للاستثمار المؤسسي لطبيعة سوق الأوراق المالية المصرية، وذلك من خلال تحديد طبيعة العلاقة بين متوسط عائد الاستثمار المؤسسي، ومتوسط عائد الاستثمار في السوق المصري. وكذلك تحديد العلاقة بين كفاءة السوق المصري ومستوى العوائد الخاصة بصناديق الاستثمار، للتعرف على علاقة الاستثمار المؤسسي وكفاءة السوق. وقد تمثل مجتمع الدراسة في جميع صناديق الاستثمار المصرية العاملة في السوق خلال الفترة من بداية عام ٢٠٠٤ حتى نهاية عام ٢٠٠٧، والبالغ عددها ٢١ صندوق استثمار، بإجمالي فترات أسبوعية ١٩٨ فترة أسبوعية. واستخدمت الدراسة في تحليل النتائج اختبار T-test، وأسلوب التحولات Run Test، وأسلوب الانحدار الذاتي، ومنهج بوكس جنكنز Box Jenkins. وانتهت الدراسة إلى عدم وجود فروق معنوية بين متوسط عائد صناديق الاستثمار المصرية ومتوسط عائد السوق، وأن عوائد تحركات صناديق الاستثمار تتسق مع تحركات عوائد الاستثمار في السوق، حيث يسعى مدير الاستثمار إلى تكوين محفظة استثمارية مماثلة لمحفظة السوق. ومن حيث علاقة الاستثمار المؤسسي بكفاءة السوق المصري، توصلت الدراسة إلى عدم كفاءة السوق المصري في الشكل الضعيف.

ومن العرض السابق لأهم الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع البحث، يتضح أن غالبية هذه الدراسات تبنت وجهة النظر الاقتصادية أو التمويلية أو القانونية، وقليل منها تبنت وجهة النظر المحاسبية، وخاصة تلك المتعلقة بالإفصاح المحاسبي لصناديق الاستثمار. فقد تركزت الدراسات المحاسبية السابقة المتعلقة بصناديق الاستثمار حول القياس والتقييم المحاسبي لهذه الصناديق، وخاصة فيما يتعلق بتقييم أداء صناديق الاستثمار، والعوامل المؤثرة على هذا الأداء، وكذلك المعالجة الضريبية لصناديق الاستثمار، والموقف الشرعي من الاستثمار في هذه الأوعية الاستثمارية. بالإضافة إلى أن الدراسات السابقة المتعلقة بالمعالجات المحاسبية لصناديق الاستثمار - في حدود علم الباحث - لم تتناول دراسة مفهوم الشفافية والإفصاح المحاسبي لصناديق الاستثمار السعودية والمصرية في ظل اللائحيتين الجديتين لصناديق الاستثمار في الدولتين، ومدى ارتباط هذا المفهوم بمدخل حوكمة صناديق الاستثمار، نظراً لحدثة إصدار اللائحيتين، وحدثة تطبيق هذا المدخل في صناديق الاستثمار.

### ٣- الإطار النظري للبحث

#### ٣-١ نبذة عن تطور السوق المالية السعودية والمصرية

شكل صدور نظام السوق المالية السعودية وتشكيل مجلس هيئة السوق المالية، كجهة إشرافية ورقابية، نقله نوعية مهمة في هيكل السوق المالية السعودية. ففي البداية تولت اللجنة الوزارية المشكلة من وزير المالية ووزير التجارة ومحافظ مؤسسة النقد العربي السعودي، وضع الضوابط التنظيمية لسوق الأسهم السعودي منذ عام ١٩٨٤. وانبثق عن هذه اللجنة الوزارية لجنة الإشراف على سوق الأسهم السعودي، والتي من خلالها تأسست الشركة السعودية لتسجيل الأسهم في عام ١٩٨٤، لتقوم بهام التسوية والمقاصة لعمليات التداول (هيئة السوق المالية السعودية، التقرير الأول، ٢٠٠٦).

وشهد عام ١٩٩٠ نقله نوعيه في نشاط تداول الأسهم في السوق السعودي، بتشغيل النظام الآلي لمعلومات الأسهم (ESIS)، والذي أتاح إمكانية التداول الآلي لجميع الأسهم عبر البنوك السعودية المحلية. وقد ساهم هذا النظام في تركيز سوق الأسهم السعودي في سوق موحده، تلتقى فيها العروض والطلبات، ووفر العدالة في إدخال الأوامر وتنفيذها بصرف النظر عن مصدرها الجغرافي.

وقد مر النظام الآلي لمعلومات الأسهم السعودي بعدة مراحل أساسية تم من خلالها تطويره وتحديثه، فقد تم توسيع نطاق البيانات والمعلومات الخاصة بالتداول والأسعار اليومية، لخدمة البنوك وفروعها، وتطبيق نظام إدخال أوامر البيع والشراء مباشرة من فروع البنوك، وتسوية الصفقات في اليوم التالي من تنفيذ العملية بعد التأكد من بيانات الإشعارات آلياً، وقصر التداول على الإشعارات دون الشهادات.

وفي عام ٢٠٠١ تم تشغيل جيل جديد من أنشطة التداول والتسوية الآلي أطلق عليه نظام "تداول"، يتميز بالتسوية الآلية للعمليات (T+D) مما يتيح للمستثمر إمكانية الشراء والبيع عدة مرات في اليوم الواحد. وقد ساعد النظام الآلي الجديد للتداول في السوق السعودية على إحداث زيادة كبيرة في صفقات الأسهم المتداولة، ووصل عدد الشركات المتداولة أسهمها من خلال النظام إلى ٧٧ شركة خلال الصنف الأول من عام ٢٠٠٥.

وقد شهد عام ٢٠٠٣ نقله نوعية أخرى في السوق السعودي بإصدار نظام السوق المالية السعودي، بهدف إعادة هيكل السوق المالية على أسس جديدة ومتطورة لتعزيز ثقة المستثمرين وتوفير مزيداً من الإفصاح والشفافية. وقد ارتكز النظام على تحديد دور المؤسسات الإشرافية والرقابية والتشغيلية للسوق المالية السعودية، وبيان

مهامها، وفصل الدور الإشرافي والرقابي عن الدور التنفيذي، من خلال إنشاء مؤسسات جديدة للسوق، والتي من أهمها ما يلي:

- هيئة السوق المالية: وهي الهيئة الرقابية والإشرافية للسوق المالية.
- السوق المالية السعودية: وهي الجهة المعنية بالمهام التشغيلية للسوق.
- لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية: وهي لجنة تختص بالفصل في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية وقواعد الهيئة والسوق وتعليماتها. وتتولى لجنة الاستئناف النظر في الشكاوى أو الدعاوى المرفوعة بشأن القرارات الصادرة من لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية.
- مركز إيداع الأوراق المالية: وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة في السوق وتسجيل ملكيتها ونقلها وتسويتها.

وهيئة السوق المالية السعودية والتي تأسست بموجب نظام السوق المالية هي هيئة حكومية ذات إستقلال مالي وإداري، وتتولى الإشراف على تنظيم السوق المالية وتطويرها، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية، من أجل توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة الثقة فيه، والتأكد من التزام الشركات المساهمة المدرجة في السوق بالإفصاح والشفافية، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية. ومن ضمن الهيكل التنظيمي لهيئة السوق المالية السعودية الإدارة العامة لتمويل الشركات، والتي تضم إدارة لصناديق الاستثمار، وإدارة للإفصاح المستمر لصناديق الاستثمار. ومن مهام الإدارة العامة لتمويل الشركات التأكد من التزام الشركات المدرجة بمتطلبات الإفصاح المستمر، والتأكد من التزام صناديق الاستثمار بنظام السوق المالية، ولوائحه التنفيذية.

ومن أهم اللوائح التنفيذية التي أصدرتها هيئة السوق المالية السعودية لائحة صناديق الاستثمار العقاري في يوليو ٢٠٠٦، والتي تنظم تأسيس صناديق الاستثمار العقاري، وإجراءات الترخيص لها وشروطه وطرح وحداتها، وما يتصل بإدارتها والإشراف عليها، وحماية حقوق ملكيتها، وتطبيق قواعد الإفصاح عليها. كما أصدرت الهيئة لائحة حوكمة الشركات السعودية في نوفمبر ٢٠٠٦، والتي تبين القواعد والمعايير المنظمة لإدارة شركات المساهمة المدرجة في السوق، من أجل ضمان الالتزام بأفضل ممارسات الحوكمة التي تكفل حماية حقوق المساهمين وحقوق أصحاب المصالح. وتوضح اللائحة حقوق المساهمين وكيفية حصولهم عليها،



والسياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح، ووظائف مجلس إدارة الشركات ومسئوليته ولجانه. بالإضافة إلى إصدار لائحة صناديق الاستثمار في ديسمبر ٢٠٠٦، والتي تنظم تأسيس صناديق الاستثمار السعودية، وإجراءات الترخيص لها وشروطه، وما يتصل بإدارتها والإشراف عليها، وطرح وحداتها واستردادها، وجميع الأنشطة المرتبطة بها.

وفي المقابل، يعتبر السوق المالي المصري من أقدم الأسواق العالمية، حيث تعتبر بورصتي الإسكندرية والقاهرة من أقدم البورصات المالية في العالم، فقد تم إنشاءهما في أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين، وكان أيضا من أنشطة الأسواق المالية في العالم حتى فترة الستينات، عندما أثرت قرارات التأميم على حركة السوق وتسببت في ركوده. وقد بدأ السوق المالي المصري مرة أخرى في الظهور مع برنامج إعادة الهيكلة الاقتصادية والإصلاح الاقتصادي في أواخر القرن العشرين، وتأسيس الهيئة العامة لسوق المال بموجب القرار الجمهوري رقم ٥٢٠ لعام ١٩٧٩، والتي بدأت تباشر مهامها بالكامل بحلول التسعينات، مع صدور قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية. وقد تمثل الدور الأساسي للهيئة العامة لسوق المال المصري في تدعيم سوق المال من خلال توجيه مؤسسات السوق، وتوعية المستثمرين الحاليين والمحتملين، وتعزيز البنية الأساسية القانونية والتنظيمية والتشغيلية. وفي الوقت نفسه، ساعد برنامج إعادة الهيكلة الاقتصادية، وخاصة برنامج خصخصة الشركات المملوكة للدولة، في زيادة نمو السوق المالي المصري، فقد زاد رأس المال السوقي من ٥ مليار جنية عام ١٩٩٠ إلى ٨١٥ مليار جنية في منتصف عام ٢٠٠٨ (التقرير السنوي للهيئة العامة لسوق المال المصري، ٢٠٠٨).

وقد تزامن توقيت برنامج الإصلاح الاقتصادي المصري مع إنشاء صناديق الاستثمار في مصر. فمع صدور قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢، تم السماح للبنوك وشركات التأمين بإنشاء صناديق الاستثمار، وتم إنشاء أول صندوق استثمار مصري، وهو صندوق البنك الأهلي الأول، برأس مال قدرة ١٠٠ مليون جنية. ثم تطور أعداد صناديق الاستثمار المصرية، لتبلغ نحو ٢٦ صندوقا في عام ٢٠٠٥، بإجمالي رؤوس أموال تزيد عن أربعة مليارات جنية، حتى بلغت عدد ٤٧ صندوقا استثماريا مع نهاية عام ٢٠٠٨.

وبعد صدور قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢، ولائحته التنفيذية عام ١٩٩٣، تم تنفيذ أول نظام الكتروني للتداول بسوق المال عام ١٩٩٥، وتم تطبيق أول نظام آلي مركزي للمقاصة والتسوية عام ١٩٩٦. وفي عام ٢٠٠٠ صدر قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم ٩٣، والذي استحدث معه نشاط المتعاملين الرئيسيين في السندات الحكومية. وفي عام ٢٠٠٤ تم إضافة باب جديد لقانون سوق رأس المال المصري عن نشاط التوريق، وتم تنفيذ الخطة الإستراتيجية للهيئة العامة لسوق المال المصري ٢٠٠٤-٢٠٠٨. وشهد عام ٢٠٠٧ إصدار القواعد الجديدة لآداب وسلوكيات مزاولي مهنة المحاسبة والمراجعة، وإصدار دليل تطبيق القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وغير المقيدة في البورصة، وإصدار معايير الملاءة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، بالإضافة إلى إصدار اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية في يوليو ٢٠٠٧. وفي عام ٢٠٠٨ تم إنشاء بورصة النيل، كسوق لقيود وتداول الشركات الصغيرة والمتوسطة (التقرير السنوي للهيئة العامة لسوق المال المصري، ٢٠٠٨).

والهيئة العامة لسوق المال المصري هي الجهة الرقابية المسئولة عن تنظيم سوق الأوراق المالية في مصر، والتي تتضمن مهامها الرئيسية تطبيق متطلبات الإفصاح والشفافية، وحماية المستثمرين، وتشجيع قيام أسواق أولية وثنائية للأوراق المالية، تتسم بالكفاءة والتنظيم والتشريع المتكامل. وقد تمثلت البرامج الرئيسية للهيئة العامة لسوق المال المصري في برنامج الإصلاح المؤسسي Capacity Building Program ورفع كفاءة الأداء الرقابي للهيئة وتطوير الإطار اللائحي، وبرنامج دعم وتطوير شركات الوساطة المالية Intermediaries Support Program، بالإضافة إلى برنامج تطوير هيكل سوق رأس المال وتعميقه Capital Market Program وبنية البنية التحتية. ونتيجة لذلك، تحولت مؤخرا الهيئة العامة لسوق المال المصري إلى الهيئة العامة للرقابة المالية، بموجب القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩ و أصبحت هذه الهيئة تختص بالرقابة و الإشراف على الأسواق و الأدوات المالية غير المصرفية بما في ذلك أسواق رأس المال و بورصات العقود الآجلة و أنشطه التامين و التمويل العقاري و التأجير التمويلي و التخصيم و التوريق .

٣-٢ المفاهيم العامة لصناديق الاستثمار

صناديق الاستثمار عبارة عن أوعية استثمارية تشمل على مجموعة من الأوراق المالية، والتي يتم اختيارها وفقاً لأسس ومعايير محددة تحقق فائدة التنوع، والذي

يؤدي إلى خفض مستوى المخاطرة الإجمالية للاستثمار. وتكون القيمة المالية الإجمالية للصندوق مساوية لقيم الأوراق المالية التي يمتلكها، ويتم تجزئة القيمة الإجمالية للصندوق إلى وحدات محددة، تتراوح قيمتها وفقاً لأداء الأوراق المالية التي يضمها. فصندوق الاستثمار هو عبارة عن محفظة استثمارية مشتركة تسمح لأي عدد من المستثمرين - على اختلاف قدرتهم المالية - بالاشتراك فيها من خلال شراء حصة من أصولها تسمى بالوحدة، ويتم تقييم هذه الوحدة دورياً، ويتم استثمار أصول الصندوق في مختلف الأدوات الاستثمارية من أسهم أو سندات أو نقد أو عملات.

وتتميز صناديق الاستثمار بوجود إدارة متخصصة، تسعى إلى إدارة أصولها بمهنية عالية، من خلال استراتيجيات استثمارية متعارف عليها. وتتفادى استثمارات الصناديق القيود التي تقع عادة على الاستثمارات الفردية، والاستفادة من القدرة على التنويع، وانخفاض تكاليف بيع وشراء الأوراق المالية، وتحقيق أرباح عالية للصناديق الاستثمارية، والتي تتكون عادة من أرباح الأوراق المالية الموزعة، ومن التحسن في أسعار الأوراق المالية، ومن المكاسب المالية المتحققة من بيع الأوراق المالية التي يضمها الصندوق. وعادة ما يتم تقويم وحدات صندوق الاستثمار وفقاً لمفهوم صافي قيمة الأصل Net Asset Value، والذي يعنى ما تساويه كل وحدة أو حصة من حصص الصندوق في نهاية كل يوم تداول (Malkiel, 1995, p. 557). ويمكن معرفة صافي قيمة أصول الصندوق بقسمة القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية التي يشتمل عليها الصندوق على عدد وحداته أو حصصه.

وتنقسم صناديق الاستثمار عادة إلى نوعين هما الصناديق ذات النهاية المفتوحة و Open-End Mutual Funds، والصناديق ذات النهاية المغلقة Closed-End Mutual Funds. ويتغير عدد وحدات الصناديق ذات النهاية المفتوحة بالزيادة أو النقص، ويستطيع المستثمر استرداد قيمة استثماره فيها في أي وقت، مع إضافة رسوم للبيع في أغلب الأحيان، وهذا النوع هو الأكثر شيوعاً في الأسواق المالية ومنها السوق السعودي. أما الصناديق ذات النهاية المغلقة، فيتم تبادل وحداتها في سوق الأوراق المالية مثل الأسهم، ولا يمكن استعادة القيمة المستثمرة فيها إلا في حالة وجود مشتري آخر لهذه الوحدات، مما يعنى أن عدد وحداتها الأساسية لا يتغير.

وتحقق صناديق الاستثمار جملة من الأهداف التي تلبى متطلبات المستثمرين، وتتناسب مع مستويات المخاطرة المقبولة لديهم، وتختلف الأوراق المالية المدرجة في هذه الصناديق باختلاف هذه الأهداف. ويتم تصنيف أهداف صناديق الاستثمار بحسب مستوى المخاطرة من جهة، وقدرة الصندوق على تحقيق عوائد من جهة أخرى.

وعادة ما يمكن تصنيف صناديق الاستثمار حسب أهدافها على النحو التالي (Miller and Gressis, ١٩٨٠, p. ٦٤٠):

- **صناديق النمو Growth Funds:** وهي الصناديق التي تهدف إلى تحقيق أرباح من ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية المملوكة للصندوق. وتشتمل هذه الصناديق عادة على أسهم عادية لشركات تتسم بدرجة عالية من النمو، أو على أسهم شركات ينمو قطاعها بشكل يفوق غيره من القطاعات.
  - **صناديق الدخل Income Funds:** وهي صناديق تهدف إلى تحقيق عوائد رأسمالية ثابتة ومستقرة، وتشتمل على أسهم الشركات الكبيرة، والتي تتميز بثبات الأرباح والتوزيعات النقدية.
  - **صناديق الدخل والنمو Income and Growth Funds:** وهي صناديق تجمع بين تحقيق قدر من النمو المتزايد، مع تحقيق دخل رأسمالي ثابت ومستقر. وتستثمر هذه الصناديق عادة في أسهم الشركات التي تتسم بالنمو، وكذلك في أسهم الشركات أو السندات ذات التوزيعات الثابتة.
  - **صناديق ذات أهداف مزدوجة Dual-Purposes Funds:** وهذه الصناديق من النوع ذات النهاية المغلقة، والتي تهدف إلى تلبية احتياجات فئتين من المستثمرين، الأولى تسعى للحصول على دخل ثابت، والثانية تسعى إلى تحقق نمو في استثماراتها.
  - **صناديق التحوط Hedging Funds:** وهي صناديق تهدف إلى تحديد مستوى معين للمخاطرة في استثمارات الصندوق، بإدراج أنواع مختلفة من الوسائل الاستثمارية التي يتنوع فيها الأداء، وعادة ما تشتمل وسائلها الاستثمارية على عقود الخيارات Options Contracts.
- كما يمكن تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً للوسائل والسياسات التي تتبعها على النحو التالي (Morris and Scanlan, ١٩٩٦, p. ٣٢٥):
- **صناديق سوق النقد:** وهي صناديق تتسم وسائلها بسيولة عالية، وقصر أجالها الاستثمارية، وانخفاض درجة مخاطرها. ومن أمثلة هذه الصناديق في السوق السعودي، صندوق الدولار، والصندوق قصير الأجل بالريال السعودي، وصندوق أسواق النقد الدولية لدى بعض البنوك التجارية السعودية.
  - **صناديق الأسهم:** وهي صناديق تستثمر في الأسهم المحلية أو الدولية أو الإقليمية، وغالبية صناديق الاستثمار السعودية من هذا النوع. وتضم هذه الصناديق صناديق النمو العالي، وصناديق أسهم النمو، وصناديق أسهم النمو والدخل،

وصناديق الأسهم الدولية والعالمية، وصناديق الدخل والملكية، وصناديق المؤشرات، وصناديق القطاعات.

- **صناديق السندات:** وهي صناديق ذات دخل ثابت، وتستثمر في السندات التي يمكن أن تصدرها عدة جهات مختلفة.

- **الصناديق المتوازنة:** هي صناديق استثمارية تجمع في أصولها بين الأسهم والسندات، وتخصص جزءاً من استثماراتها للأدوات المالية قصيرة الأجل.

- **الصناديق ذات الأهداف المحددة:** وهي صناديق تتكون بحسب رغبة المستثمرين في الاستثمار في سوق محدد أو التحوط من نوع معين من التعاملات. ومثال ذلك في السوق السعودي، صناديق الاستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

### ٣-٣ قواعد حوكمة صناديق الاستثمار

يتعلق مفهوم الحوكمة Governance بالوسائل والإجراءات التي يجب توافرها لتحقيق الرقابة على أعمال وأنشطة المنشأة أو الوحدة التنظيمية، وما يتعلق ذلك من تنظيم دور مجلس الإدارة، والإشراف على أداء مهامه، والعلاقات مع أصحاب المصالح، وتوفير مستوى عالٍ من الإفصاح والشفافية. وهناك عدة مفاهيم مختلفة لنظام الحوكمة، تتوقف على حسب الجهة التي تطبق هذا النظام، فهناك حوكمة الشركات Corporate Governance والمطبقة في شركات قطاع الأعمال، وحوكمة المنظمات Organizational Governance والمرتبطة بالمنظمات العامة الحكومية ووحدات القطاع العام، وحوكمة المصارف Bank Governance والمرتبطة بأنشطة البنوك المختلفة، وحوكمة المؤسسات المالية Finance Sector Governance والمتعلقة بالقطاع المالي على مختلف أنشطته، بالإضافة إلى حوكمة صناديق الاستثمار Mutual Funds Governance والمرتبطة بتحقيق الرقابة الفعالة على إجراءات الاستثمار في صناديق الاستثمار، وتشكيل مجلس إدارة الصندوق، والشروط الواجب توافرها في مدير الصندوق، والإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالصندوق.

والهيكل التنظيمي وممارسات الحوكمة لصناديق الاستثمار يجب أن تضم ما

يلي (Brian and Thomas, ٢٠٠٤, p. ٨٦):

- **مجلس إدارة الصندوق Mutual Fund Board:** وهو الجهة التي تتولى الإشراف على صندوق الاستثمار، ويتم تعيينه من قبل مدير الصندوق، بعد

الحصول على موافقة الجهة الرقابية الحكومية. ويجب أن تعقد اجتماعات مجلس الإدارة وتدار وفقاً لقواعد محددة تصدرها الجهة الرقابية الحكومية.

- **مدير الصندوق Fund Administrator:** وهو الجهة المؤسسة لصندوق الاستثمار، والمرخص له بإدارة صناديق الاستثمار، وقد يكون أحد البنوك، أو أى مؤسسة مالية مرخص لها بإدارة صناديق الاستثمار. ويجب على مدير الصندوق أن يعمل لمصلحة مالكي الوحدات وفقاً لشروط وأحكام محددة للصندوق، وأن يتسم بمسئوليات الأمانة والإخلاص وبذل العناية المعقولة.

- **المديرون المستقلون Independent Directors:** يجب أن يضم مجلس إدارة الصندوق عدداً من الأعضاء المستقلين، ممن تتوافر فيهم الخبرة والكفاءة اللازمة لإدارة الصندوق، ومحايدين غير تابعين لمدير الصندوق. ويفضل أن يكون غالبية أعضاء مجلس إدارة الصندوق من الأعضاء المستقلين.

- **وكيل التحويل Transfer Agent:** وهو الجهة المسؤولة عن تحويل وحدات الصندوق، وتسعير وتقويم واسترداد الوحدات، والذي يمتلك جميع الوسائل والتراخيص المناسبة لتحويل الوحدات. ويجب على وكيل التحويل حساب سعر الوحدات لكل من البيع والاسترداد بناءً على صافي قيمة أصول صندوق الاستثمار في تاريخ التقويم. وعادة ما يرتبط بصناديق الاستثمار المفتوحة فقط.

- **أمين الحفظ Custodian:** وهو الجهة التي تتولى حفظ وحماية أصول صندوق الاستثمار، والسجلات المرتبطة بالصندوق، كسجل مالكي الوحدات، وسجل الوحدات، والذي يوضح رصيد الوحدات المتبقية، والوحدات التي تم استحداثها أو إلغاؤها.

- **مستشار الاستثمار Investment Adviser:** وهو الجهة المسؤولة عن التأكد من أن قرارات الاستثمار التي يتخذها مدير الصندوق متفقة مع ممارسات الاستثمار الجيدة والرشيده، والتي تحقق الأهداف الاستثمارية المحددة لصندوق الاستثمار. مع التأكد من توافر السيولة الكافية لدى الصندوق للوفاء بأي طلب استرداد متوقع، وعدم تركيز استثمار الصندوق في أي ورقة مالية معينة، وعدم تحمل الصندوق لأي مخاطر استثمارية غير ضرورية.

- **الضامن الرئيسي Principal Underwriter:** وهو الجهة التي توفر الحماية والتغطية للاستثمار في صندوق استثماري معين، وعادة ما تكون جهة حكومية رقابية، تعمل على توفير الثقة والطمأنينة لمالكي وحدات صندوق الاستثمار.

- **المراجع الخارجي External Auditor:** وهو المحاسب القانوني الذي يجب على مدير الصندوق تعيينه فور تأسيس الصندوق، بعد أخذ موافقة مجلس إدارة الصندوق على التعيين. ويجب على المحاسب القانوني القيام بمراجعة وفحص القوائم المالية للصندوق سواء السنوية أو الأولية، وأن يكون مستقلاً عن مدير الصندوق أو عن أي من تابعيه، وأن يمتلك المؤهلات والخبرة الكافية لتأدية مهمات عمله بشكل مناسب ومهني.

وفي ضوء العناصر السابقة لحوكمة صناديق الاستثمار يجب توافر مجموعة من الممارسات مثل التأكد من أن غالبية أعضاء مجلس إدارة صندوق الاستثمار من الأعضاء المستقلين، ومن عدم وجود تعارض في المصالح بين أعضاء الهيكل التنظيمي والإداري للصندوق (Davis, ٢٠٠١, p. ٢٣). بالإضافة إلى ضرورة توافر مستوى عال من الإفصاح والشفافية في جميع المعلومات المتعلقة بالصندوق، كالمعلومات المتعلقة بأداء الصندوق، وأتعاب ورسوم الصندوق. وكذلك تحسين جودة الإفصاح عن المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الصندوق، وخصوصاً المخاطر الرئيسية التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق، سواء المتعلقة بمخاطر محفظة الاستثمار، وأي ظرف يحتمل أن يؤثر سلباً على صافي قيمة الاستثمار.

كما يجب إجراء تقييم ذاتي Self-Assessment للصندوق على فترات دورية، بهدف تقييم سياسات واستراتيجيات الاستثمار الرئيسية التي يستخدمها صندوق الاستثمار لتحقيق أهدافه (Bogle, ٢٠٠٥, p. ١٥)، بحيث يمكن إعادة النظر في الأوراق المالية التي يستثمر فيها الصندوق بشكل أساسي، وفي سياسة تركيز الاستثمار في أوراق مالية معينة، أو في صناعة معينة، أو في مجموعة من القطاعات. بالإضافة إلى ضرورة تعيين مسئول أو مدير للالتزام Compliance Officer تكون مهمته التأكد من أنشطة صندوق الاستثمار مطابقة للقواعد والإجراءات القانونية والتنظيمية، ويكون حلقة الوصل بين إدارة صندوق الاستثمار والجهة الإشرافية الحكومية. وضرورة تعيين خبراء خارجيين Outside Experts في مجلس إدارة الصندوق (Yaman and Siman, ٢٠٠٦, p. ٥)، ممن تتوفر فيهم الخبرة الكافية في الاستثمار وإدارة صناديق الاستثمار. بالإضافة إلى ضرورة توافر دليل لمتطلبات قواعد السلوك الأخلاقي، يعكس الالتزام بواجبات الأمانة والعناية الواجبة من جانب مدير صندوق الاستثمار (Ding and Wermers, ٢٠٠٥, p. ٧). وأخيراً ضرورة تعيين مراقب حسابات مستقل ومؤهل تأهيلاً كافياً، يقوم بأنشطة

المراجعة والفحص لأنشطة صندوق الاستثمار، ويتحقق من توافر مستوى عالٍ من الإفصاح والشفافية في جميع المعلومات المتعلقة بالصندوق (Tate, ٢٠٠٠, p. ٩).

### ٣-٤ تحليل لائحة صناديق الاستثمار السعودية

صدرت لائحة صناديق الاستثمار السعودية الجديدة بموجب القرار رقم ٢١٩-٢٠٠٦ الصادر عن هيئة السوق المالية السعودية، بناءً على نظام السوق المالية السعودية الصادر في عام ٢٠٠٣. وقد جاءت اللائحة في عشرة أبواب، تتعلق بأحكام والترخيص والإفصاح وتأسيس صناديق الاستثمار، ومدير الصندوق والإشراف عليه. وإدارة الصندوق، وفئات صناديق الاستثمار، وطرح الوحدات واستردادها، بالإضافة إلى النشر والنفاد.

والجدول رقم (١) التالي يوضح تبويب لائحة صناديق الاستثمار السعودية، وعدد ونسبة مواد اللائحة موزعة على كل باب من أبواب اللائحة.

#### جدول رقم (١)

#### التبويب العام لائحة صناديق الاستثمار السعودية

النسبة	عدد المواد	العنوان	الباب
٤%	٢	أحكام تمهيدية	الأول
١٥%	٨	الترخيص	الثاني
٨%	٤	الإفصاح	الثالث
٦%	٣	تأسيس صناديق الاستثمار	الرابع
٢١%	١١	مدير الصندوق	الخامس
٤%	٢	الإشراف على الصندوق	السادس
١٩%	١٠	إدارة الصندوق	السابع
٨%	٤	فئات الصندوق	الثامن
١٣%	٧	طرح الوحدات واستردادها	التاسع
٢%	١	النشر والنفاد	العاشر
١٠٠%	٥٢	الإجمالي	

ويتضح من الجدول السابق أن النصيب الأكبر في لائحة صناديق الاستثمار السعودية الجديدة كان للأحكام المتعلقة بمدير الصندوق، وإدارة الصندوق، وهذا يعكس تركيز اللائحة على قواعد الحوكمة في صناديق الاستثمار، وتوفير مستوى



عال من الإفصاح والشفافية للمعلومات المتعلقة بالصندوق. وبالإضافة إلى العشرة أبواب السابقة تضمنت اللائحة ملحقين في نهاية اللائحة، الأول يتعلق بمتطلبات شروط وأحكام الصندوق، والملحق الثاني عبارة عن نموذج طلب الاشتراك أو الإسترداد لوحدات الصندوق.

ويتناول هذا الجزء تحليل لممارسات الحوكمة في لائحة صناديق الاستثمار السعودية الجديدة، وتحليل لقواعد الإفصاح والشفافية في اللائحة.

### ٣-٤-١ تحليل لممارسات الحوكمة في لائحة صناديق الاستثمار السعودية

ترتبط ممارسات الحوكمة في لائحة صناديق الاستثمار السعودية الجديدة بحقوق المساهمين، وبمجلس الإدارة، وبالإفصاح والشفافية. وتضم ممارسات الحوكمة المرتبطة بحقوق المساهمين النص صراحاً في اللائحة على استحداث لجنة يطلق عليها لجنة المطابقة والالتزام، يتم تشكيلها من جانب هيئة السوق المالية السعودية، وتقوم بالتأكد من تطبيق قواعد وأحكام لائحة صناديق الاستثمار، وأن أعمال الصندوق متفقة مع تعليمات وقواعد السوق المالية. ويجب الإفصاح عن اسم مسئول المطابقة والالتزام، أو أسماء أعضاء اللجنة عند طلب طرح وحدات في صندوق استثمار جديد، أو الاستمرار في طرح وحدات في صندوق استثمار حالي.

وكذلك من ضمن ممارسات الحوكمة المتعلقة بحقوق المساهمين في لائحة صناديق الاستثمار السعودية، النص على حق هيئة السوق المالية السعودية في رفض أي طلب طرح وحدات في حالة التعارض مع مصلحة المستثمرين. وضرورة توقيع مدير الصندوق، ومسئول المطابقة والالتزام على شروط وأحكام الصندوق، وغيرها من المستندات، وذلك عند تقديمها إلى هيئة السوق المالية، مع ضرورة موافقة الهيئة على أي تغييرات جوهرية في شروط وأحكام صندوق الاستثمار، وقيام مدير الصندوق بإشعار الهيئة بأي تغيير جوهري في المستندات المقدمة لتأييد طلب طرح وحدات في صندوق استثمار. واعتماد مجلس إدارة الصندوق لشروط وأحكام الصندوق قبل نشرها، مع الالتزام بتطبيق شروط وأحكام الصندوق على جميع مالكي الوحدات بصورة مماثلة. كما نصت اللائحة على ضرورة التزام مدير الصندوق بتنفيذ إجراءات الاستثمار لمصلحة مالكي الوحدات فقط، وفي ضوء بذل الأمانة والعناية الواجبة.

وحفاظاً على حقوق المستثمرين، نصت اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار السعودية على ضرورة مراجعة القوائم المالية للصندوق وفحصها بواسطة محاسب قانوني مستقل، يمتلك التأهيل الكافي، ويكون مرخص له بمزاولة المهنة ومراجعة صناديق الاستثمار. ويجب على مدير الصندوق تعيين المحاسب القانوني فور تأسيس الصندوق، بعد أخذ موافقة مجلس إدارة الصندوق على التعيين، مع حفظ حق المجلس في رفض التعيين في بعض الحالات، خاصاً حالات عدم توافر الاستقلال، والخبرة والمؤهلات الكافية للمحاسب القانوني. ويقوم مدير الصندوق بتحديد أتعاب المحاسب القانوني، بعد أخذ موافقة مسئول أو لجنة المطابقة والالتزام.

وقد تضمنت لائحة صناديق الاستثمار السعودية بعض القواعد المتعلقة بسياسات وممارسات الاستثمار، وقيود الاستثمار، وذلك حفاظاً على حقوق المستثمرين أيضاً. فيجب أن تكون أهداف الصندوق الاستثمارية محددة في شروط وأحكام الصندوق، وأن تكون قرارات الاستثمار التي يتخذها مدير الصندوق متفقة مع ممارسات الاستثمار الجيدة والحكيمة، والتي تحقق الأهداف الاستثمارية للصندوق. بالإضافة إلى النص على بعض القيود الاستثمارية للصناديق غير المتخصصة ومنها ما يلي:

أ - لا يجوز لصندوق الاستثمار تملك وحدات صندوق استثمار آخر إذا تجاوز إجمالي الوحدات المملوكة ما نسبته ١٠% من صافي قيمة أصول الصندوق.

ب- لا يجوز لصندوق الاستثمار امتلاك نسبة تزيد عن ٥% من الأوراق المالية المصدرة من أي جهة.

ج- يجب ألا تزيد استثمارات صندوق الاستثمار في أوراق مالية لمصدر واحد على نسبة ١٥% من صافي قيمة أصول الصندوق.

د - لا يجوز لصندوق الاستثمار المفتوح استثمار أكثر من ١٠% من صافي قيمة أصوله في استثمارات غير قابلة للتسييل.

أما فيما يتعلق بممارسات الحوكمة المتعلقة بمجلس الإدارة، فقد أوردت اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار السعودية ثلاثة أبواب منفصلة لمدير الصندوق، والإشراف على الصندوق، وإدارة الصندوق. فقد نصت اللائحة على ضرورة تعيين مجلس إدارة لكل صندوق استثمار، مع ضرورة موافقة هيئة السوق المالية على التشكيل. وأن يكون ثلث أعضاء مجلس الإدارة على الأقل من الأعضاء المستقلين، على ألا يقل عددهم عن عضوين. ولا يجوز للأعضاء المستقلين العمل كأعضاء مجلس

إدارة، أو تولى أي منصب في شركة يتم استثمار جزء من أصول الصندوق فيها. مع ضرورة اجتماع مجلس الإدارة مع لجنة المطابقة والالتزام مرتين على الأقل سنوياً.

وفي المقابل لا يجوز لموظفي ومسؤولي مدير الصندوق العمل كأعضاء مجلس إدارة أو تولى أي منصب في شركة يتم الاستثمار فيها. مع ضرورة موافقة مجلس الإدارة ولجنة المطابقة والالتزام على السياسات العامة لحقوق التصويت، وتحمل مدير الصندوق المسؤولية المالية عن أي خسائر للصندوق ناتجة عن أخطاء الإهمال، أو سوء السلوك المتعمد.

كما لا يجوز لمدير صندوق الاستثمار ممارسة أي عمل ينطوي على أي تضارب جوهري بين مصلحته ومصلحة أي صندوق استثمار يديره، أو مصلحة حساب أي عميل. ويجب ألا تزيد أي رسوم أو عمولات أو أتعاب يتم دفعها لمدير الصندوق عن تلك الرسوم والأتعاب التي يتم دفعها لأطراف أخرى مقابل تقديم خدمات مماثلة في ظروف مماثلة. كما أجازت اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار السعودية لمدير الصندوق تعيين طرف آخر أو أكثر كمدير صندوق من الباطن، أو لتقديم خدمات استشارية، أو لتقديم خدمات الحفظ، وذلك بموجب عقد مكتوب، مع بقاء المسؤولية على المدير الأصلي للصندوق عن إدارة الصندوق وحفظ أصوله وخدمات إدارته. وقد نصت اللائحة على صلاحية هيئة السوق المالية السعودية في تعيين مدير بديل للصندوق أو مصف في حالة حدوث بعض المخالفات الجوهرية.

كما أجازت اللائحة لمدير الصندوق الاستثمار في صندوق الاستثمار، والاشتراك في وحداته لحسابه الخاص عند أو بعد تأسيس الصندوق، وفي ضوء عدة قيود على مدير الصندوق. فلا يجوز لمدير الصندوق استثمار أصول الصندوق في أوراق مالية صادرة عن مدير الصندوق المؤسس لصندوق الاستثمار أو من تابعيه، ما لم يشر إلى ذلك بوضوح في شروط وأحكام الصندوق. أو إيداع أموال العملاء المخصصة للاستثمار لدى مدير الصندوق المؤسس لصندوق الاستثمار أو أي تابع، بشروط غير مماثلة. وفي حالة الطرح العام، والذي تم التعهد بتغطيته من قبل مدير الصندوق أو تابعيه، لا يجوز لصندوق استثمار يديره مدير الصندوق شراء أوراق مالية في ذلك الطرح من مدير الصندوق أو تابعيه. كما لا يجوز لصندوق الاستثمار شراء أوراق

مالية صادرة بموجب طرح خاص أو استثنائي. ولا يجوز لمدير الصندوق التصرف كأصيل لحسابه الخاص عند التعامل مع صناديق الاستثمار التي يديرها.

كما تضمنت اللائحة بعض مسؤوليات أعضاء مجلس إدارة الصندوق، والتي منها ما يلي:

أ - الموافقة على جميع العقود والقرارات والتقارير الجوهرية التي يكون الصندوق طرفاً فيها.

ب- الإشراف والمصادقة على أي حالات تضارب مصالح يفصح عنها مدير الصندوق.

ج- إقرار أي توصية برفعها المصفي تتعلق بتصفية أو استمرار عمل صندوق الاستثمار أو مدير الصندوق.

د - التأكد من اكتمال والتزام شروط وأحكام الصندوق.

هـ- التأكد من قيام مدير الصندوق بمسئوليته بما يحقق مصلحة مالكي الوحدات، مع العمل بأمانة ولمصلحة صندوق الاستثمار ومالكي الوحدات فيه.

كما بينت اللائحة قواعد إدارة الصندوق، فيجب على مدير الصندوق فتح حساب منفصل لدى بنك محلي باسم كل صندوق استثمار يقوم بتأسيسه، وأن يفصل ويحدد بشكل مستقل الأوراق المالية والأصول الأخرى لكل صندوق. مع ضرورة قيام مدير الصندوق بإعداد سجل حديث بمالكي الوحدات وحفظه، أو تكليف طرف آخر بموجب عقد مكتوب لإعداد وحفظ هذا السجل. والاحتفاظ بسجل للوحدات، يوضح رصيد الوحدات المتبقية، والوحدات التي تم استحداثها وإلغاؤها. كما بينت اللائحة قواعد الأتعاب والمصاريف المتعلقة بصندوق الاستثمار، وخصوصاً الأتعاب المدفوعة لمدير الصندوق، والمدفوعة على أساس أداء الصندوق، ويطلق عليها "أتعاب الأداء"، ويتم دفعها وفقاً لشروط معينة، وتكون مكونة من أتعاب أساسية وفرق التعديل في مستوى الأداء.

### ٣-٤-٢ تحليل للإفصاح والشفافية في لائحة صناديق الاستثمار السعودية

تضمنت اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار السعودية كثير من قواعد الإفصاح والشفافية، بحيث لا تكاد تخلو أي مادة من مواد اللائحة من الإشارة إلى هذه القواعد، وهذا يعكسه الحجم الكبير من المعلومات التفصيلية الواردة في متطلبات شروط وأحكام الصندوق. فقد نصت اللائحة على الإفصاح عن أسماء أعضاء لجنة المطابقة والالتزام عند طلب طرح وحدات، والإفصاح عن بيانات تفصيلية عن مدير

الصندوق، واسم مراجع الحسابات، وأمين الحفظ، وأسماء أعضاء مجلس الإدارة، وأعضاء اللجنة الشرعية ومؤهلاتهم، وأسماء الأعضاء المستقلين. وكذلك الإفصاح عن قيمة مكافأة أعضاء مجلس الإدارة والمدفوعة لهم خلال آخر سنة. والإفصاح عن استراتيجيات الاستثمار الرئيسية، وإعداد ملخص عن هذه الاستراتيجيات، والتي يستخدمها الصندوق لتحقيق أهدافه، بما فيها نوع الأوراق المالية التي سوف يستثمر الصندوق فيها بشكل أساسي، وأي سياسة لتركيز الاستثمار معينة، وأساليب وأدوات إدارة المحفظة الاستثمارية، وأنواع الأوراق المالية التي لا يمكن إدراجها في محفظة الصندوق، وصلاحيات الصندوق وسياساته في الاقتراض، وأسواق الأوراق المالية التي يحتمل أن يشتري ويبيع الصندوق استثماراته فيها.

كما نصت اللائحة على ضرورة إعداد ملخص للإفصاح المالي سنوياً على الأقل يحتوي على المعلومات التالية:

أ - الرسوم والمصاريف وأي أتعاب مرتبطة بصندوق الاستثمار، والإفصاح عنها في شكل جدول يوضح جميع الرسوم والمصاريف، سواء كانت مستحقة على مالك الوحدات أو من أصول الصندوق.

ب- أتعاب المحاسب القانوني لصندوق الاستثمار.

ج- الإفصاح في شكل جدول عن أتعاب ومصاريف التشغيل التي تم دفعها من أصول الصندوق.

د - الإفصاح عن أساس حساب الرسوم، وطريقة تحصيلها ووقت دفعها.

هـ- الإفصاح عن الأداء السابق في شكل جدول يوضح تطور العائد الكلي، ورسم بياني يوضح قيمة هذا العائد في كل سنة سابقة.

بالإضافة إلى الإفصاح عن قيمة ونسبة استثمار مدير الصندوق في وحدات الصندوق لحسابه الخاص، وذلك في شروط وأحكام الصندوق. والإفصاح عن المخاطر الرئيسية التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق، وإعداد ملخص بهذه المخاطر ضمن شروط وأحكام الصندوق. والإفصاح عن عقود خدمات الإدارة من الباطن عند طلب طرح وحدات جديدة.

كما تضمنت اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار السعودية ضرورة قيام مدير الصندوق بتقديم تقارير دورية كل ثلاثة أشهر لمالك الوحدات، تضم معلومات عن صافي أصول الصندوق، وعدد الوحدات التي يمتلكها مالك الوحدات وصافي قيمتها،

وسجل بصفقات كل مالك وحدات على حدة. مع التزام مدير الصندوق بنشر معلومات أسبوعية على الأقل، عن صندوق الاستثمار من خلال السوق، وتزويد مالكي الوحدات بالقوائم المالية المراجعة عند الطلب وبدون مقابل. كما يجب إعداد القوائم المالية السنوية للصندوق وإتاحتها للجمهور خلال مدة لا تتجاوز (٩٠) يوماً من نهاية العام، وإعداد التقارير الأولية المفحوصة وإتاحتها للجمهور خلال (٤٥) يوماً من نهاية الفترة الأولية. كما يقوم مدير الصندوق بإشعار مالكي الوحدات الحاليين والمرتبطين بتوافر التقارير المالية السنوية والأولية للصندوق، مع تزويدهم بنسخة حديثة من شروط وأحكام الصندوق عند الطلب. ويجب على مدير الصندوق تقديم نسخة أصلية من شروط وأحكام الصندوق إلى هيئة السوق المالية خلال عشرة أيام من تاريخ اعتمادها من مجلس إدارة الصندوق، وإشعار مالكي الوحدات بأي تغيير جوهري على شروط وأحكام الصندوق، وتحديث هذه الشروط سنوياً لتظهر الرسوم والأتعاب الفعلية، ومعلومات أداء الصندوق المعدلة.

وكذلك تضمنت اللائحة الجديدة قواعد الإعلانات عن صندوق الاستثمار، من توافر معلومات عن كيفية الحصول على نسخة من شروط وأحكام الصندوق، والإفصاح عن المخاطر الرئيسية التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق، ومعلومات عن أداء الصندوق، بما فيها معلومات العائد الكلي للصندوق قبل وبعد خصم المصاريف الفعلية للصندوق، ومقارنة معلومات العائد الكلي للصندوق بالعائد الكلي عن الفترة نفسها لمؤشر معين، والإعلان عن قائمة بجميع الاستثمارات في محفظة استثمار الصندوق، أو قائمة باستثمارات مختارة، مع الإفصاح عن أساس اختيار هذه الاستثمارات. ولا يجوز أن يتضمن الإعلان عن صندوق الاستثمار معلومات عن العائد الكلي المتوقع، أو الأداء الاستثماري المتوقع للصندوق، أو معلومات عن العدد المتوقع لمالكي الوحدات في الصندوق. ولا يجوز توفير معلومات عن تجربة مالكي الوحدات الفعليين أو المفترضين في أي صندوق استثمار يديره نفس مدير الصندوق.

### ٣-٤-٣ التعليق على تحليل لائحة صناديق الاستثمار السعودية

يتم إعداد ومراجعة القوائم المالية لصناديق الاستثمار السعودية وفقاً لمعايير المحاسبة الصادرة عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين. وقد استحدثت اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار السعودية أنواع جديدة لصناديق الاستثمار، مثل الصندوق

العالمي، والصندوق القابض، بجانب صناديق أسواق النقد، والصناديق المتخصصة. والصندوق العالمي هو صندوق استثمار يستثمر جميع أصوله في صناديق أجنبية، ومصرح له من جانب هيئة السوق المالية السعودية للعمل كصندوق استثمار عالمي. ويجب على مدير الصندوق العالمي إجراء مراجعة شاملة ودقيقة للصندوق الأجنبي ومديره قبل الاستثمار في ذلك الصندوق، مع تزويد هيئة السوق المالية بالمستندات المطلوبة مع الطلب المقدم لطرح الوحدات في الصندوق العالمي. كما يجب أن تكون استثمارات الصندوق الأجنبي مطابقة لمتطلبات أحكام لائحة صناديق الاستثمار. على أن تتضمن شروط وأحكام صندوق الاستثمار العالمي أية معلومات عن نشرات الإصدار، وغيرها من مستندات الإفصاح الخاصة بالصندوق الأجنبي، مع ضرورة الإفصاح عن أي علاقة مع الصندوق الأجنبي أو مديره، بما في ذلك أي تعويض حصل عليه مدير الصندوق العالمي أو تابعيه من أي شخص فيما يتعلق بالاستثمارات في الصندوق الأجنبي.

أما الصندوق القابض فهو صندوق استثمار يحتفظ ببعض أصوله على شكل نقد أو ما يماثله، ويستثمر جميع أصوله بشكل أساسي في صناديق استثمار أخرى، ويتم الاستثمار فيه وفقاً لأحكام لائحة صناديق الاستثمار السعودية الجديدة. ويستثمر الصندوق القابض أصوله في ثلاثة صناديق استثمار على الأقل، ويجوز استثمار نسبة لا تقل عن (٥٠%) ولا تزيد عن (٥٠%) من إجمالي صافي قيمة أصوله في صندوق استثمار واحد. ويقوم الصندوق القابض بالإفصاح في شروط وأحكام الصندوق عن إجمالي الرسوم المتعلقة بصناديق الاستثمار المستثمر فيها، بوصفها رسوماً يتقاضاها الصندوق القابض.

ومن التحليل العام للائحة صناديق الاستثمار السعودية الجديدة يمكن استخلاص

#### النقاط التالية:

- ١- التركيز على الدور الرقابي والإشرافي لهيئة السوق المالية السعودية، بدلاً من مؤسسة النقد العربي السعودي، وذلك لخدمة أغراض الحوكمة.
- ٢- تركيز اللائحة على ممارسات وسياسات الحوكمة، وخاصاً فيما يتعلق بحقوق المستثمرين، ومجلس الإدارة، والإفصاح والشفافية. وهذا يفسر صدور لائحة صناديق الاستثمار بعد صدور لائحة حوكمة الشركات السعودية مباشرة، والارتباط الواضح بين اللاتحتين.

٣- التوسع في متطلبات الإفصاح والشفافية لتحقيق الحوكمة الفاعلة، بحيث لا تكاد تخلو أي مادة من مواد اللائحة من قاعدة للإفصاح والعرض، وبحيث أصبح هناك حمل زائد للمعلومات الواردة في شروط وأحكام صندوق الاستثمار.

٤- استحداث فئات جديدة لصناديق الاستثمار، لتشجيع وتوسيع قاعدة الاستثمار في أوعية صناديق الاستثمار، مع التوسع في قيود الاستثمار للحد من مخاطر الاستثمار في هذه الأوعية الاستثمارية، وحفاظاً على حقوق المستثمرين.

٥- إتفاق اللائحة مع متطلبات حوكمة صناديق الاستثمار، وخاصاً فيما يتعلق بواجبات ومسئوليات مدير الصندوق، ومجلس الإدارة، وتعيين أمين للحفاظ، ومستشار الاستثمار، وتعيين مجموعة من الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة.

٦- استحداث لجنة للمطابقة والالتزام، تقوم بمراقبة أعمال وأنشطة صندوق الاستثمار، وتؤكد من تطبيق قواعد وتعليمات هيئة السوق المالية، وتطبيق مواد لائحة صناديق الاستثمار. ويتم تعيين مسئول المطابقة والالتزام وفقاً للائحة الأشخاص المرخص لهم، والصادرة عن هيئة السوق المالية السعودية.

٧- توسيع قاعدة المشاركة في الاستثمار في الصناديق، وعدم تركيز الملكية، مع استثناء نسبة مدير الصندوق لحسابه الخاص.

٨- إعطاء مزايا للاستثمار في الأوراق المالية الصادرة من المملكة، والدول الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي، وفي منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية.

٩- تقنين مسؤولية مدير الصندوق عن أعمال وأنشطة صندوق الاستثمار، واعتباره المسئول الأول، حتى في حالات تعيين مدير للصندوق من الباطن، أو تعيين أمين للحفاظ والتحويل.

١٠- النص صراحةً على دور مراقب الحسابات في مراجعة وفحص القوائم المالية للصندوق، وأن يكون مستقلاً، ومؤهلاً تأهيلاً مناسباً للقيام بأعماله على وجه مرض.



## ٣-٥ تحليل لائحة صناديق الاستثمار المصرية الجديدة

صدرت لائحة صناديق الاستثمار المصرية الجديدة بقرار وزير الاستثمار رقم (٢٠٩) لسنة ٢٠٠٧، وذلك باستبدال الفصل الثاني من الباب الثالث من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، بفصل جديد بعنوان "صناديق الاستثمار" ويبدأ بالمادة رقم (١٤٠) وينتهي بالمادة رقم (١٨٣). وقد تضمنت اللائحة الجديدة خمسة فروع رئيسية بدلاً من ثلاثة في اللائحة القديمة، والجدول رقم (٢) التالي يوضح التوزيع العام للائحة صناديق الاستثمار المصرية الجديدة.

## جدول رقم (٢)

## التوزيع العام للائحة صناديق الاستثمار المصرية الجديدة

الفرع	العنوان	أرقام المواد	عدد المواد	النسبة
الأول	أحكام عامة	١٤٠-١٦٥	٢٦	٥٩%
الثاني	مدير الاستثمار	١٦٦-١٧٢	٧	١٦%
الثالث	صناديق البنوك وشركات التأمين	١٧٣	١	٢%
الرابع	الصناديق المتخصصة	١٧٤-١٧٦	٣	٧%
الخامس	صناديق الاستثمار العقاري	١٧٧-١٨٣	٧	١٦%
	الإجمالي		٤٤	١٠٠%

ويتضح من الجدول السابق أن الفرع الأول من اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية يضم غالبية مواد اللائحة (حوالي ٥٩% من مواد اللائحة)، ويتضمن كثير من قواعد الإفصاح والشفافية في صناديق الاستثمار. وجدير بالذكر أن وزير الاستثمار أصدر القرار رقم (٢٩٤) لسنة ٢٠٠٧ بإضافة الفرع السادس للائحة صناديق الاستثمار الجديدة بعنوان "صناديق المؤشرات"، وبذلك أصبحت اللائحة الجديدة تضم ستة فروع. ويقصد بصناديق المؤشرات صناديق الاستثمار التي تصدر وثائق مقابل محفظة تتبع أغلبية الأوراق المالية المكونة لها أحد مؤشرات الأسعار ببورصات الأوراق المالية.

وقد تضمن الفرع الأول من اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية عدة تعريفات لأهم المصطلحات الواردة في اللائحة، مثل المستثمرون المؤهلون، والعضو المستقل في مجلس إدارة الصندوق، شركة خدمات الإدارة، والأطراف ذوى العلاقة.

وقد بنيت اللائحة أن صناديق الاستثمار المصرية تضم نوعين فقط هما صناديق الاستثمار المفتوحة، وصناديق الاستثمار المغلقة، على أن تأخذ الشركة التي تقوم بتأسيس أية صندوق شكل الشركة المساهمة، وعلى أن يتم الترخيص للشركة بمباشرة نشاط صناديق الاستثمار وفقاً لأحكام قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية والضوابط التي تضعها الهيئة العامة لسوق المال. ويجب على مدير الاستثمار تقديم طلب إلى الهيئة العامة لسوق المال للموافقة على طرح وثائق صناديق الاستثمار سواء للاكتتاب العام أو الخاص، مع ضرورة تقديم المعلومات والمستندات المطلوبة للهيئة، مثل اسم المراقب الداخلي، وآخر تعزيز مالي معتمد لصندوق الاستثمار إذا كان الصندوق قائماً، ومعلومات عن عقود خدمات الإدارة وخدمات أمين الحفظ وتوزيع وثائق الاستثمار، ومعلومات عن الهيكل التنظيمي للصندوق وكيفية اتخاذ قرار الاستثمار، وعن عقد إدارة الصندوق المبرم مع مدير الاستثمار.

كما تضمنت اللائحة الجديدة معلومات عن الإعلان عن صندوق الاستثمار مثل كيفية الإفصاح عن قيمة الوثائق دورياً، والتعريف بنوعية المستثمر المخاطب بنشره الاكتتاب في وثائق الصندوق، والغرض من الصندوق ورأس ماله، وكيفية الحصول على التقارير المالية للصندوق. ومن ناحية أخرى يجب ألا يتضمن الإعلان عن الصندوق أي توقعات عن أداء الصندوق في المستقبل أو أية معلومات مبالغ فيها أو ذات تأثير مفضل. وفيما يلي تحليل للائحة صناديق الاستثمار المصرية الجديدة، وقواعد الحوكمة الواردة فيها.

### ٣-٥-١ تحليل لممارسات الحوكمة في لائحة صناديق الاستثمار المصرية

من حيث مجلس إدارة صندوق الاستثمار، فقد نصت اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية على أن يتولى إدارة الصندوق مجلس إدارة تكون أغلبية أعضائه من غير المساهمين فيه وكذلك حملة الوثائق أو المتعاملين معهم أو الأشخاص المرتبطة والأطراف ذوى العلاقة. ولا يجوز أن يقل عدد الأعضاء المستقلين عن اثنين، ويجب تشكيل مجلس إدارة الصندوق قبل طرح وثائق الصندوق للاكتتاب.

ويتولى مجلس إدارة الصندوق الإشراف عليه وخاصة فيما يتعلق بتعيين مدير الاستثمار، والالتزام بقواعد الإفصاح الواردة بقانون سوق رأس المال، ونشر التقارير السنوية ونصف السنوية المقدمة من مدير الاستثمار عن نشاط الصندوق، وعلى وجه الخصوص تلك المتعلقة باستثمارات الصندوق وعوائدها وما تم توزيعه من أرباح على حملة الوثائق. وكذلك التأكد من التزام مدير الاستثمار بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية الخاصة بالصندوق بحملة الوثائق وغيرهم من الأطراف ذوى العلاقة،

والتأكد من عدم وجود تعارض مصالح والفصل في التعاملات التي تشكل تعارضاً في المصالح بين الأطراف ذوى العلاقة والصندوق. بالإضافة إلى الموافقة على تعيين مراقبي حسابات الصندوق من بين المقيدین بالسجل المعد لهذا الغرض بالهيئة العامة لسوق المال، واعتماد القوائم المالية لصندوق الاستثمار. وفي جميع الأحوال يجب على مجلس إدارة الصندوق بذل عناية الرجل الحريص في القيام بكل ما من شأنه تحقيق مصلحة الصندوق وحملة الوثائق.

وفيما يتعلق بحقوق المساهمين، فقد أفردت لائحة صناديق الاستثمار المصرية الجديدة كثير من المواد للحفاظ على حقوق المساهمين وحملة الوثائق. فقد استخدمت اللائحة مفهوم "جماعة حملة الوثائق" والتي تتكون من حملة وثائق الاستثمار، ويتبع في تكوينها وإجراءات الدعوة لاجتماعها ونصاب الحضور والتصويت، الأحكام والقواعد المنصوص عليها في اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال بالنسبة إلى حملة السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى. ويجب على مجلس إدارة صندوق الاستثمارات أن يوفر لممثل جماعة حملة الوثائق نسخة من التقارير والقوائم المالية الخاصة بالصندوق. ولا يجوز تعديل النظام الأساسي لصندوق الاستثمار أو نشره الاككتاب في الوثائق فيما يتعلق بالسياسة الاستثمارية، وحدود حق الصندوق في الاقتراض، وزيادة أتعاب الإدارة، ومقابل أتعاب الخدمات والعمولات إلا بعد الحصول على موافقة حملة الوثائق.

وحفاظاً على حقوق المساهمين وحملة الوثائق، نصت اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية على بعض الضوابط المتعلقة بالسياسات الاستثمارية للصندوق، مثل ألا تزيد نسبة ما يستثمر في شراء أوراق مالية لشركة واحدة على ١٠% من أموال الصندوق، وبما لا يجاوز ١٥% من أوراق تلك الشركة. ويجوز للصندوق استثمار أمواله في نشرات ووثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى بنسبة لا تزيد عن ٢٠% من إجمالي صافي قيمة أصول في صندوق واحد، وبما لا يجاوز ٥% من قيمة الصندوق المستثمر فيه. ولا يجوز أن تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في الأسهم والسندات الصادرة عن مجموعة مرتبطة عن ٢٠% من أموال الصندوق. وفي جميع الأحوال، يجب أن تكون قرارات الاستثمار للصندوق متفقة مع ممارسات الاستثمار الحكيمة مع الأخذ في الاعتبار مبدأ توزيع المخاطر وتنويع الاستثمارات، وأن لا يزيد الحد الأقصى للأموال المستثمرة في الصندوق عن خمسين ضعف رأس ماله، والذي يجب ألا يقل عن خمسة ملايين جنيه مدفوعة نقداً. كما لا يجوز لصندوق الاستثمار الاقتراض من الغير إلا لمقابلة طلبات الاسترداد وبما لا

يجاوز ١٠% من قيمة وثائق الاستثمار القائمة، وبعد الحصول على موافقة مجلس إدارة الصندوق، مع التزام الصندوق باسترداد وثائق الاستثمار بمجرد الطلب في ظل الظروف المعتادة.

ولخدمة أغراض الحوكمة على صناديق الاستثمار، وحفاظاً على حقوق المساهمين، استخدمت اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية عدة مفاهيم جديدة، منها مفهوم "أمين الحفظ"، وهو إحدى شركات أمناء الحفظ والتي تحتفظ بالأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أمواله فيها من البنوك أو الشركات المرخص لها بممارسة هذا النشاط. واشترطت اللائحة على أمين الحفظ ألا يكون مساهماً في الصندوق أو مدير الاستثمار أو إحدى الشركات المرتبطة بهما، وذلك حفاظاً على استقلاله وموضوعيته. ويقوم أمين الحفظ بتقديم بياناً دورياً للهيئة العامة لسوق المال عن الأوراق المالية التي يحتفظ بها. وكذلك استحدثت اللائحة مفهوم "شركة خدمات الإدارة" وهي شركة متخصصة تتولى عمليات تسجيل إصدار واسترداد وثائق الاستثمار، وفيد وتسوية المعاملات التي تتم على وثائق الاستثمار. وتلتزم شركة خدمات الإدارة بإعداد وحفظ سجل إلى حاملي الوثائق، يسجل فيه جميع البيانات المتعلقة بحملة الوثائق، وإعداد بيان يومي بعدد الوثائق القائمة، وحساب القيمة الصافية للوثيقة يومياً. وكذلك تتولى الشركة تحصيل توزيعات أرباح الأوراق المالية التي يساهم فيها الصندوق، وتوزيع أرباح الصندوق على حملة الوثائق، وإرسال التقارير اليومية وبيانات ملكية الوثائق لحملة الوثائق. كما استحدثت اللائحة مفهوم "المراقب الداخلي"، وهو شخص مسئول عن الرقابة الداخلية لمدير الاستثمار، ويلتزم بإخطار الهيئة العامة لسوق المال بكل مخالفة للقانون ولائحته التنفيذية، أو أي مخالفات لنظم الرقابة بصندوق الاستثمار، وخاصاً المخالفات المتعلقة بالسياسة الاستثمارية للصندوق. كما يلتزم مسئول الرقابة الداخلية بالاحتفاظ بملف لجميع شكاوى العملاء المتعلقة بأنشطة صندوق الاستثمار، وعليه موافاة هيئة سوق المال بتقارير نصف سنوية عن نشاط الصندوق ونتائج أعماله ومركزه المالي وذلك بعد اعتمادها من مراقبي حسابات الصندوق.

واستمراراً لحماية حقوق المساهمين في صناديق الاستثمار، أفردت لائحة صناديق الاستثمار المصرية الجديدة فرعاً مستقلاً باللائحة للشركة المسؤولة عن إدارة أصول والتزامات الصندوق، والذي يطلق عليها مصطلح "مدير الاستثمار"، وهي جهة ذات قوة تأخذ شكل شركة مساهمة، ويشترط في القائمين على مباشرة نشاطها توافر قدراً من التأهيل العلمي والعملية، والخبرة والكفاءة اللازمة، والحصول على ترخيص

بمباشرة النشاط من الهيئة العامة لسوق المال. بالإضافة إلى اشتراط توافر قدرأ من السلوك الأخلاقي الرشيد، والذي يمكنهم من مباشرة نشاطهم بأمانة وشرف. ولا يجوز لمدير الاستثمار مزاولة نشاط إدارة صناديق الاستثمار قبل القيد في السجل المعد لذلك بالهيئة العامة لسوق المال. ولا يجوز لمدير الاستثمار أن تكون له أية مصلحة في الشركات التي يتعامل على أوراقها المالية لحساب الصندوق الذي يديره، أو الحصول على مكاسب أو ميزات من أنشطة العمليات التي يقوم بها سواء له أو العاملين لديه. كما يحظر على مدير الاستثمار نشر معلومات غير صحيحة أو غير كاملة أو عدم نشر أية معلومات هامة من أنشطة الصندوق، أو التعامل على أسهم غير مقيدة ببورصة الأوراق المالية، أو إجراء عمليات وهمية بهدف زيادة عمولات السمسرة. وكذلك يحظر عليه استثمار أموال الصندوق في وثائق صندوق آخر يقوم على إدارته ما لم يكن صندوق استثمار أسواق النقد.

وفي جميع الأحوال يجب على مدير الاستثمار أن يبذل في إدارته لأموال الصندوق عناية الرجل الحريص، وأن يعمل على حماية مصالح حملة وثائق صندوق الاستثمار في جميع الأنشطة التي يقوم بها. وخاصة فيما يتعلق بالتحقق عن الموقف المالي للشركات المصدرة للأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أمواله فيها، وتطبيق منهج ملائم للإفصاح عن المعلومات الهامة والجوهرية لحملة الوثائق، ووضع القواعد اللازمة لتنظيم عمليات شراء وبيع وثائق الاستثمار الصادرة عن الصناديق التي يتولى إدارتها، وإجراء جميع التصرفات المتعلقة بأنشطة الصندوق على نحو يتصف بالشفافية والعدالة، بهدف تحقيق مصالح حملة الوثائق على تكامل السوق.

ويلتزم مدير الاستثمار بإبرام عقد إدارة مع شركة الصندوق، مع ضرورة إخطار هيئة سوق المال بهذا العقد قبل تنفيذه لاعتماده، على أن يتضمن العقد حقوق والتزامات الطرفين، ومقابل الإدارة الذي يتقاضاه مدير الاستثمار، وحالات وإجراءات استرداد قيمة وثائق الصندوق. ويجب على مدير الاستثمار الاحتفاظ بحسابات مستقلة لكل صندوق يتولى إدارة نشاطه، وإمساك الدفاتر والسجلات اللازمة لممارسة نشاطه، وإعداد القوائم المالية طبقاً لمعايير المحاسبة المصرية، وتقديم تقارير نصف سنوية لهيئة سوق المال عن نشاطه ونتائج أعماله ومركزه المالي، مع ضرورة احتفاظه بالملاءة المالية اللازمة لمزاولة النشاط، وبما يحقق صفات الوفاء بالتزاماته تجاه الصندوق.

وقد أجازت اللائحة الجديدة لمدير الاستثمار أن يقوم بالاستثمار في وثائق استثمار الصندوق الذي يديره عند تأسيس الصندوق، على أن يكون الاستثمار لحسابه الخاص،

مع ضرورة النص على ذلك صراحة في نشرة الاكتتاب. وفي المقابل ولخدمة أغراض الحوكمة ألزمت اللائحة مدير الاستثمار بوضع نظام كفاء للرقابة الداخلية، يتيح تطبيق النظم والقواعد والإجراءات التي تكفل سلامة اختيار المديرين وكفاءة العاملين، وتحديد اختصاصات كل منهم، وتوافر نظم التشغيل الفنية والحديثة لتنفيذ عمليات الشركة، وتوافر الربط الآلي مع شركة خدمات الإدارة. هذا في ضوء لائحة داخلية جيدة تضم الدورة المستندية الواجب إتباعها، والهيكل التنظيمي لإدارة الشركة، ونظام للتسجيل وإمسك السجلات وقيد شكاوى العملاء، بالإضافة إلى نظام للمراجعة الدورية بالشركة.

### ٣-٥-٢ تحليل للإفصاح والشفافية في لائحة صناديق الاستثمار المصرية

من حيث قواعد الإفصاح والشفافية في لائحة صناديق الاستثمار المصرية الجديدة فقد نصت على ضرورة أن يشتمل النظام الأساسي للصندوق على كثير من المعلومات منها قواعد الإفصاح، وأسماء مراقبي حسابات الصندوق، وبيان بأسماء أعضاء مجلس إدارة الصندوق وكيفية تعيينهم، وأسم مدير الاستثمار وكيفية تحديد أتعابه، وطريقة تقييم أصول الصندوق، وكيفية تصفية الصندوق، واسترداد الوثائق في الحالات التي يجوز فيها الاسترداد.

بالإضافة إلى أن اللائحة المصرية الجديدة تضمنت ٢٣ بنداً من المعلومات المتنوعة الواجب تحريرها في نشرة الاكتتاب في وثائق الاستثمار، والتي يجب اعتمادها من جانب الهيئة العامة لسوق المال. ومن أمثلة هذه المعلومات تعريف بالمخاطر التي يواجهها الصندوق وكيفية إدارة هذه المخاطر، وبيان كيفية الإفصاح الدوري عن المعلومات المتعلقة بنشاط الصندوق، والسياسات الاستثمارية، وطريقة توزيع الأرباح السنوية، وأية أعباء مالية يتحملها حملة الوثائق، وبيان بالبنوك وشركات السمسرة وشركات خدمات الإدارة التي تقوم ببيع واسترداد الوثائق، وأية بيانات أخرى تطلبها الهيئة العامة لسوق المال. ويلتزم كل من مجلس إدارة الصندوق ومدير الاستثمار بتحديث نشرة الاكتتاب للصناديق القائمة كل عام من تاريخ آخر نشرة تم اعتمادها من هيئة سوق المال، وكذلك عند قيد وثائق الاستثمار بالبورصة، بالإضافة إلى أنه في حالة تغيير بنود أساسية في نشرة الاكتتاب فإنه يجب تحديثها عند حدوث هذه التغييرات.

وقد أفردت لائحة صناديق الاستثمار المصرية الجديدة مادة منفصلة لقواعد الإفصاح في صناديق الاستثمار، ألزمت فيها مدير الاستثمار بضرورة توفير المعلومات الكافية التي تمكن المستثمرين الحاليين والمرقبين من اتخاذ قراراتهم

الاستثماري، وخاصة ما يتعلق بأهداف الاستثمار في الصندوق وشروطه والمخاطر المرتبطة به وكيفية إدارة هذه المخاطر. كما ألزمت اللائحة شركات خدمات الإدارة بأن تقدم لحملة الوثائق تقرير دوري ربع سنوي يتضمن معلومات عن صافي قيمة أصول الصندوق، وعدد وثائق الاستثمار وصافي قيمتها لكل من حملة ووثائق الصندوق، وبيان بأي توزيعات أرباح تمت في تاريخ لاحق على التقرير السنوي إرساله لحملة الوثائق. كما ألزمت اللائحة مدير الاستثمار بالإفصاح الفوري عن الأحداث الجوهرية التي قد تحدث أثناء نشاط صندوق الاستثمار، وذلك لكل من هيئة سوق المال وحملة الوثائق. بالإضافة إلى أن اللائحة المصرية الجديدة ألزمت مجلس إدارة صندوق الاستثمار بأن يقدم إلى الهيئة العامة لسوق المال تقارير نصف سنوية عن أداء الصندوق ونتائج أعماله، ومعتمدة من مراقبي حسابات الصندوق على أن تتضمن هذه التقارير الإفصاح عن معلومات تتعلق بالمركز المالي للصندوق بصورة كاملة وصحيحة، وكذلك الإفصاح عن الإجراءات التي يتخذها مدير الاستثمار لإدارة المخاطر المرتبطة بالصندوق.

ومن ناحية أخرى، فقد ألزمت لائحة صناديق الاستثمار المصرية الجديدة مدير الاستثمار في حالة وجود تعارض للمصالح بالإفصاح الفوري وبشكل مسبق لمجلس إدارة الصندوق والأطراف ذات العلاقة عن أي تصرف ينطوي على تعارض للمصالح، وضرورة الحصول على موافقتهم المسبقة على القيام بهذا التصرف. وفي جميع الأحوال ألزمت اللائحة كافة الأطراف ذات العلاقة بتجنب تعارض المصالح، ومنعت صندوق الاستثمار من استثمار أمواله في صناديق أخرى تم إنشائها بمعرفة أي من الأطراف ذات العلاقة، فيما عدا الاستثمار في صناديق أسواق النقد. وقد حددت اللائحة حالات تعارض المصالح في قيام مدير الاستثمار بممارسة عمل ينطوي على تعارض بين مصلحة صندوق الاستثمار الذي يديره ومصلحته، أو تعارض بين مصلحة الصندوق ومصلحة أي صندوق استثمار آخر يديره، وتعارض المصالح بين حملة الوثائق والمساهمين والمتعاملين مع الصندوق.

كما أقرت لائحة صناديق الاستثمار المصرية الجديدة مادة منفصلة للإفصاح عن المراكز المالية لصندوق الاستثمار، وأوضحت فيها ضرورة إعداد القوائم المالية للصندوق طبقاً لمعايير المحاسبة المصرية، ويتولى مراجعة حسابات الصندوق مراقبان للحسابات يتم اختيارهما من بين المقيدتين في السجل المعد لهذا الغرض لدى الهيئة العامة لسوق المال، وعلى أن يلتزم مراقبي الحسابات بمعايير المراجعة المصرية والدولية عند فحص ومراجعة القوائم المالية للصندوق. وقد نصت اللائحة

على حساب قيمة الأوراق المالية التي يستثمر صندوق الاستثمار أمواله فيها عند إعداد القوائم المالية على أساس قيمتها السوقية، مع إمكانية تكوين مخصصات للأسهم التي لا يتم تداول عليها لمدة أكثر من شهر. وضرورة إخطار هيئة سوق المال بالميزانية والقوائم المالية لصندوق الاستثمار وتقرير مجلس إدارة الصندوق وتقرير مراقب الحسابات وذلك قبل شهر من التاريخ المحدد لانعقاد مجلس إدارة الصندوق. وعلى مجلس إدارة صندوق الاستثمار الالتزام بملاحظات وتعديلات هيئة سوق المال على القوائم المالية للصندوق، أو القيام بنشر هذه الملاحظات ونتائج الفحص. وفي جميع الأحوال، ألزمت اللائحة الجديدة مجلس إدارة صندوق الاستثمار بنشر ملخص وافٍ للتقارير نصف السنوية والقوائم المالية السنوية في صفحتين يوميتين واسعتي الانتشار، مع قيام مراقبي حسابات الصندوق بتقديم تقريراً مشتركاً، وفي حالة الاختلاف فيما بينهما يوضح التقرير أوجه الخلاف ووجهة نظر لكل منهما. ونصت اللائحة صراحة على أن يكون مراقبي حسابات الصندوق مستقلين عن مدير الاستثمار أو أي من الأطراف ذوى العلاقة، مع قيامهم بالإطلاع على دفاتر الصندوق وطلب البيانات والإيضاحات وتحقيق الموجودات والالتزامات.

### ٣-٥-٣ التعليق على تحليل لائحة صناديق الاستثمار المصرية الجديدة

استحدثت لائحة صناديق الاستثمار المصرية الجديدة فئات جديدة لصناديق الاستثمار، مثل الصندوق القابض، وهو صندوق استثمار يستثمر جميع أمواله في شراء وثائق صادرة عن صناديق استثمار أخرى، مع ضرورة استثمار الصندوق القابض في خمسة صناديق على الأقل، وفي حدود السياسات الاستثمارية المتبعة. وكذلك صناديق الملكية الخاصة، وهى الصناديق التي يتم طرح وثائقها للاكتتاب من خلال طرح خاص للمستثمرين المؤهلين (صناديق استثمار مغلقة)، ويتم استثمار جميع أصول هذه الصناديق في أوراق مالية مقيدة أو غير مقيدة بالبورصة. بالإضافة إلى صناديق أسواق النقد، وهى الصناديق التي تستثمر جميع أصولها في استثمارات قصيرة الأجل مثل أدون الخزائنة، وشهادات الإيداع البنكية، وأدوات الدين الصادرة عن الحكومة والبنوك والشركات، مع ضرورة تنويع محفظة استثمارات الصندوق، بحيث لا يزيد الاستثمار في أي إصدار عن ١٠% من صافي قيمة أصول الصندوق، ما عدا الأوراق المالية الحكومية.

ومن خلال العرض السابق لتحليل لائحة صناديق الاستثمار المصرية الجديدة،

يمكن استخلاص النقاط التالية:



- ١- غالبية مواد اللائحة تتفق مع قواعد الحوكمة الفاعلة سواء المتعلقة بمجلس الإدارة أو الإفصاح أو حقوق المساهمين، مع احتواء اللائحة على كثير من قواعد وإجراءات الإفصاح والشفافية، وخصوصاً في الفرع الأول منها.
- ٢- النص صراحاً على أن يكون غالبية أعضاء مجلس إدارة الصندوق أو مدير الاستثمار أو أمين الحفظ أو أيّاً من الأطراف ذوى العلاقة أي رابطة عمل أو علاقة تعاقدية، ولا يشغل أي منهم عضوية مجلس إدارتها، وذلك حفاظاً على مصالح حملة وثائق الصندوق.
- ٣- تمسّياً مع الأسواق المالية العالمية والمتقدمة، استحدثت اللائحة مفهوم صناديق المؤشرات، واعترفت بمفهوم "صانع السوق"، والذي يتم التعاقد معه لإنشاء هذه الصناديق. وتكون مهمة صانع السوق هي التعامل على وثائق الاستثمار المصدرة، والالتزام بتكوين محفظة من الأوراق المالية المكونة للمؤشر المستهدف من عملية الإصدار، وإيداع هذه الأوراق المالية لدى أحد أمناء الحفظ لحساب الصندوق.
- ٤- استحدثت اللائحة شركات خدمات الإدارة، والتي تتولى الإشراف على تسجيل إصدار واسترداد وثائق الاستثمار في الصناديق، وكذلك حساب القيمة الصافية للوثيقة يومياً. والغرض من استحداث هذه الشركات هو تقسيم الاختصاصات بحيث يستقل مدير الاستثمار للإدارة الفنية للصندوق، ولأنشطة ترويج الاكتتاب في وثائق الصندوق، بما يساهم في نشر وتوسيع الاستثمار في الوثائق، والسماح للصندوق باستثمار الأموال السائلة في قنوات استثمارية منخفضة المخاطر، وقابلة للتحويل إلى نقدية عند الحاجة، وذلك كله لخدمة أغراض الحوكمة.
- ٥- استحدثت اللائحة وظيفة "المراقب الداخلي"، وهو مراقب داخلي لمدير الاستثمار يقوم بالتأكد من تطبيق القواعد والقوانين، ويقدم تقارير نصف سنوية لهيئة سوق المال عن نشاط الصندوق، وذلك بهدف التأكد من تطبيق قواعد الحوكمة الفاعلة.
- ٦- منعت اللائحة الجديدة صندوق الاستثمار بأن يقوم بالاقتراض من الغير إلا لمواجهة طلبات الاسترداد، وبما لا يجاوز ١٠% من قيمة وثائق الاستثمار القائمة، وذلك لتجنب استخدام الرافعة المالية في تمويل أنشطة صناديق الاستثمار.
- ٧- زيادة الدور الرقابي والإشرافي للهيئة العامة لسوق المال على جميع أنشطة صناديق الاستثمار، سواء عند الإصدار أو الاكتتاب أو الترويج أو التقرير أو الاسترداد، وذلك أيضاً لخدمة أغراض الحوكمة.

٨- النص صراحةً على الالتزام بمعايير المحاسبة المصرية عند إعداد القوائم المالية لصندوق الاستثمار، وكذلك الالتزام بمعايير المراجعة المصرية والدولية عند مراجعة أنشطة الصندوق، مع النص على ضرورة استقلال مراقبي الحسابات عن أي طرف من الأطراف ذوى العلاقة بالصندوق.

٩- استحدثت اللائحة جماعة لحملة وئاتق الاستثمار، أسوة بحملة الأسهم والسندات في الشركات، مع إعطاءها جميع الحقوق الخاصة بالجماعات الأخرى من المستثمرين.

١٠- تطبيقاً لقواعد الإفصاح والشفافية، تضمنت اللائحة كثيراً من المعلومات وأنواع مختلفة من التقارير الواجب إعدادها وتقديمها للهيئة العامة لسوق المال ولحملة الوثائق، مع الإفصاح الفوري عن الأحداث الهامة والجهورية، وإلزام مدير الاستثمار ومجلس إدارة الصندوق وشركات خدمات الإدارة بتقديم هذه المعلومات والتقارير على فترات متنوعة.

#### ٤- الدراسة التطبيقية

الهدف العام لهذا البحث هو إجراء دراسة تحليلية مقارنة للإفصاح والشفافية في لائحتي صناديق الاستثمار السعودية والمصرية الجديتين، لبيان قواعد الحوكمة في اللائحتين، وبيان أثر إصدار اللائحتين الجديتين على أداء صناديق الاستثمار السعودية والمصرية. ولقد استهدفت الدراسة النظرية للبحث إجراء التحليل المقارن للائحتي صناديق الاستثمار السعودية والمصرية، وبيان القواعد الجديدة للإفصاح والشفافية الواردة فيهما، أما الدراسة التطبيقية فتستهدف إلى بيان أثر إصدار اللائحتين والقواعد الجديدة لحوكمة صناديق الاستثمار على أداء صناديق الاستثمار السعودية والمصرية. وبالتالي تستهدف الدراسة التطبيقية إلى التحقق من صحة الفرض الرئيسي للبحث، والذي تم صياغته على النحو التالي:

"أدت القواعد الجديدة للإفصاح والشفافية الواردة في اللائحتين الجديتين لصناديق الاستثمار السعودية والمصرية إلى تحسين أداء هذه الصناديق، نظراً لما توفره من قواعد جديدة لحوكمة صناديق الاستثمار".

ويتناول هذا القسم من البحث تصميم الدراسة التطبيقية.

#### ٤-١ النموذج المستخدم في قياس أداء صناديق الاستثمار

قدم الباحثون في مجال التمويل نماذج متعددة لقياس وتقييم أداء صناديق الاستثمار، تتمثل في نماذج بسيطة لقياس العائد من صناديق الاستثمار، ونماذج أخرى

مركبة ومزدوجة لقياس العائد والمخاطرة في صناديق الاستثمار (د. منير هندي، ١٩٩٩، ص. ١٦٨). ومن النماذج المركبة والمستخدمة في قياس أداء صناديق الاستثمار نموذج شارب (Sharp, ١٩٦١)، ونموذج ترينور (Treyner, ١٩٦٥)، ونموذج جنسن (Jensen, ١٩٦٨). ولا يوجد اتفاق عام على استخدام نموذج معين دون غيره من النماذج في قياس وتقييم صناديق الاستثمار، نظرا لأن نماذج التقييم لها نقاط قوة ونقاط ضعف، ولا يمكن ترجيح نموذج معين بصورة مطلقة. ولتحقيق هدف هذه الدراسة، تستخدم الدراسة النموذج البسيط في قياس وتقييم أداء صناديق الاستثمار، والذي يعتمد على قياس العائد على الاستثمار وفقا لمعدل التغيير في عائد صندوق الاستثمار خلال فترة معينة.

ويعتمد النموذج البسيط لقياس العائد على الاستثمار لصناديق الاستثمار على أسعار وثائق ووحدات الاستثمار خلال فترتين متتاليتين، وذلك على اعتبار أن سعر الوثيقة يعكس مقدار العائد المتحقق، والذي يتضمن العائد الدوري والعائد الرأسمالي. ويأخذ نموذج عائد صندوق الاستثمار الشكل التالي:

$$R_{it} = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$$

حيث:

$$R_i = \text{متوسط معدل عائد الصندوق } i \text{ خلال الفترة } t$$

$$P_t = \text{متوسط السعر خلال الفترة } t$$

$$P_{t-1} = \text{متوسط السعر في الفترة السابقة } t-1$$

ولتحقيق هدف هذه الدراسة، يتم مقارنة عائد صندوق الاستثمار خلال فترة معينة بعائد السوق خلال نفس الفترة، وذلك لتقييم مدى ملائمة معدل العائد على الاستثمار للصندوق مع معدل العائد على الاستثمار لأحد مؤشرات السوق (د. منير هندي، ١٩٩٩، ص. ١٨٠). ويعبر عن عائد السوق بقيمة المؤشر العام للسوق خلال نفس فترة نموذج عائد الصندوق. ويأخذ نموذج السوق الشكل التالي:

$$R_{mt} = (X_t - X_{t-1}) / X_{t-1}$$

حيث:

$$R_{mt} = \text{متوسط عائد السوق خلال الفترة } t$$

$$X_t = \text{قيمة مؤشر السوق خلال الفترة } t$$

$$X_{t-1} = \text{قيمة مؤشر السوق خلال الفترة السابقة } t-1$$

#### ٤-٢ فترة الدراسة وأسلوب جمع البيانات

لتحقيق هدف الدراسة في التعرف على أثر الإفصاح عن القواعد الجديدة لحوكمة صناديق الاستثمار الواردة في اللائحتين الجديدتين لصناديق الاستثمار السعودية والمصرية على أداء هذه الصناديق، تم اختيار فترة سنة قبل وبعد إصدار اللائحتين الجديدتين كفترة زمنية لهذه الدراسة. وبالتالي تحددت فترة دراسة لائحة صناديق الاستثمار السعودية في الفترة من ٢٠٠٦/١/١ حتى ٢٠٠٦/١٢/٣١ كفترة سابقة لإصدار اللائحة السعودية الجديدة، والفترة من ٢٠٠٧/١/١ حتى ٢٠٠٧/١٢/٣١ كفترة لاحقة لإصدار هذه اللائحة. أما فترة دراسة لائحة صناديق الاستثمار المصرية الجديدة فقد تحددت بالفترة من ٢٠٠٦/٧/١ حتى ٢٠٠٧/٦/٣٠ كفترة سابقة لإصدار اللائحة المصرية الجديدة، والفترة من ٢٠٠٧/٧/١ حتى ٢٠٠٨/٦/٣٠ كفترة لاحقة لإصدار هذه اللائحة. وتعتبر فترة سنتين كفترة لدراسة أثر الإفصاح عن القواعد الجديدة للتعامل في صناديق الاستثمار، فترة مناسبة يمكن من خلالها معرفة أثر الإفصاح الجديد على أداء صناديق الاستثمار (Ge and Zheng, ٢٠٠٥, p. ٩). وتعمد هذه الدراسة في جمع البيانات اللازمة عن صناديق الاستثمار السعودية والمصرية على المواقع الالكترونية المنتشرة على شبكة المعلومات الدولية "الانترنت"، وأهم هذه المواقع:

- موقع السوق المالية السعودية "تداول" [www.tadawul.com.sa](http://www.tadawul.com.sa)
- موقع هيئة السوق المالية السعودية [www.cma.org.sa](http://www.cma.org.sa)
- موقع مجموعة بخيت السعودية [www.bakheetgroup.com](http://www.bakheetgroup.com)
- موقع الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية [www.cma.gov.eg](http://www.cma.gov.eg)
- موقع البورصة المصرية [www.egyptse.com](http://www.egyptse.com)
- موقع الهيئة العامة للاستثمار المصرية [www.gafi.gov.eg](http://www.gafi.gov.eg)

#### ٤-٣ مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث في جميع صناديق الاستثمار السعودية والمصرية العاملة في السوق السعودي والسوق المصري خلال فترة الدراسة، والتي يبلغ عددها حتى منتصف عام ٢٠٠٧ نحو ٢١٥ صندوق استثماري سعودي، ونحو ٣١ صندوق استثماري مصري. وقد تم اختيار عينة من هذه الصناديق، والتي يتوافر عنها بيانات كاملة عن التعامل الأسبوعي خلال فترة الدراسة. وقد بلغت عينة البحث عدد ٣٨ صندوق استثماري سعودي، وعدد ٢٠ صندوق استثماري مصري، التي توافر عنها بيانات كاملة عن فترات أسبوعية، بإجمالي مشاهدات بلغت ٤٨ فترة لكل فترة سابقة

ولاحقة لإصدار لائحة صناديق الاستثمار السعودية والمصرية. ويوضح الملحق رقم (١) من ملاحق البحث أسماء صناديق الاستثمار السعودية والمصرية الواردة في عينة البحث.

#### ٤-٤ خصائص عينة البحث

تعدد تصنيفات صناديق الاستثمار وفقا لحاجات وأهداف المستثمرين، وفقا للأساس المستخدم في التصنيف (د. منير هندي، ١٩٩٩، ص ١٠٣). وتتميز أسواق المال الناشئة - ومنها السوق السعودي والسوق المصري - بعدة خصائص تؤثر على طبيعة الاستثمار فيه، مثل ضيق السوق Market Thin، وعدم القدرة على تنوع مكونات المحافظ الاستثمارية، وانتشار المضاربة بين غالبية المستثمرين. وتتميز غالبية صناديق الاستثمار السعودية والمصرية بأنها من نوع الصناديق المفتوحة، والتي تتيح المجال أمام المستثمرين بالبيع والشراء في أي وقت. والجدول رقم (٣) التالي يوضح بعض خصائص عينة البحث.

#### جدول رقم (٣)

#### خصائص عينة البحث

صناديق الاستثمار المصرية		صناديق الاستثمار السعودية		بيان
النسبة	العدد	النسبة	العدد	
<u>هدف الصندوق</u>				
٢٠%	٤	١٦%	٦	صناديق الدخل
٢٥%	٥	٧٩%	٣٠	صناديق النمو
٥٥%	١١	٥%	٢	صناديق مزدوجة
<u>نوع الصندوق</u>				
٦٥%	١٣	٥٠%	١٩	أسهم محلية
٢٠%	٤	٣٤%	١٣	أسهم دولية
١٥%	٣	١٦%	٦	صناديق النقد

ويتضح من الجدول السابق أن غالبية مفردات عينة البحث من صناديق الاستثمار السعودية من صناديق النمو (٧٩%)، والتي تهدف إلى تحسين القيمة السوقية للصندوق، في حين كانت غالبية مفردات البحث من صناديق الاستثمار المصرية من الصناديق المزدوجة (٥٥%)، والتي تهدف إلى تحقيق نمو رأسمالي بجانب تحقيق دخل

دوري منتظم. كما يشير الجدول السابق إلى أن غالبية مفردات عينة البحث من صناديق الاستثمار السعودية والمصرية تتكون استثمارات محافظها من أسهم محلية (٥٠%، ٦٥% على التوالي).

#### ٤-٥ منهجية الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة

لتحقيق هدف الدراسة، وتقييم أداء صناديق الاستثمار السعودية والمصرية قبل وبعد إصدار اللائحيتين الجديدتين لصناديق الاستثمار، اتبع الباحث المنهجية التالية:

أ- حساب متوسط الأسعار الأسبوعية لصناديق الاستثمار السعودية والمصرية خلال مرحلتي فترة الدراسة، أي قبل وبعد إصدار اللائحيتين الجديدتين لصناديق الاستثمار، بإجمالي مشاهدات بلغ ٤٨ فترة لكل مرحلة.

ب- استخراج متوسط معدل العائد لصناديق الاستثمار السعودية والمصرية قبل وبعد إصدار اللائحيتين الجديدتين خلال فترة الدراسة، باستخدام نموذج عائد صندوق الاستثمار السابق الإشارة إليه.

ج- استخراج متوسط عائد السوق باستخدام نموذج السوق السابق الإشارة إليه، وذلك من البيانات الأسبوعية للمؤشر العام لسوق المال السعودي وسوق المال المصري خلال فترة الدراسة، ولكل مرحلة سابقة ولاحقة لإصدار اللائحيتين الجديدتين.

د- مقارنة متوسط معدل عائد صناديق الاستثمار السعودية والمصرية قبل وبعد إصدار اللائحة الجديدة، بمتوسط عائد السوق لنفس الفترة، وذلك باستخدام اختبار T-test لعينتين مستقلتين، وهو أحد الاختبارات المعلمية، وكذلك باستخدام اختبار U-test، والذي يطلق عليه اختبار مان ويتي Mann-Whitney، وهو أحد الاختبارات اللامعلمية، وذلك لاستخدامهما في اختبار معنوية الفروق بين متوسط أداء صناديق الاستثمار ومتوسط أداء السوق.

وقد استخدم الباحث في تحليل النتائج برنامج الجداول الالكترونية اكسل Excel، وبرنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS.

#### ٥- تحليل ومناقشة نتائج البحث

تناولت الدراسة التطبيقية العلاقة بين متوسط عائد صناديق الاستثمار السعودية والمصرية، ومتوسط عائد السوق السعودي والمصري، قبل وبعد إصدار اللائحيتين الجديدتين لصناديق الاستثمار، وذلك للتحقق من صحة الفرض الرئيسي للبحث، ويوضح الملحق رقم (٢) من ملاحق البحث نتائج التحليل

الإحصائي للبحث. والجدول رقم (٤) التالي يوضح ملخص نتائج اختبار T-test لصناديق الاستثمار السعودية قبل وبعد إصدار اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار.

جدول رقم (٤)

نتائج اختبار T-test لصناديق الاستثمار السعودية

بيان	عدد الفترات	الوسط	الانحراف المعياري	قيمة t	المعنوية
متوسط عائد الصناديق قبل	٤٨	٠,١٠٥٠	٦,٧٥٢	٢,٥٤٨-	٠,٠١٢
متوسط عائد الصناديق بعد	٤٨	٠,١٣٥٤	٤,٧٣٧		
متوسط عائد السوق قبل	٤٨	٠,١١٧٠	٦,٥٤٤	٠,٨٨٠	٠,٣٨١
متوسط عائد الصناديق قبل	٤٨	٠,١٠٥٠	٦,٧٥٢		
متوسط عائد السوق بعد	٤٨	٠,١٢٣٨	٤,٥٥٣	١,٢١٧-	٠,٢٢٧
متوسط عائد الصناديق بعد	٤٨	٠,١٣٥٤	٤,٧٣٧		

ويتضح من الجدول السابق أنه بمقارنة متوسط عائد صناديق الاستثمار السعودية قبل وبعد إصدار اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار السعودية بمتوسط عائد هذه الصناديق بعد إصدار اللائحة الجديدة باستخدام اختبار T-test تبين وجود اختلافات جوهرية في أداء صناديق الاستثمار السعودية. فقد بلغت قيمة  $t = ٢,٥٤٨$  بمستوى معنوية قدرة  $٠,٠١٢$ ، كما بلغ قيمة متوسط عائد صناديق الاستثمار بعد إصدار اللائحة  $٠,١٣٥٤$  بقيمة أكبر من متوسط عائد هذه الصناديق قبل إصدار اللائحة ( $٠,١٠٥٠$ ). وتشير هذه النتائج إلى تحسن في أداء صناديق الاستثمار السعودية بصورة جوهرية بعد إصدار لائحة صناديق الاستثمار الجديدة. كما يتضح من الجدول السابق أنه بمقارنة متوسط عائد السوق السعودي بمتوسط عائد صناديق الاستثمار قبل إصدار اللائحة، تبين عدم وجود اختلافات جوهرية، حيث بلغت قيمة  $t = ٠,٨٨$  بمستوى معنوية قدرة  $٠,٣٨$ . وكذلك تبين عدم وجود اختلافات جوهرية بين متوسط عائد السوق السعودي ومتوسط عائد صناديق الاستثمار السعودية بعد إصدار اللائحة الجديدة لصناديق

الاستثمار، حيث بلغت قيمة  $t$  ١,٢١٧ ومستوى المعنوية ٠,٢٢٧، في حين ظهر متوسط عائد صناديق الاستثمار السعودية بعد إصدار اللائحة الجديدة (٠,١٣٥٤) بقيمة أكبر من متوسط عائد السوق (٠,١٢٣٨)، ولكن هذا الفرق ليس جوهريا باستخدام اختبار T-test.

والجدول رقم (٥) التالي يوضح ملخص نتائج اختبار U-test لصناديق الاستثمار السعودية قبل وبعد إصدار اللائحتين الجديدتين لصناديق الاستثمار.

جدول رقم (٥)

نتائج اختبار U-test لصناديق الاستثمار السعودية

بيان	عدد الفترات	المتوسط	قيمة Z	المعنوية
متوسط عائد الصناديق قبل	٤٨	٤٢,٤٥	٢,١٢٩ -	٠,٠٣٣
متوسط عائد الصناديق بعد	٤٨	٥٤,٥٥		
متوسط عائد السوق قبل	٤٨	٥١,٢٤	٠,٩٦٤ -	٠,٣٣٥
متوسط عائد الصناديق قبل	٤٨	٤٥,٧٦		
متوسط عائد السوق بعد	٤٨	٤٦,٠٥	٠,٨٦١ -	٠,٣٨٩
متوسط عائد الصناديق بعد	٤٨	٥٠,٩٥		

ويتضح من الجدول السابق أن هناك اختلافات جوهرية بين متوسط عائد صناديق الاستثمار السعودية قبل وبعد إصدار اللائحة الجديدة، حيث بلغت قيمة  $Z$  - ٢,١٣ بمستوى معنوية قدرة ٠,٠٣. وتشير هذه النتائج إلى تحسن في أداء صناديق الاستثمار السعودية بعد إصدار اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار السعودية. في حين أنه بمقارنة متوسط عائد السوق السعودي قبل إصدار اللائحة الجديدة، بمتوسط عائد صناديق الاستثمار السعودية قبل اللائحة تبين عدم وجود اختلافات جوهرية، حيث بلغت قيمة  $Z$  - ٠,٩٦٤ بمستوى معنوية قدرة ٠,٣٣٥. وكذلك تبين عدم وجود اختلافات جوهرية بين متوسط عائد صناديق الاستثمار السعودية ومتوسط عائد السوق



السعودي بعد إصدار اللائحة الجديدة، حيث بلغت قيمة Z - ٠,٨٦١، بمستوى معنوية قدرة ٠,٣٨٩، وذلك باستخدام اختبار U-test.

والجدول رقم (٦) التالي يوضح ملخص نتائج اختبار T-test لصناديق الاستثمار المصرية قبل وبعد إصدار اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية.

### جدول رقم (٦)

#### نتائج اختبار T-test لصناديق الاستثمار المصرية

بيان	عدد الفترات	الوسط	الانحراف المعياري	قيمة t	المعنوية
متوسط عائد الصناديق قبل	٤٨	٠,٢٠٢٧	٦,٤٥٦	٣,٢٥٩-	٠,٠٠٢
متوسط عائد الصناديق بعد	٤٨	٠,٢٤٥١	٦,٢٩٤		
متوسط عائد السوق قبل	٤٨	٠,٢٢٥٢	٧,١٢٢	١,٦٢٣	٠,١٠٨
متوسط عائد الصناديق قبل	٤٨	٠,٢٠٢٧	٦,٤٥٦		
متوسط عائد السوق بعد	٤٨	٠,٢٣٧٢	٧,٦٢٧	٠,٥٥٥-	٠,٥٨٠
متوسط عائد الصناديق بعد	٤٨	٠,٢٤٥١	٦,٢٩٤		

ويتضح من الجدول السابق أنه بمقارنة متوسط عائد صناديق الاستثمار المصرية قبل وبعد صدور اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية، تبين وجود اختلافات جوهرية، حيث بلغت قيمة t - ٣,٢٦ بمستوى معنوية قدرة ٠,٠٠٢، وتشير هذه النتائج إلى تحسن في أداء صناديق الاستثمار المصرية بعد صدور اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية، حيث زادت قيمة متوسط عائد صناديق الاستثمار المصرية من ٠,٢٠٢٧ إلى ٠,٢٤٥١ بعد صدور اللائحة الجديدة، وهذا الفرق يعتبر معنوياً. كما يتضح من الجدول السابق عدم وجود اختلافات جوهرية بين متوسط عائد السوق المصري ومتوسط عائد صناديق الاستثمار المصرية قبل وبعد صدور اللائحة الجديدة، حيث بلغت قيمة t ١,٦٢، - ٠,٥٦ على التوالي، بمستوى معنوية قدرة ٠,١٠٨، ٠,٥٨ على التوالي. في حين حقق متوسط عائد صناديق الاستثمار

المصرية بعد صدور اللائحة (٠,٢٤٥١) قيمة أكبر من متوسط عائد السوق المصري (٠,٢٣٧٢)، ولكن هذا الفرق غير معنوي باستخدام اختبار T-test.

ويوضح الجدول رقم (٧) التالي ملخص لنتائج اختبار U-test لصناديق الاستثمار المصرية قبل وبعد صدور اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية.

جدول رقم (٧)

نتائج اختبار U-test لصناديق الاستثمار المصرية

المعنوية	قيمة Z	عدد المتوسط	الفترات	بيان
٠,٠٠١	٣,١٨٤-	٣٩,٤٥	٤٨	متوسط عائد الصناديق قبل
		٥٧,٥٥	٤٨	متوسط عائد الصناديق بعد
٠,٠٩٨	١,٦٥٢-	٥٣,٢٠	٤٨	متوسط عائد السوق قبل
		٤٣,٨٠	٤٨	متوسط عائد الصناديق قبل
٠,٤٥٧	٠,٧٤٤-	٤٦,٣٩	٤٨	متوسط عائد السوق بعد
		٥٠,٦١	٤٨	متوسط عائد الصناديق بعد

ويتضح من الجدول السابق أن هناك اختلافات جوهرية بين متوسط عائد صناديق الاستثمار المصرية قبل وبعد صدور اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية، حيث بلغت قيمة Z -٣,١٨ بمستوى المعنوية قدرة ٠,٠٠١. في حين تبين عدم وجود اختلافات جوهرية بين متوسط عائد السوق المصري، ومتوسط عائد صناديق الاستثمار المصرية قبل وبعد صدور اللائحة الجديدة، حيث بلغت قيمة Z -١,٦٥، -٠,٧٤ على التوالي، بمستوى معنوية قدرة ٠,٠٩٨، ٠,٤٦ على التوالي. وتتفق نتائج اختبار U-test السابقة مع نتائج اختبار T-test في أن هناك تحسن في أداء صناديق الاستثمار المصرية بعد صدور اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية، مع عدم قدرة صناديق الاستثمار المصرية في تحقيق عائد يفوق عائد السوق بصورة جوهرية.

وتتفق النتائج السابقة سواء لصناديق الاستثمار السعودية أو المصرية في أن هناك تحسن في أداء هذه الصناديق بعد صدور اللائحتين الجديدتين لصناديق الاستثمار، مع ميل هذه الصناديق إلي تحقيق عائد يقارب عائد السوق، وتشير هذه النتائج إلي التحقق من صحة الفرض الرئيسي للبحث.

#### ٦ - خلاصة البحث والتوصيات لبحوث مستقبلية

تناول هذا البحث دراسة تحليلية مقارنة للإفصاح والشفافية في لائحتي صناديق الاستثمار السعودية والمصرية الجديدتين، بهدف بيان القواعد الجديدة لحوكمة صناديق الاستثمار الواردة في اللائحتين. وقد استهدف البحث بجانب بيان دور اللائحتين الجديدتين لصناديق الاستثمار السعودية والمصرية في تحسين الإفصاح والشفافية، وتدعيم أغراض حوكمة صناديق الاستثمار، إلي بيان أثر القواعد الجديدة للإفصاح والشفافية على أداء صناديق الاستثمار السعودية والمصرية.

وقد تم تنظيم البحث في ستة أقسام، تناول القسم الأول منه إطار البحث، من طبيعة مشكلة البحث، وهدف ومنهج وفروض البحث، وحدود وأهمية البحث، في حين تناول القسم الثاني أهم الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث. أما القسم الثالث من البحث فتناول الإطار النظري للبحث، من خلال عرض لنبذة عن تطور السوق المالية السعودية والمصرية، واستعراض المفاهيم العامة لصناديق الاستثمار، وقواعد حوكمة صناديق الاستثمار، ثم عرض تحليل لللائحتين الجديدتين لصناديق الاستثمار السعودية والمصرية، وذلك من خلال تحليل لممارسات حوكمة صناديق الاستثمار، وتحليل للإفصاح والشفافية الواردة في اللائحتين. وقد تم عرض تصميم للدراسة التطبيقية في القسم الرابع من البحث، وتحليل ومناقشة نتائج البحث في القسم الخامس، وأخيراً خلاصة البحث والتوصيات لبحوث مستقبلية في القسم السادس.

ومن خلال الدراسة النظرية والتطبيقية لهذا البحث يمكن استخلاص أهم النتائج التالية:

أ- تتفق اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار السعودية مع اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية في تضمين اللائحتين لكثير من قواعد الإفصاح والشفافية، وقواعد حوكمة صناديق الاستثمار، وخاصة فيما يتعلق بزيادة الدور الرقابي والإشرافي لهيئة السوق المالية، والتوسع في متطلبات

الإفصاح والشفافية، والنص صراحة على ضرورة تعيين مجموعة من الأعضاء المستقلين داخل مجلس إدارة صندوق الاستثمار.

ب- استحدثت اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار السعودية فئات جديدة لصناديق الاستثمار، مثل الصندوق العالمي الصندوق القابض، لتشجيع وتوسيع قاعدة الاستثمار في هذه الصناديق. وفي المقابل، استحدثت اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية مفهوم الصندوق القابض، وصناديق الملكية الخاصة، ومفهوم صناديق المؤشرات، وصانع السوق.

ج- حرصا على مصالح المستثمرين وحملة الوثائق، نصت اللائحتين الجديدتين لصناديق الاستثمار السعودية والمصرية صراحة على أن يكون غالبية أعضاء مجلس إدارة صندوق الاستثمار من المديرين المستقلين، وكذلك استقلال مدير الاستثمار، وأمين الحفظ، ومستشار الاستثمار، بالإضافة إلى وضع حدود لأنشطة استثمار الصندوق للحد من مخاطر الاستثمار.

د- تتفق اللائحتين السعودية والمصرية لصناديق الاستثمار في التوسع في متطلبات الإفصاح والشفافية لتدعيم أغراض حوكمة صناديق الاستثمار، وبحيث لا تكاد تخلو مادة من مواد اللائحتين من قاعدة إضافية للإفصاح والعرض. ومن أمثلة ذلك، الإلزام بالإفصاح عن معلومات وتقارير أسبوعية وشهرية وربع سنوية بجانب التقارير السنوية عن أنشطة ومعاملات صندوق الاستثمار، والإفصاح عن مخاطر الاستثمار في أنشطة صناديق الاستثمار، بجانب الإلزام بالإفصاح الفوري عن الأحداث الهامة والجوهرية.

هـ- استحدثت اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار السعودية لجنة يطلق عليها لجنة المطابقة والالتزام، لتدعيم أغراض حوكمة صناديق الاستثمار. وتقوم هذه اللجنة بمراقبة أعمال صندوق الاستثمار، والتأكد من تطبيق القواعد والتعليمات والقوانين. وفي المقابل، استحدثت اللائحة الجديدة لصناديق الاستثمار المصرية مفهوم المراقب الداخلي، والذي يقوم بنفس مهام مسئول المطابقة والالتزام السعودي. وكذلك استحدثت اللائحة المصرية لصناديق الاستثمار مفهوم شركات خدمات الإدارة، والتي تتولى الإشراف على أنشطة صندوق الاستثمار.

و- نصت اللائحتين الجديدتين لصناديق الاستثمار السعودية والمصرية صراحة على دور مراقب الحسابات المستقل في مراجعة وفحص القوائم المالية

لصندوق الاستثمار، مع ضرورة الالتزام بمعايير المحاسبة والمراجعة المحلية والدولية مراجعة أنشطة الصندوق.

ز- أوضحت نتائج الدراسة التطبيقية أن هناك تحسن في أداء صناديق الاستثمار السعودية والمصرية بعد إصدار اللانحتين الجديدتين، وانفقت نتائج التحليل الإحصائي في اللانحتين، مما يؤكد صحة الفرض الأساسي للبحث. فقد بلغت قيمة t لمتوسط معدل العائد لصناديق الاستثمار السعودية والمصرية - ٢,٥٥، -٣,٢٦ على التوالي، بمستوى معنوية قدرة ٠,٠١٢، ٠,٠٠٢ على التوالي، بمتوسط عائد استثمار بعد إصدار اللانحتين الجديدتين أكبر من متوسط عائد الاستثمار قبل الإصدار. في حين أوضحت نتائج الدراسة التطبيقية باستخدام اختبار T-test عدم وجود اختلافات جوهرية في أداء صناديق الاستثمار السعودية والمصرية قبل وبعد صدور اللانحتين، وذلك عند مقارنة متوسط عائد صناديق الاستثمار السعودية والمصرية بمتوسط عائد السوق السعودي والمصري، بالرغم من تحقيق متوسط عائد لصناديق الاستثمار السعودية والمصرية يفوق متوسط عائد السوق بعد إصدار اللانحتين الجديدتين. وهذا يوضح عدم قدرة صناديق الاستثمار السعودية والمصرية على تحقيق عائد يفوق عائد السوق بصورة جوهرية، وميل صناديق الاستثمار السعودية والمصرية إلى تحقيق عائد يتفق مع عائد السوق. وقد أيدت نتائج اختبار U-test الإحصائي هذه النتائج، سواء لصناديق الاستثمار السعودية أو المصرية.

وفي ضوء النتائج السابقة، يوصي البحث بمزيد من البحوث المستقبلية حول النقاط التالية:

- أثر الإفصاح عن الملكية الإدارية لمديري صناديق الاستثمار على أداء هذه الصناديق.
- دور مراقب الحسابات في مراجعة صناديق الاستثمار في ضوء قواعد الإفصاح الجديدة لصناديق الاستثمار.
- دراسة العوامل المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار في ضوء القواعد الجديدة للإفصاح والشفافية.
- استخدام النماذج المركبة في تقييم أداء صناديق الاستثمار في ضوء القواعد الجديدة للإفصاح والشفافية.

مراجع البحث

أولاً: المراجع العربية

- د. السيد البدوي عبد الحافظ، "تقييم أداء صناديق الاستثمار المفتوحة في ظل الاتجاه السعودي والهبطي للسوق"، آفاق جديدة، كلية التجارة، جامعة المنوفية، ٢٠٠٠.
- التقرير السنوي للهيئة العامة لسوق المال المصري، عام ٢٠٠٥، عام ٢٠٠٨.
- د. جلال إبراهيم العبد، "محددات أداء صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الثاني، ٢٠٠٥.
- د. سامي أحمد صالح بخاري، "نموذج محاسبي مقترح لتقييم أداء صناديق الاستثمار بالبنوك التجارية بالمملكة العربية السعودية"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة - جامعة عين شمس، ٢٠٠٠.
- د. عنايات حامد عطية، "تقييم أداء صناديق الاستثمار من الوجهة المحاسبية والضريبية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، ١٩٩٥.
- د. فراج مخيمر محمد، "دراسة مدى ملائمة الشكل الحالي للاستثمار المؤسسي لطبيعة سوق الأوراق المالية المصري"، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد ٧١، الجزء الأول، ٢٠٠٨.
- قرار هيئة السوق المالية السعودية رقم ٢١٩، "لائحة صناديق الاستثمار"، ديسمبر ٢٠٠٦.
- قرار وزير الاستثمار المصري رقم ٢٠٩، "تعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢"، صناديق الاستثمار، يوليو ٢٠٠٧.
- د. محمد عبده مصطفى، "محددات أداء صناديق الاستثمار المصرية ذات النهاية المفتوحة: دراسة تطبيقية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة - جامعة عين شمس، العدد الثاني، ٢٠٠٠.

- د. ممدوح صادق محمد الرشيدى، "تقييم الإفصاح المحاسبي لصناديق الاستثمار المصرية: منظور المستخدم"، مجلة البحوث التجارية المعاصرة، كلية التجارة بسوهاج، جامعة جنوب الوادي، العدد الأول، يونيو ٢٠٠٢.
- د. ممدوح عبد الحميد، "نموذج مقترح لتقييم أداء صناديق الاستثمار بالتطبيق على التجربة المصرية"، مجلة الفكر المحاسبي، ملحق العدد الثاني، ١٩٩٨.
- د. منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ١٩٩٩.
- د. نهال فريد مصطفى، "تقويم أداء صناديق الاستثمار في الأسواق الناشئة: التجربة المصرية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، أكتوبر ١٩٩٧.
- هيئة السوق المالية السعودية، "التقرير الأول لهيئة السوق المالية"، ٢٠٠٦.
- هيئة السوق المالية السعودية، "صناديق الاستثمار"، الإصدار الثالث، ٢٠٠٦.

#### ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Bogle, J., "The Mutual Fund Industry ٦٠ year Later: For Better or Worse", **Financial Analysis Journal**, Vol. ٦١, ٢٠٠٥, pp. ١٥-٢٢.
- Brian, G. and P. Thomas, "The Mechanics Behind Investment Funds", **Managerial Finance**, Vol. ٣٠, ٢٠٠٤, pp. ٨٦-٩٠.
- Davis, J., "Mutual Fund Performance and Manager Style", **Financial Analysis Journal**, Vol. ٥٧, ٢٠٠١, pp. ١٩-٢٩.
- Ding, B. and R. Wermers, "Mutual Fund Performance and Governance Structure", **Working Paper**, University of Maryland, ٢٠٠٥.
- Ge, W. and L. Zheng, "The Frequency of Mutual Fund Portfolio Disclosure" **Working Paper**, University of Michigan, ٢٠٠٥.
- Haslem, J., "Normative Transparency of Mutual Fund Disclosure and the Case of the Expense Ratio",

**Journal of Investing**, Winter 2007, pp. 177-178.

- Huddart, S. and V. Narayanan, "An Empirical Examination of Tax Factors and Mutual Funds' Stock Sales Decisions", **Review of Accounting Studies**, June-September 2002, pp. 319-340.
- Jensen, M., "The Performance of Mutual Funds in the Period 1940 - 1964", **Journal of Finance**, May 1968, pp. 389-416.
- Malkiel, B., "Returns From Investing in Equity Mutual Funds", **Journal of Finance**, June, 1990, pp. 049-072.
- Miller, T. and N. Gressis, "Non-Stationary and Evaluation of Mutual Funds Performance", **Journal of Financial and Quantities Analysis**, September, 1980, pp. 639-604.
- Morris, M. and K. Scanlan, "A Reexamination of The Tax Motivation for Closed-End Discounts", **Journal of Accounting, Auditing, and Finance**, Vol. 11, 1996, pp. 223-232.
- Sharp, W., "Mutual Funds Performance", **Journal of Business**, January 1966, pp. 119-138.
- Tate, S., "The Role of Independent Directors in Mutual Fund Governance", **Working Paper**, Harvard University, 2000.
- Tkac, P., "Mutual Funds: Temporary Problem or Permanent Morass?", **Economic Review**, 4<sup>th</sup> Quarter, Vol. 89, 2004, pp. 1-21.
- Treynor, J., "How to Rate Management of Investment Funds", **Harvard Business Review**, Jan-Feb 1960, pp. 63-70.
- Yaman, E. and S. Sinan, "Mutual Fund Governance: Mutual Fund Boards and Director Characteristics", **Working Paper**, University of Central Florida, 2006.



ملاحق البحث - الملحق رقم (١)  
 أسماء صناديق الاستثمار السعودية والمصرية الواردة في عينة البحث  
 أولاً: صناديق الاستثمار السعودية

م	اسم الصندوق	مدير الاستثمار	م	اسم الصندوق	مدير الاستثمار
١	الاستثمار في الأسهم	السعودي البريطاني	٢٠	الأهلي للمتاجرة	البنك الأهلي
٢	الأهلي النشط	البنك الأهلي	٢١	الراجحي المتوازن	بنك الراجحي
٣	الصفا للمتاجرة	السعودي الفرنسي	٢٢	الصندوق الدولي	بنك الرياض
٤	المتاجرة في الأسهم	السعودي البريطاني	٢٣	الأسهم الأوروبية	سامبا
٥	أسهم البنوك	السعودي الهولندي	٢٤	الأسهم الدولية	سامبا
٦	أسهم الشركات	السعودي الهولندي	٢٥	الأسهم العالمية	بنك الرياض
٧	الاستثمار السعودي	السعودي الفرنسي	٢٦	الأسهم اليابانية	السعودي الهولندي
٨	الأمانة للأسهم	السعودي البريطاني	٢٧	الاتصالات	بنك الرياض
٩	الرياض الأول	بنك الرياض	٢٨	التكنولوجيا	بنك الرياض
١٠	الرياض الثاني	بنك الرياض	٢٩	الخير للأسهم	بنك الجزيرة
١١	صندوق الرائد	سامبا	٣٠	الطموح	السعودي الهولندي
١٢	الراجحي للأسهم	بنك الراجحي	٣١	الهلال	البنك العربي
١٣	الشركات السعودية	البنك العربي	٣٢	الاسهم الأمريكية	بنك الرياض
١٤	الشركات المالية	السعودي البريطاني	٣٣	الأهلي للاستثمار	البنك الأهلي
١٥	الطيبات للأسهم	بنك الجزيرة	٣٤	الأهلي للمرابحة	البنك الأهلي
١٦	الأسهم السعودية	البنك العربي	٣٥	أسواق المال	البنك العربي
١٧	صندوق الفريد	سامبا	٣٦	الرياض للنقد	بنك الرياض
١٨	صندوق المساهم	سامبا	٣٧	صندوق الدولار	بنك الرياض
١٩	التقاء المبارك	البنك العربي	٣٨	أسواق النقد	سامبا

## ثانياً: صناديق الاستثمار المصرية

م	اسم الصندوق	مدير الاستثمار	م	اسم الصندوق	مدير الاستثمار
١	بنك الإسكندرية الأول	المجموعة المصرية	١١	كريدي اجريكول الأول	هيرميس
٢	البنك التجاري الأول	سي أي استس مانجمنت	١٢	بنك مصر الأول	كونكورد انترناسيونال
٣	كريدي اجريكول الثاني	هيرميس	١٣	بنك مصر الثاني	كونكورد انترناسيونال
٤	بنك مصر النقدي	بلتون	١٤	الأهلي الثاني	الأهلي لصناديق الاستثمار
٥	بنك فيصل الإسلامي	هيرميس	١٥	بنك القاهرة الأول	هيرميس
٦	بنك مصر ايران الثاني	اتش سي للأوراق المالية	١٦	بنك قناة السويس	اتش سي للأوراق المالية
٧	الأهلي الثالث	اتش سي للأوراق المالية	١٧	البنك المصري الخليجي	هيرميس
٨	الأهلي الأول	الأهلي لصناديق الاستثمار	١٨	الشركة المصرفية العربية الأول	برايم انفستمننتس
٩	بنك مصر الثالث	اتش سي للأوراق المالية	١٩	البنك العربي الأفريقي	كونكورد انترناسيونال
١٠	بنك مصر ايران الأول	اتش سي للأوراق المالية	٢٠	البنك التجاري الثاني	سي أي استس مانجمنت

ملحق رقم (٢)  
نتائج التحليل الإحصائي

T-Test

Group Statistics

GROUPSA	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
RPREPOSA ١,٠٠	٤٨	.١٠٥٠٢٤	٦,٧٥١٥٦٤E-٠٢	٩,٧٥E-٠٣
٢,٠٠	٤٨	.١٣٥٣٦٢	٤,٧٣٧٠٣٤E-٠٢	٦,٨٤E-٠٣
MRPRESA ١,٠٠	٤٨	.١١٦٦٦٧	٦,٥٤٣٦٨E-٠٢	٩,٤٤E-٠٣
٢,٠٠	٤٨	.١٠٥٠٢٤	٦,٧٥١٥٦٤E-٠٢	٩,٧٥E-٠٣
MRPOSTSA ١,٠٠	٤٨	.١٢٣٨٢١	٤,٥٥٣٤١E-٠٢	٦,٥٧E-٠٣
٢,٠٠	٤٨	.١٣٥٣٦٢	٤,٧٣٧٠٣٤E-٠٢	٦,٨٤E-٠٣

Independent Samples Test

	Levene's Test for Equality of Variance		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
RPREPC	١٦,١٣٤	.٠٠٠	Equal variance assumed	٩٤	.٠١٢	.٠٣E-٠٢	٩٠E-٠٢	.٤E-٠٢	.٧E-٠٣
			Equal variance not assumed	٨٤,٢٤٧	.٠١٣	.٠٣E-٠٢	٩٠E-٠٢	.٤E-٠٢	.٧E-٠٣
MRPREC	.٠٦٩	.٧٩٣	Equal variance assumed	٩٤	.٣٨١	٩٤E-٠٢	٥٧E-٠٢	.٥E-٠٢	٨٩E-٠٢
			Equal variance not assumed	٩٣,٩٠٨	.٣٨١	٩٤E-٠٢	٥٧E-٠٢	.٥E-٠٢	٨٩E-٠٢
MRPOS	.٢٢٨	.٦٣٤	Equal variance assumed	٩٤	.٢٢٧	١٥E-٠٢	٨٤E-٠٣	.٠E-٠٢	٢٩E-٠٣
			Equal variance not assumed	٩٣,٨٥٣	.٢٢٧	١٥E-٠٢	٨٤E-٠٣	.٠E-٠٢	٢٩E-٠٣

**NP Tests**  
**Mann-Whitney Test**

**Ranks**

	GROUPSA	N	Mean Rank	Sum of Ranks
RPREPOSA	1,00	48	42,40	2037,00
	2,00	48	04,00	2118,00
	Total	96		
MRPRESA	1,00	48	01,24	2409,00
	2,00	48	40,76	2197,00
	Total	96		
MRPOSTSA	1,00	48	47,10	2210,00
	2,00	48	00,90	2440,00
	Total	96		

**Test Statistics<sup>a</sup>**

	RPREPOSA	MRPRESA	MRPOSTSA
Mann-Whitney U	871,000	1020,000	1034,000
Wilcoxon W	2037,000	2197,000	2210,000
Z	-2,129	-974	-871
Asymp. Sig. (2-tailed)	,032	,230	,289

a. Grouping Variable: GROUPSA

T-Test

Group Statistics

GROUP	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
RIPRPOEG	48	.202708	.240011E-02	.00352E-02
MRPREEG	48	.202223	.241170E-02	.00352E-02
MRPSOREG	48	.202702	.241172E-02	.00352E-02

Independent Samples Test

	Levene's Test for equality of Variance		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	90% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
RIPRPOEG Equal variance assumed	.284	.607	-.209	94	.837	.00352E-02	.00352E-02	.000E-02	.007E-02
RIPRPOEG Equal variance not assumed			-.209	92.940	.837	.00352E-02	.00352E-02	.000E-02	.007E-02
MRPREEG Equal variance assumed	.028	.869	1.222	94	.228	.00352E-02	.00352E-02	.000E-02	.007E-02
MRPREEG Equal variance not assumed			1.222	92.108	.228	.00352E-02	.00352E-02	.000E-02	.007E-02
MRPSORI Equal variance assumed	2.107	.150	-.000	94	.980	.00352E-02	.00352E-02	.000E-02	.007E-02
MRPSORI Equal variance not assumed			-.000	92.721	.980	.00352E-02	.00352E-02	.000E-02	.007E-02

**NP Tests**

**Mann-Whitney Test**

**Ranks**

	GROUP	N	Mean Rank	Sum of Ranks
RIPRPOEG	1,00	48	39,40	1893,00
	2,00	48	07,00	3360,00
	Total	96		
MRPREEG	1,00	48	03,20	1550,00
	2,00	48	43,80	2102,00
	Total	96		
MRPSOREG	1,00	48	47,39	2276,00
	2,00	48	00,61	499,00
	Total	96		

**Test Statistics<sup>a</sup>**

	RIPRPOEG	MRPREEG	MRPSOREG
Mann-Whitney U	3360,00	1550,00	1000,00
Wilcoxon W	1893,00	2102,00	2276,00
Z	-3,184	-1,702	-.744
Asymp. Sig. (1-tailed)	.001	.098	.407

a. Grouping Variable: GROUP



