

## دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية في سورية (دراسة ميدانية)

الدكتور عبد الرحمن مرعي

قسم المحاسبة

كلية الاقتصاد

جامعة دمشق

### الملخص

في هذه الدراسة قُيِّمَ الدور الذي يمكن أن تؤديه صناديق الاستثمار المشتركة في تفعيل سوق دمشق للأوراق المالية ومن ثمّ تنشيط الاقتصاد. إذ إنّ الصناديق المشتركة تقوم بالعملية الاستثمارية بشكل أكثر كفاءة وأقلّ مخاطر. إلاّ أنّ ذلك قد يؤدي أيضاً إلى إنهاء دور المؤسسات المالية الصغيرة، من خلال احتكار الصندوق للصفقات كلّها نظراً إلى الإمكانيات المالية الكبيرة، وفي حال ضعف الرقابة يمكن أن يتحول الصندوق إلى جامع أموال، وتضليل المستثمرين من خلال توجيههم إلى استثمارات يكون للاستشاريين مصلحة فيها، التلاعب في تحديد القيمة السوقية العادلة لأصول الصندوق. لذلك على السوق المالي وضع ضوابط وقواعد للشفافية والحوكمة وتعارض المصالح حفاظاً على أموال المستثمرين.

أنجز الباحث بحثه من خلال التنقيب في الأدبيات المتعلقة في السوق المالي وصناديق الاستثمار. فضلاً عن إجراء استبانة حُلَّتْ بموجب الأساليب الإحصائية الملائمة.

توصل الباحث إلى العديد من النتائج والتوصيات كان أهمها:

يؤدي إنشاء صناديق الاستثمار في سورية إلى تفعيل سوق الأوراق المالية، ومن ثمّ تنشيط الاقتصاد الوطني.

ضرورة وضع ضوابط تتعلق بالشفافية والحوكمة والمتاجرة بهدف التقليل من تعارض المصالح.

## مقدمة:

تأتي هذه الدراسة بغرض تسليط الضوء على الدور الذي تؤديه صناديق الاستثمار المشترك كوعاء لتجميع أموال المستثمرين الأفراد الذين ليس لديهم الوقت ولا الخبرة في مجال الأسواق المالية واستثماراتها. وتبرز أهمية هذا البحث بعد أن أصدر مجلس الوزراء في سورية نظام صناديق الاستثمار تاريخ 2011/8/16، بهدف تفعيل عمليات التبادل في سوق دمشق للأوراق المالية. وهكذا يرى الباحث أنّ الضرورة تقتضي تبيان أهمية صناديق الاستثمار في تحقيق التفاعل في سوق الأوراق المالية وتحسين المناخ الاستثماري، من خلال تنويع الاستثمارات وتقليل المخاطر، وبالوقت نفسه تسليط الضوء على نقاط الضعف التي يمكن استغلالها لإساءة استخدام هذه الخدمة المالية وبشكل خاص أنها ثقافة حديثة العهد في سورية.

يمكن القول: إنّ صناديق الاستثمار ما هي إلاّ مؤسسات خدمات مالية تستلم النقود من حملة أسهمها، ومن ثم تقوم باستثمار تلك النقود من خلال تكوين حقيبة أوراق مالية متنوعة لصالح حملة الأسهم. لذلك، عندما يشتري المستثمرون أسهماً في صندوق استثمار مشترك، يصبحون شركاء في حقيبة استثمار متنوعة بشكل كبير جداً<sup>1</sup>.

ومن ثمّ فإنّ صناديق الاستثمار هي شركات مساهمة تقبل النقود من المدخرين، ومن ثم تستثمر هذه النقود بشكل مشترك، لذلك فهي تخفض المخاطر من خلال تنويع الاستثمارات في شراء أسهم وسندات أو أدوات دين مالية أصدرت من قبل وحدات حكومية أو شركات. كما أنّها تحقق وفورات اقتصادية من خلال تحليل الأوراق المالية لاختيار الأكثر فاعلية، وتحقيق إدارة مهنية لحقائب الاستثمار<sup>2</sup>.

عرفت هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية صناديق الاستثمار أنها (وعاء استثماري يتخذ شكل شركة مساهمة عامة يهدف إلى إتاحة الفرصة للمساهمين فيه للمشاركة جماعياً بالاستثمار في الأوراق المالية، ويديره مدير استثمار، ويشرف على هذه الإدارة أمين استثمار). يتضح من ذلك أنّ الأهداف الأساسية للصناديق المشتركة وفق نظام صناديق الاستثمار في سورية<sup>3</sup>.

1 Gitman, Lawrence J. Fundamental of investing, 9th edition, 2005, PP 541, Pearson

2 Brigham, Eugene F. financial management, theory and practice, 10th edition, 2002, PP 162, South Western

3 هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، نظام صناديق الاستثمار، 2011، ص 3.

- استثمار المدخرات في الأوراق المالية.
- تحقيق التنوع في الاستثمار.
- تقليل مخاطر الاستثمار.

### هدف البحث

هدف البحث إلى تبيان الدور الذي تؤديه صناديق الاستثمار المشترك في سوق الأوراق المالية، وخاصة بعد إصدار نظام صناديق الاستثمار في سورية. من خلال تجميع مدخرات المستثمرين الأفراد وتخصيصها على الأصول المالية الأكثر كفاءة. وبالوقت نفسه تسليط الضوء على الوفورات الاقتصادية التي تحققها الصناديق من خلال القيام بصفقات لا يستطيع المستثمر الفرد القيام بها، واختيار الأوراق المالية بعد إجراء التحليلات المالية اللازمة، وتبيان بعض نقاط الضعف التي يمكن أن تؤثر سلباً في الدور الذي تضطلع به الصناديق.

### مشكلة البحث

يرى الباحث أن مشكلة البحث تكمن في الجدوى الاقتصادية للصناديق المشتركة في سوق ناشئة كسوق دمشق للأوراق المالية، وعدد الشركات المدرجة فيها قليل، ومن ثمّ ينعكس ذلك على طبيعة عمل الصندوق. يمكن تبيان مشكلة البحث من خلال طرح التساؤلات الآتية:

- هل سيؤدي وجود الصناديق المشتركة إلى زيادة في حجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية؟
- هل سيؤدي وجود الصناديق إلى زيادة عدد الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية؟
- هل سيكون هناك دور لقوانين السوق في تحقيق السعر العادل للورقة المالية، ومن ثمّ تخصيص الاستثمارات على الأصول الكفوءة؟
- هل تسهم الصناديق المشتركة بتوفير ملاذ آمن لصغار المستثمرين؟
- هل سيتأثر المستثمرون الصغار بتوجهات الصندوق الاستثمارية؟
- هل تسهم الصناديق المشتركة بتحديث القوانين الناظمة للمؤسسات المالية وإيجاد قوانين جديدة تؤدي إلى تطوير مثل هذه قوانين؟

- هل تسهم الصناديق المشتركة بتفعيل الدور المناط بسوق الأوراق المالية من حيث الرقابة والتوجيه والشفافية في المتاجرة؟

### الدراسات السابقة:

تناولت كثير من الدراسات صناديق الاستثمار سواء على المستوى الدولي أم العربي. ولمّا كان الموضوع الذي يتناوله الباحث من خلال هذا البحث هو الدور الذي تؤديه صناديق الاستثمار في تفعيل أسواق الأوراق المالية، لذلك عرّضَ الباحث عدداً من الدراسات التي تناولت هذا الجانب من الصناديق:

1- دراسة ديفيد بلتذ وجووب هوج (Blitz & Hhij)، 2012م: بعنوان نظرة أخرى إلى أداء الإدارة الفعّال لصناديق الملكية المشتركة.

قام الباحثان بتقييم أداء صناديق الاستثمار بالملكية المدارة بشكل نشط (active management) التي اتبع بموجبها المدبرون استراتيجيات استثمار منتظمة. توصلت الدراسة إلى أنّ صناديق الاستثمار المدارة وفق مؤشرات السوق حققت عوائد أقلّ بشكل جوهري من تلك الصناديق المدارة بشكل نشط، إذ وصل الفارق في مستوى الأداء بين 3%-5% في كل دورة.

2- دراسة هنري رازافيتوموبو (Henry Razafitombo)، 2012: بعنوان تحليل الصناديق واختيارها. منهج يعتمد على التشابه والاختلاف في مقاييس الأداء.

تستند هذه الدراسة إلى التقنيات المستخدمة في جمع البيانات. اعتمدت الدراسة على 15 مقياس أداء تعود إلى صناديق الاستثمار عام 2011 وحُسِبَتْ على ثلاث مدد دورية - 6 أشهر، 1 و 3 سنوات. كان أهم ما وجدته الدراسة:

- أنّ أداء الصناديق قد تركز حول ثلاثة أبعاد رئيسية:
  - 1- بُعد الأداء التقليدي الذي يستند إلى نسب شارب.
  - 2- بُعد يستند إلى مهارات الإدارة النشطة والمؤيدة بمعلومات النسب.
  - 3- بُعد حساسية السوق المؤيد بمعامل بيتا.
- وجدت الدراسة أنّ هناك تأييداً للمنهج المتكامل (integrated approach) لتحليل الأداء. يمزج التحليل المتكامل بين مقاييس الأداء كلّها بغض النظر عن المدد الزمنية التي حُسِبَتْ فيها إذ أدت إلى ترابط أفضل.

• أظهرت الدراسة وبشكل مفاجئ تميز نسب شارب. في الحقيقة أظهرت نسب شارب بعض التميز في مقاييس الأداء التقليدية الأخرى.

إلا أن الدراسة وجدت أن المنهج المتكامل هو الأفضل.

3- دراسة اندرياس هوساير وآخرون: توقعات المستثمرين، أجور الإدارة وأداء صناديق الاستثمار. 23 كانون الثاني 2012 .

طورت الدراسة وكيلاً رئيساً (principal agent) خلال مدة واحدة مع ممثل عن المستثمر ومدير الصندوق في إطار عدم تماثل المعلومات. باستخدام علاقة بسيطة بين الأجر وأداء الصندوق، تبين أن أغلب صناديق الاستثمار الأمريكية الوطنية قد أضافت هامشاً مرتفعاً للأجور خلال المدة بين تموز 2003 و آذار 2007. مقابل هذه الزيادة في حين أن المستثمر يتوقع أن تحقق إدارة الصندوق إيرادات سنوية صافية زيادة على ما يحققه مؤشر S&P بحدود 1.5% بعد تسوية المخاطر ذات العلاقة. فضلاً عن ذلك قدم النموذج تصنيفاً جديداً للصناديق، يستند إلى إمكانيتها تقديم منافع لحقبة المستثمرين.

4- دراسة كريستوفر كليفورد وآخرون: هل الصناديق المشتركة ذات الدخل المؤكد (المحدد)، هي في الحقيقة غير واقعية. تموز 2012؟

في السنوات الأخيرة أُحدثت صناديق تقدم عوائد محددة (مؤكدة) للمستثمرين. الهدف العام لهذه الصناديق هو أن تخلق عوائد مستمرة ذات تذبذب منخفض وارتباطها بالأسواق التقليدية ضعيف. قام الباحثون باستخدام عينة من تلك الصناديق لاختبار هل تحقق الصناديق أهدافها الموضوعية أم لا؟ توصل الباحثون إلى أن لتلك الصناديق ارتباطاً ضعيفاً بالسوق وأن انحراف العائد أيضاً منخفض. إلا أنها لم تتمكن من تحقيق أهدافها. ووجدنا أنها لم تخلق ألفا (alpha) أو تلغي عوامل مخاطر السوق العامة.

إن ما توصلنا إليه دفعنا إلى تحذير المستثمرين من هذه الصناديق التي نمت نمواً كبيراً مؤخراً. لأنها قادرة على فرض أتعاب مرتفعة، لذلك من الممكن أن تحقق أهدافاً غير موضوعية لمؤسسي هذه الصناديق ورعاتها.

5- دراسة جون هاسلم: بعنوان - تعارض مصالح الصندوق المشترك - 2012.

تناولت هذه الدراسة مجموعة من المجالات التي ينشأ عنها تعارض مصالح بين إدارة الصندوق والمالكين التي كان من أهمها:

• طبيعة تعارض المصالح - مدى استقلالية إدارة الصندوق عن مجلس الإدارة طبيعة العلاقة بين تركيبة مجلس الإدارة والأتعاب الاستشارية: بينت الدراسة أن الأتعاب الاستشارية تكون أقل عندما يكون المديرين المستقلون:

1- عددهم أقل (تتركز المسؤولية) 2- يشكلون النسبة الكبرى من إجمالي المديرين (دعم أكبر للإشراف) 3- الإشراف على نسبة كبرى من أصول صندوق المستشار.

• جودة مجلس الإدارة وحملة الأسهم: درست العلاقة بين مستوى مسؤولية الإدارة، حوافز المدير، جودة الإدارة، وأداء الصندوق.

• استقلالية المديرين واستشاري الصندوق: تبين أن مجلس الإدارة الذي يهيمن عليه مديرون مستقلون يمكن أن يُخفّض من تصرفات مستشار الصندوق الذي يزيد في خياراته من تعارض المصالح مع حملة أسهم الصندوق.

الهدف من هذه الدراسة هو مناقشة نماذج عديدة من تعارض المصالح التي تؤثر تأثيراً سلبياً في حقوق حملة الأسهم. لذلك على حملة أسهم الصندوق أن يطوروا فهمهم لهذا التعارض الذي يضعهم في موقع غير ملائم من استثمارات الصندوق.

6- بحث علمي أجرته جامعة كونكورديا الأمريكية: بعنوان "أداء الصناديق الاستثمار يرتبط بمؤهل مديريها: 5-5-2009. تبين من خلال الدراسة أن أداء صناديق يرتبط بالمؤهلات الأكاديمية لمديري الاستثمار، توصلت الدراسة إلى أن من يملك شهادة التخصص المالي قادر على تحقيق نتائج أفضل من هؤلاء الذين يملكون شهادات الماجستير.

أهم ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

ركزت الدراسات السابقة على أهمية صناديق الاستثمار وعوامل نجاحها في سوق نشطة تسوده قوانين السوق التنافسية. وبيّنت ضرورة توفير البيئة الملائمة لعمل هذه الصناديق والرقابة اللازمة للحد من الممارسات المغلوطة بها للصناديق.

لذلك، وجد الباحث أن من الضرورة بمكان دراسة إمكانية قيام مثل هذه الصناديق في سورية. إذ تفتقر السوق لأهم مقومات نجاح مثل هذه المؤسسات المالية. فليس هناك شركات متخصصة بإدارة الصندوق، ومؤهلة لتوجيه المستثمرين. كما أن حجم الشركات المساهمة المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية وعددها لا يقدم العرض الكافي من الأوراق المالية لمواجهة الطلب الذي ستخلقه

الصناديق، وهذا ما يجعل البيئة ملائمة للمضاربات غير المشروعة واستغلال جهل الناس وتحويل هذه الصناديق إلى مؤسسات لجمع الأموال، خاصة في ظل غياب التشريعات الناظمة والمحددة لعمل الصناديق.

### فرضيات البحث:

الفرضية الأولى: تسهم الصناديق المشتركة في تطوير سوق الأوراق المالية في سورية.  
 الفرضية الثانية: تسهم الصناديق المشتركة في تقليل مخاطر الاستثمار .  
 الفرضية الثالثة: تسهم الصناديق المشتركة في تخصيص الاستثمارات على الأصول الكفوءة.  
 الفرضية الرابعة: تسهم الصناديق المشتركة في توفير ملاذ آمن لصغار المستثمرين.  
 الفرضية الخامسة: تسهم الصناديق المشتركة في سورية بتحسين مستوى المؤسسات المالية والتشريعات الناظمة لذلك.

### منهجية البحث:

يسعى الباحث لانجاز بحثه من خلال:

- تسليط الضوء على أدبيات صناديق الاستثمار العالمية والعربية ودورها في تحقيق التوازن الفعال في سوق الأوراق المالية، وتحقيق وفورات اقتصادية وتقليل مخاطر الاستثمار.
- إجراء استبانة في ضوء الفرضيات التي وضعها الباحث، يوزع على الأكاديميين في أقسام المحاسبة والتمويل والمصارف في عدد من كليات الاقتصاد في الجامعات السورية، وعلى العاملين في هيئة الأوراق المالية وسوق دمشق للأوراق المالية، وعلى العاملين في شركات الوساطة المالية، وتحليل معطيات الاستبانة وفق الأساليب الإحصائية الملائمة.

### مفردات البحث:

- \_ مقدمة.
- \_ القواعد الناظمة لصناديق الاستثمار.
- \_ ميزات الملكية في صناديق الاستثمار.
- \_ مساوئ الملكية في صناديق الاستثمار.
- \_ الجانب العملي.

## أولاً: القواعد الناظمة لصناديق الاستثمار:

تشكّل الصناديق المشتركة المفتوحة (رأسمال متغير) أغلبية صناديق الاستثمار، لأنها تبيع أسهماً جديدة للمستثمرين وتسترد الأسهم المتداولة من حملتها عند الطلب ويصافي القيمة السوقية (NAS). إنها تقدم فرصاً لصغار المستثمرين للاستثمار في حقيبة استثمار أوراق مالية ذات سيولة عالية<sup>4</sup>. لذلك سيعمل الباحث على التركيز على الصناديق المفتوحة دون الصناديق المغلقة على لأنّ الصناديق المغلقة لا تختلف كثيراً عن أي شركة مساهمة مدرجة في بورصة الأوراق المالية.

أنشئ أول صندوق استثمار في الولايات المتحدة الأمريكية في بوسطن عام 1924. منذ تلك المدد ازداد عدد الصناديق وحجم الأصول المستثمر فيها بشكل مثير<sup>5</sup>:

على الرغم من أنّ مفهوم الصناديق المشتركة تستخدم فقط بالنسبة إلى الصناديق المفتوحة، إلا أنّ من الشائع استخدامها بالنسبة إلى شركات الاستثمار المغلقة (رأسمال ثابت) التي تعمل بعدد محدد من أسهم رأس المال، وتحتوي أحياناً على سندات وأسهم ممتازة، وبشكل طبيعي غير قابلة للاسترداد إلا عند التصفية، تدرج أسهمها في لوحات البورصات وليس في لوحة تسعيرة الصناديق المشتركة، وتحدد أسعارها بحسب العرض والطلب. أغلب أسهم الصناديق المشتركة المغلقة يجري تداول أسهمها بسعر أقل من صافي قيمة الأصول (سعر خصم). ولا تصدر بشكل منتظم أسهماً جديدة وتسمى شركات استثمار مساهمة عامة<sup>6</sup>. بشكل جوهري، فإنّ الصندوق المشترك منتج مالي يباع إلى العموم عن طريق شركة استثمار. ذلك يعني أنّ شركة الاستثمار تبني وتدير حقيبة أوراق مالية وتبيع حقوق ملكية - أسهماً - في تلك الحقيبة من خلال وسيلة تسمى الصندوق المشترك. وفق هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية فإنّ (صندوق الاستثمار ذو رأس المال الثابت الذي يطرح وحداته للاكتتاب العام وتدرج وتداول وحداته بسوق الأوراق المالية، ولا يجوز استرداد قيمة الوحدات من الصندوق إلا عند التصفية)<sup>7</sup>. الاعتقادات بأنّ صندوق الاستثمار المشترك يتكون من شركة كبيرة تقوم بمهام الصندوق كلّها لهو اعتقاد غير صحيح. فالوظائف الكثيرة لصناديق الاستثمار - الاستثمار، وتسجيل العمليات، والحماية، وتحليل الأوراق المالية لتحديد كفاءتها وغيرها - لا يقوم بها الصندوق ذاته إنّما تُوزع أعباء إدارتها بين شركتين أو أكثر. يجري أولاً تكوين الصندوق كشركة مساهمة

4 Saunders, Financial markets and institutions, 4th ed, 2009, PP490, McGraw-Hill

5 Ibid, Brigham, Eugene F. Financial Management, PP 162

6 Teweles, Richard J. the stock market, 7ed, 1998, PP 413, John Wiley & sons, Inc

7 مرجع سابق، نظام صناديق الاستثمار، ص2



مستقلة مملوكة من قبل حملة الأسهم، أما ما يتعلق بإدارة الصندوق والاستثمارات التي يقوم بها فيكلف العديد ممن لهم علاقة بتنظيم الصندوق وإدارته<sup>8</sup>.

1- إدارة الصندوق: تقوم على إدارة عمليات الصندوق اليومية شركة، وغالباً ما تقوم هذه الشركة بخدمات مستشار الاستثمار. إنها شخصية اعتبارية تقوم بإدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، بما في ذلك إدارة صناديق الاستثمار .

2- مستشار الاستثمار: يشتري ويبيع الأسهم والسندات وبالوقت نفسه يشرف على الحقيبة. غالباً ما يسهم في هذه العملية ثلاثة أطراف:

A. مدير النقدية، الذي غالباً ما يدير حقيبة الاستثمار ويتخذ قرارات البيع والشراء.

B. محلل الأوراق المالية، يقوم بتحليل الأوراق المالية ويحدد منها يمكن أن يكون استثماراً فعالاً.

C. عمليات المتاجرة: يقوم بعمليات بيع كميات كبيرة من الأوراق المالية وشراؤها بأفضل سعر ممكن

3- وكيل التوزيع: يبيع أسهم الصندوق، إما بشكل مباشر للعموم أو بشكل غير مباشر عن طريق السماسرة.

4- أمين الاستثمار: يقوم بمهام الحفظ المادي للأوراق المالية وغيرها من أصول الصندوق، دون أن يكون له دور في قرارات الاستثمار. حتى يقلل من أعمال الغش والتضليل يكلف طرفاً مستقلاً بذلك، غالباً ما يكون البنوك.

5- وكيل نقل الملكية: يقوم بعمليات تتبّع طلبيات الشراء والاسترداد الآتية من حملة الأسهم، ويحافظ على سجلات حملة الأسهم. عندما يشتري المستثمر أسهم الصندوق المشترك، يُصدر وكيل نقل الملكية أسهماً جديدة بصافي القيمة السوقية للسهم فضلاً عن عمولة بيع إذا كان الصندوق يحملها للمستثمر. عندما يُطلب السهم للاسترداد، يقوم وكيل نقل الملكية بإلغاء الأسهم المطلوب استردادها ويدفع صافي القيمة السوقية نقداً لحملة الأسهم. لذلك إذا اشترى المستثمرون أكثر مما جرى استرداده، فإن عدد الأسهم المتداولة يزداد، والعكس صحيح.

### ثانياً: مميزات الملكية في صناديق الاستثمار :

هناك العديد من الميزات التي تجعل الاستثمار في الصناديق المشتركة جذاباً، من أهمها<sup>9</sup>:

\* تنوع الاستثمارات: الأسئلة التي يمكن أن يطرحها المستثمر الفرد\_ أي أسهم أو سندات أشتري، متى اشتري، ومتى أبيع التي هي مصدر إزعاج دائم للمستثمرين. تشكل هذه الأسئلة صميم فكرة

8 Joehnk, Michael D. fundamental of investing, 2005, P545-546, Pearson

9 Bradley, Edward S. the stock market, 7ed, P 415, 1998, John Wiley & sons Inc.

وجود الصناديق المشتركة، وإلى حد كبير توضح النمو الكبير الذي تتمتع به الصناديق المشتركة. هناك الآلاف من صناديق الاستثمار المختلفة التي لها أهداف وأغراض متعددة إذ أضحى الاستثمار في الصناديق المشتركة هوساً للمستثمرين، وذلك بسبب الميزات التي تقدمها الصناديق. إذ يمكن للمستثمر الآن أن يستثمر في صناديق تمتلك أسهم صناعة محددة، أو في صناديق تستثمر في قارة محددة، أو في دولة محددة، أو في صناديق النقد السوقية التي تستثمر في سندات الخزينة وغيرها من الأوراق المالية قصيرة الأجل، أو صناديق الضمير الاجتماعي (ترفض الاستثمار في أسهم شركات تسبب التلوث، أو تباع سجائر الدخان)<sup>10</sup>.

ليس لدى العديد من المستثمرين الوقت الكافي للاستثمار، ولا يعلمون كيف يستثمرون، أو يقومون بإدارة حقيبتهم الاستثمارية، لذلك، يلجؤون - في أغلب الأحيان - إلى الصناديق المشتركة. بالعودة إلى تعريف الصندوق المشترك وخصائصه أرى أنّ الصندوق يقوم بالاستثمار في العديد من الأوراق المالية التي تُدرّس وتُحلّل فعالية الاستثمار بها من قبل مستشاري استثمار. لذلك، يستفيد حملة أسهم الصندوق من التوسع في الاستثمار ضمن صناعات وشركات متعددة، ومن ثمّ يؤدي ذلك إلى تخفيض المخاطر وتحقيق وفورات اقتصادية<sup>11</sup>، وهكذا فإنّ المستثمر الفرد لا يمكنه القيام بمثل هذا التنوع من خلال تكوين حقيبة أوراق مالية خاصة به. فضلاً عن ذلك فإنّ الصناديق المشتركة تستخدم مديري حقائب استثمار مؤهلين، فالمستثمر الفرد لا يحتاج أن يدير استثماراته بنفسه وخاصة بعد الإقبال المتزايد على المنتجات والأدوات المالية المعقدة<sup>12</sup>. الأهم من ذلك، إنّ الصندوق المشترك يضمن للمستثمرين السيولة الدائمة لأسهم المالكين، من خلال تعهدهم بإعادة شراء تلك الأسهم عند الطلب وبصافي القيمة السوقية.

\* إدارة مهنية متفرغة للصندوق بشكل كامل: يخفف هذا عن المستثمرين العديد من الأعباء الإدارية اليومية وأعباء مسك الدفاتر. كما أنّ الصندوق يمكن أن يقدم خبرة استثمارية أفضل مما يمكن أن يقوم بها المستثمر الفرد.

أكدت دراسة أجريت في جامعة كونكورديا الأمريكية البيانات الخاصة بـ 1004 صناديق استثمارية أمريكية إنّ أداء هذه الصناديق مرتبط بالمؤهلات الأكاديمية لمديري الاستثمار، لأنّ من يملكون شهادة التخصص المالي قادرون على تحقيق نتائج أفضل من هؤلاء الذين يملكون شهادة

10 Ibed, Joenk, PP 544-547,2005.

11 Ibed, Eugene, F. Financial Management, PP 162

12 [http://file://E/html/صناديق الاستثمار/أداء الصناديق يرتبط بمؤهل المديرين](http://file://E/html/صناديق%20الاستثمار/أداء%20الصناديق%20يرتبط%20بمؤهل%20المديرين).

الماجستير<sup>13</sup>. خلصت العديد من الدراسات إلى أنّ الأداء المتميز لأغلب الصناديق المشتركة التي تدار بشكل نشط يمكن أن تُعزى إلى مديريين يتبعون منظومة استراتيجيات استثمارية مثل:

- الاستثمار في أسهم تقدم فرصاً استثماريةً جذابةً (small-cap stock)،
- أسهم تكون فيها نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية مرتفعة، أو
- في أسهم ذات زخم سعري كبير.

وتوصلت الدراسة إلى أنّ صناديق الاستثمار التي تعتمد في إدارتها على المؤشرات المالية فقط (التحليل الفني) حققت إيرادات منخفضة نسبياً بين 3-5 % سنوياً عن تلك التي حققتها الصناديق التي تعتمد في استثماراتها على الإدارة النشطة للصندوق<sup>14</sup>.

\* تقديم الخدمات للمستثمرين: تقدم الصناديق المشتركة العديد من الخدمات للمستثمرين (كالاحتفاظ بسجلات للمعاملات كلها التي يقوم بها المستثمر خلال العام، ونقل ملكية الأوراق المالية في المحفظة الاستثمارية)<sup>15</sup> تجعلها مرغوباً فيها بالنسبة إلى العديد من المستثمرين. من أهم هذه الخدمات:

- إعادة استثمار أرباح الأسهم الدورية والرأسمالية بشكل آلي: ومن ثمّ تسمح للمستثمر بان يبقى رأسماله مستثمراً بشكل دائم، إذ تُستخدم تلك الأرباح من أجل شراء أسهم إضافية جديدة في الصندوق، مع العلم أن مشتريات كهذه معفاة من العمولة.
- خطط التقاعد: بموجب هذه الخطة تسمح لحامل أسهم الصندوق بناء على طلبه وموافقة الصندوق بتحويل مبلغ ثابت من دخله الشهري إلى حساب شراء عدد من أسهم شركة الاستثمار للغرض المذكور حالما يتم ذلك، يمكن للمستثمر أن يشتري أسهماً جديدةً في الصندوق. ويمكن أيضاً للمكتتب في هكذا برنامج أن ينسحب من البرنامج دون أي عقوبات.
- خطط السحب المنتظمة: بموجب هذا البرنامج يمكن لحملة أسهم الصندوق الحصول على مبلغ نقدي محدد بشكل مسبق كل شهر أو كل فصل. للحصول على هذه المزية، تتطلب صناديق الاستثمار حداً أدنى للاستثمار (في أمريكا \$5000).

13 Madura, Jeff: Financial Market & INStitution, 2ND ED, 1992, , west publishing company

14 الاقتصادية الإلكترونية العدد 5685 ، 5-5-2009

15 Blitz, David & Huij, Joop: another look at the performance of actively managed equity funds, <http://ssrn.com/abstract=2004972>

• ميزات التحويل ضمن مجموعة الصندوق الواحد (قد يتكون الصندوق الواحد من مجموعة من الصناديق): تسمح هذه الميزة لحملة الأسهم أن يحولوا أموالهم من صندوق إلى آخر، ضمن مجموعة الصندوق الواحد نفسها بأريحية مطلقة، بحيث لا يستدعي ذلك أكثر من اتصال هاتفي من صاحب الاستثمار.

\* الميزات الضريبية: يمكن عدّ الصناديق المشتركة من ضمن المؤسسات المعفاة من الضرائب (ومن ثمّ تتجنب الازدواج الضريبي عن أرباح الأسهم وإيراد الفائدة). حتى تتمتع بهذه الميزة، على الصندوق أن يوزع كامل أرباحه الرأسمالية المحققة وعلى الأقل 90% من أرباح الأسهم وإيراد الفوائد. في مثل هذه الحالات لا يدفع الصندوق أي ضريبة عن أي من إيراداته الدورية أو الرأسمالية.

\* تعدد مصادر إيرادات الصندوق: يحقق صندوق الاستثمار إيرادات لحملة الأسهم من ثلاثة مجالات

- يمكن للصندوق أن يحول أي إيرادات دورية (أرباح الأسهم أو فوائد السندات) إلى حملة الأسهم.
- يمكن أن يحول الأرباح الرأسمالية عند بيع الأوراق المالية المستثمر بها في الصندوق. يمكن لحملة الأسهم أن يطلبوا تحويل أرباحهم الدورية والرأسمالية أو أن يطلبوا إعادة استثمار تلك التوزيعات في الصندوق من خلال شراء أسهم إضافية جديدة<sup>16</sup> النموذج الثالث لإيرادات حملة أسهم الصندوق تأتي من خلال التحسن في أسعار أسهم الصندوق. إنّ ازدياد القيمة السوقية للأوراق المالية المحتفظ فيها، ينعكس ذلك بالزيادة في صافي قيمة أصول الصندوق (NAV)<sup>17</sup>. يقوم مدير الصندوق بحساب صافي قيمة أصول الصندوق يومياً، وهذا يتطلب تعديل عدد أسهم الصندوق إذا كان الصندوق ذا رأسمال متغير وحصلت هناك عمليات بيع أو استرداد لأسهم. يستدعي ذلك من مدير الصندوق تعديل قيمة أصول الصندوق بحسب قيمتها السوقية يوماً بيوم، وبالوقت نفسه تعود الزيادة في القيمة السوقية لأسهم الصندوق بالفائدة على حملة الأسهم عند بيعهم لأسهمهم في الصندوق.

### صناديق الاستثمار والأزمات المالية:

تؤدي صناديق الاستثمار دوراً مهماً في تنشيط الأسواق المالية من حيث خلق الطلب المستمر في السوق المالي والقيام بصفقات ذات قيمة كبيرة لا يمكن للمستثمر الفرد القيام بها، في الوقت الذي لم يحدث فيه تغيير في الحد الأدنى من رأس مال الصندوق الذي يلتزم صانع السوق بتوفيره، وبما

16 مطر، محمد، إدارة المحافظ الاستثمارية، 2005، ص 246، دار وائل للنشر

17 Ibed, Madura, Jif, PP 638,

يضمن قدرته على الاضطلاع بمثل هذه الصفقات. وقد ينتج عن ذلك وجود أوامر شراء وأوامر بيع حائرة (غير واضحة المعالم) تنتظر التنفيذ، مما دفع بعضهم إلى الاعتقاد أنها كانت أحد أسباب حدوث أزمة يوم الاثنين الأسود 1987<sup>18</sup>، كما يُمكن الاعتماد كثيراً على الصناديق في الأزمات المالية، من أجل التدخل وتنشيط السوق يرى السيد هندي بالنسبة إلى أزمة الاثنين الأسود (يرجع الفضل في مواجهة الأزمة إلى صناعات السوق، وإلى المنشآت التي تدخلت لشراء أسهمها، فضلاً عن جهود البنك المركزي. أمّا المستثمر العادي فلم يكن له دور ملموس)، لاحظ هنا أن صناعات السوق هم في الحقيقة صناديق الاستثمار المشتركة التي كان وما زال لها دور كبير في تفعيل السوق المالي وإعادة الاستقرار إليه. إلا أن ذلك قد ينعكس سلباً على الصندوق والسوق، إذ ينتج عن ذلك تغيير في ميل المستثمرين للاستثمار في الصناديق والتوجه إلى البنوك ذات الدخل الثابت الأكثر تحفظاً<sup>19</sup>. ويظهر ذلك جلياً عندما تكون الأزمة ناتجة عن استثمارات ليس لمديري الصناديق الخبرة الكافية للتعامل بها، كما هو الحال في أزمة الائتمان<sup>20</sup> (إذ إن إدارة الصناديق التقليدية تستخدم المشتقات المالية ضمن محافظها الاستثمارية مع عدم وجود اختصاصي مؤهل يتمتع بالخبرة الكافية في الأدوات المالية المعقدة التي تستثمر فيها). في مواجهة الأزمة وتداعياتها أصدرت لجنة مديري الصناديق التابعة لمجموعة الأسواق المالية التي شكلها الرئيس الأمريكي الحالي دليلاً يتضمن أفضل الممارسات لمديري الصناديق الاستثمارية، وكانت أهم التوجهات التي تضمنتها ما يأتي<sup>21</sup>:

- الشفافية: وضعت قواعد شفافية قوية لتزويد المستثمرين بالمعلومات الضرورية التي تمكنهم من تقرير هل يستثمرون في الصندوق أم لا؟ ومتى وكيف يمكنهم الخروج منه.
- التقييم: وضعت إجراءات قوية لتقييم موجودات الصندوق، التي تضمن فصل المسؤوليات من خلال سياسات مكتوبة.
- إدارة المخاطر: وضعت سياسات شاملة لإدارة المخاطر تشدد على قياس المخاطر ومراقبتها وإدارتها.
- وضعت بنية قوية تؤمن الرقابة الفاعلة على عمليات المتاجرة مع موارد بشرية كافية ومهنية.
- الالتزام بأفضل الممارسات: وضع دليل بأفضل الممارسات الخاصة بالصندوق للتعامل مع قضايا الالتزام وإزالة تعارض المصالح والمهنية وغيرها.

18 Cornett, Marcia Millon, Financial Market & Institution, 4th ed, 2009, P 500, Mc Graw- Hill

19 هندي، منير إبراهيم الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 2007، ص 575، منشأة المعارف

20 صناديق الاستثمار/ دراسة حول الصناديق الاستثمارية بدول مجلس التعاون الخليجي file://E:/2010

21 مرجع سابق، هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص 613

### ثالثاً: مساوئ الملكية في الصناديق المشتركة، من أهمها:

يتأثر المستثمرون في صناديق الاستثمار بشكل مباشر بالخسائر التي تتكبدها حقيبة الصندوق، لأنهم يملكون أسهم الصندوق. ففي السنة التي يحقق الصندوق أرباحاً تزداد صافي القيمة السوقية للسهم، ومن ثمَّ يحقق المستثمرون أرباحاً أماً إذا تكبد الصندوق خسارة، يؤدي ذلك إلى انخفاض في القيمة السوقية، ومن ثمَّ يتكبد حملة الأسهم خسارة. إذ إنَّ صناديق الاستثمار بشكل عام مكلفة، وأن تكاليف الصفقات مرتفعة فيها بشكل جوهري. تأتي هذه التكاليف من مصدرين<sup>22</sup>:

- أتعاب البيع: تفرض العديد من الصناديق عمولات بيع مرتفعة على حملة الأسهم عند شرائهم لها، تصل هذه العمولة إلى 8.5% من سعر شراء السهم
- مصاريف الصندوق التشغيلية: تُفرضُ أجور إدارية بشكل سنوي مقابل الخدمات المهنية التي تقدمها للصندوق (تسمى تكلفة التشغيل). وتحسب كنسبة مئوية من أصول الصندوق قد تصل إلى 1%. تُقْتطَعُ من إجمالي الإيرادات، دون الأخذ بالحسبان هل كانت سنة الصندوق جيدة أم سيئة<sup>23</sup>؟ ففي دراسة لـ اندرياس وآخرين عن توقعات المستثمرين، وأتعاب الإدارة والأداء المنخفض للصناديق المشتركة تبين أن جهد المستثمرين وعملهم ومجموعة المعلومات المتوافرة هي التي تحدد مستوى الأجور الإدارية. أماً المقدرة الحقيقية للمدير فليس لها علاقة<sup>24</sup> وأن هناك مخططان يتعلقان بالأتعاب يعتمدان على احتمالية تعدد المنافع<sup>25</sup>.

الأسلوب الأفضل لاختبار هذه التكلفة هو اختبار نسبة مصاريف الصندوق، وتحسب من خلال قسمة وسطي مصروفات الصندوق على التكاليف التشغيلية لإدارة الصندوق.

على الرغم من العديد من القوانين التي فرضت على الصناديق المشتركة والمتعلقة بمنع إساءة الاتجار الداخلي، تبين أن هناك العديد من هذه الإساءات التي يمكن إدراجها ضمن أربعة تصنيفات أساسية<sup>26</sup>:

22 مرجع سابق، هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص 613

23 صحيفة الاقتصادية الإلكترونية عدد 5685، أداء مديري الاستثمار يرتبط بمؤهل مديريها، 5-2009

24 saunders, Anthony Financial Market & Institution, 4TH Ed, 2009, PP 502, Mc Graw- hill

25 Teweles, Richard J. the stock market, 7th ed, 1998, P,417, John Wily & Sons

26 Huesler, Andreas D, Investors Expectations, Management Fees and the Underperformance of Mutual Funds, Electronic copy: <http://ssrn.Com/abstract=1998823>

- فوارق توقيت السوق (market timing) هي حالة شائعة في الصناديق الدولية إذ يكتشف التاجر فوارق في مناطق التوقيت بين الدول. إذا اكتشف مراقب السوق أن أسواق آسية أقلت على خسارة إلا أن هناك احتمالاً كبيراً في أن ترتفع الأسعار في اليوم التالي، ومن ثمّ يمكنه الاستفادة من فارق الوقت ويشتري أسهم صناديق الاستثمار الأمريكية المستثمرة في الأوراق المالية الآسيوية بعد الخسارة في ذلك اليوم، ومن ثم يبيع تلك الأوراق المالية بربح في اليوم التالي.
  - الاتجار المتأخر (late trading) يمكن لبعض المستثمرين أن يشتروا ويبيعوا أسهم صناديق الاستثمار بعد مدة من إقفال الأسعار (الساعة الرابعة مساءً). إذ تسمح قواعد تداول الصناديق المشتركة قبول مثل هذه الأوامر بعد الرابعة مساءً وحتى الساعة التاسعة، وهذا ما يسمح للمستثمرين الكبار من الاتصال بسماسرتهم وإلغاء طلبية ما أو تغييرها. توجيهات شركات السمسرة (directed brokerage) الاتفاقيات المبرمة بين الصناديق المشتركة وشركات السمسرة يمكن أن تسمح لشركات السمسرة أن تؤثر بشكل غير مناسب في المستثمرين من خلال النصح بصناديق دون أخرى، وهذا يؤدي إلى الترويج لأسهم دون أخرى يكون للصناديق المشتركة والسماسرة مصلحة فيها.
  - إن أسلوب الإفصاح المتعلق بحساب الرسوم يسمح للسماسرة بحساب تلك الأتعاب بشكل غير صحيح إذ يعتقد المستثمر أنه يشتري في صندوق لا يفرض أتعاباً. الأبعد من ذلك، غالباً ما يُحمل السماسرة زبائنهم أتعاباً أكثر مما هي في الواقع من خلال عدم منحهم ما يستحقون من حسمات تمنح لمستثمري الصندوق المؤهلين لذلك.
- وفي دراسة لـ كريستوفر كليفورد وآخرون عن: هل الصناديق المشتركة ذات الدخل المؤكد (absolute return) هي صناديق مخادعة، ميدنياً إنها صناديق تقدم عوائد استثمارية أفضل من تلك التي تعتمد على مؤشرات السوق مثل مؤشر S&P 500 وغيره . الهدف الرئيس لهذه الصناديق هو تقديم دخل مستمر دون تذبذب من دورة إلى أخرى. تبين أن لهذه الصناديق أغراضاً فريدة (استثنائية)، وقد وجد الباحث أن ليس هناك دليل على مقدرة تلك الصناديق على تحقيق أهدافها، إنها فقط قادرة على فرض أجور إدارية مرتفعة<sup>27</sup>.
- لابد أيضاً من التنويه إلى أهمية اختلاف المصالح بحسب نظرية الوكالة بين مديري الصندوق ومجلس الإدارة (المالكين). ففي دراسة لجون هاسلم 2009 - John A. Haslem جاء فيها، إن على

27 Clifford, Christopher P. Are Absolute Return Mutual Funds Absolutely Absurd, Electronic copy: <http://ssrn.com/abstract=2007132>

حملة أسهم الصندوق أن يتفهموا بشكل أفضل اختلاف المصالح بينهم وبين مديري الصندوق والمستشارين التي تضعهم في وضع لا يحسدون عليه في استثمارات الصندوق. كثير من مستشاري الاستثمار<sup>28</sup> (يخرجون عن مهمتهم من أجل خلق مناخ من ذهب لصالحهم) من خلال استخدام كل اختلاف ناتج عن الوكالة لصالحهم. يتابع السيد هاسلم (إن الاعتماد على القوانين والأنظمة لوضع حد لاختلاف المصالح وليس على قوى السوق يمكن أن يجعل السوق أقل فاعلية). إذ يرى السيد بيرد ثيستل (Birdthistle) إن المنهج التعاقدى الأمثل لعلاقة الوكالة في صناديق الاستثمار تستدعي<sup>29</sup>:

1. أن يقوم مجلس إدارة الصندوق (Board of Directors) بمفاوضات حقيقية تنافسية مع مديري الصندوق (fund managers).

2. أن يكون لقوانين السوق التنافسية الدور الأساسي في وصول الأطراف إلى تعاملات مثلى.

3. يمكن لحملة الأسهم أن يستعينوا بقواعد وأسس من قانون الشركات من أجل رفض مكافآت تُحدّد وفق مصالح المديرين.

يمكن بموجب هذه الشروط الوصول إلى تحديد أمثل لمكافأة المديرين. على الرغم من هذه المساوئ إلا أن مستوى أداء الصناديق المشتركة على المدى الطويل كان الأفضل مما تتوقعه من السوق ككل.

### الجانب العملي من البحث:

استكمالاً للهدف وراء هذا البحث، يتكون الجانب العملي من جزعين رئيسيين:

#### الأول: لمحة موجزة عن تطور السوق المالي في سورية:

قبل إصدار قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في 2005/6/19 لم يكن هناك عمليات نظامية تجري على الأوراق المالية، بل كان هناك بعض العمليات غير الرسمية تجري في سوق النقد وفي سوق الأوراق المالية غير النظامية مستفيدين من التطورات في مجال الإنترنت. لذلك، وجد المشرع ضرورة تنظيم هكذا عمليات وخاصة أن وضع حد للأعمال غير النظامية في هذا المجال أصبح ضرباً من الخيال. بدأ المشرع في الجمهورية العربية السورية جهده من خلال إحداث هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بالقانون رقم 22 تاريخ 2005/6/19، وكان الهدف من الهيئة<sup>30</sup>:

28 A. John, Haslem, mutual Funds Agency Conflict, 2012, Electronic copy:

<http://ssrn.com/abstract=2026561>

29 Ibid- PP-3

30 لمزيد من المعلومات المتعلقة بادرة السوق ومسؤولية الهيئة، يمكن العودة إلى قانون الهيئة



لا هي مؤسسة غير هادفة للربح أو إقراض الأموال أو إصدار الأوراق المالية.  
 لا إدارة السوق المالي في سورية.

مراقبة الأسواق المالية، ومدى الالتزام بالإفصاح المحاسبي، وتنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها. نصت المادة 22 من قانون الهيئة أن على مجلس مفوضي الهيئة أن يعد مشروع قانون إحداث سوق الأوراق المالية السورية خلال ستة أشهر بعد تسمية أعضاء المجلس، ويصدر التعليمات التنفيذية اللازمة لتنفيذ هذا القانون. بناءً على ما قدمه مجلس مفوضي الهيئة من دراسات أصدر قانون سوق الأوراق المالية في 2006/10/1 وسُمي سوق دمشق للأوراق المالية، وتشتمل على السوق النظامية والسوق الموازية. بموجب هذا القانون وفي الفصل السادس شرع آلية إحداث صناديق الاستثمار التي خول إحداثها إلى رئيس مجلس الوزراء بناءً على اقتراح الهيئة، وحدد أن الهدف من هذه الصناديق هو<sup>31</sup>:

§ استثمار مدخرات في الأوراق المالية.

§ شركة مساهمة برأسمال نقدي مدفوع بالكامل.

§ حدد ضوابط استثمار أموال الصناديق والأدوات الاستثمارية المسموح الاستثمار بها.

بناءً على قانون سوق الأوراق المالية أصدر نظام صناديق الاستثمار في 2011/8/16 وحدد النظام أن الهدف من صناديق الاستثمار:

نا استثمار المدخرات في الأوراق المالية.

نا تحقيق التنوع في الاستثمار.

نا تقليل مخاطر الاستثمار.

مما لا شك فيه أن ما حدث من تشريع في مجال الأسواق المالية شكل ثورة في تاريخ سورية الحديثة، أما على الصعيد الواقعي العملي، ومن ثم لم يرافق ذلك تطور في اتجاه تشجيع الشركات على التحول إلى شركات مساهمة، ومن ثم الإدراج في السوق. إذ إن عدد الشركات المدرجة مازال رقماً خجولاً كما أن حجم التداول اليومي لا يخلق إيرادات تكفي لسد نفقات السوق. لذلك فإن الاستثمار في عجلة تطور السوق المالي يحتاج إلى إيجاد التسهيلات اللازمة لتحويل الشركات محدودة المسؤولية

31 قانون سوق الأوراق المالية، 2006/10/1

وشركات الأشخاص إلى شركات مساهمة عامة يمكن إدراجها ضمن السوق. حتى تحقق السوق الهدف منها سواءً في مجال الرقابة على السوق المالي والمؤسسات الاقتصادية والمالية المكونة للنشاط الأساسي للسوق أو في مجال التوسع وتكوين صناديق استثمارية مشتركة، أو حتى صناديق سيادية كما هو مقترح الآن من قبل هيئة السوق.

### تحليل الاستبانة:

استكمالاً لمتطلبات أجاز هذا البحث العلمي وجد الباحث ضرورة إجراء استبانة يُطرح من خلالها عدد من الأسئلة تتعلق بمحاور فرضيات البحث، على أن تُوزع على العاملين في شركات الوساطة المالية والعاملين في سوق دمشق للأوراق المالية وعدد من الأكاديميين في كليتي الاقتصاد في كلٍ من جامعتي دمشق وتشرين، وبشكل خاص أكاديمي قسيمي المحاسبة والتمويل والمصارف.

أعدت أسئلة الاستبانة استناداً إلى فرضيات البحث الخمس. وُرعت خمسون استبانة، واستُعيد منها تسع وثلاثون استبانة. كانت الإجابات كاملة على الأسئلة كلها، إن دل ذلك على شيء إنما يدل على أهمية البحث، وعلى الملامسة العلمية الدقيقة لفكر المستجوبين في مثل هذا مجال.

بالتحليل الإحصائي للإجابات عن الاستبانة باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS تبين ما يأتي:

أولاً- هناك علاقة ارتباط بين وجود صناديق الاستثمار وتطورها وتفعيل سوق الأوراق المالية. فُسرَ هذا الارتباط من خلال:

• الدور الذي تؤديه صناديق الاستثمار في تفعيل عمليات التداول في سوق الأوراق المالية من خلال الدور المزدوج الذي تقوم به كعارض للنقود، وبالوقت نفسه كطالب للأوراق المالية المطروحة للتداول.

• الدور الذي تؤديه صناديق الاستثمار في توفير الأمان لصغار المستثمرين مما يجعل الصناديق وعاء ادخارياً جذاباً لأموال المستثمرين سواءً الذين ليس لديهم الخبرة الكافية أو أولئك الذين ليس لديهم المال الكافي أو أولئك الذين ليس لديهم الوقت اللازم للاستثمار.

الدور الذي تؤديه صناديق الاستثمار في تقليل مخاطر الاستثمار من خلال الاستعانة بخبرات مالية متميزة تقوم بدراسة الأوراق المالية المطروحة في السوق المالي وتحليلها، ومن ثم اختيار الأوراق المالية الأكثر فاعلية للاستثمار.

- حتى تقوم صناديق الاستثمار بهذا الدور المهم لا بد من تطوير مستوى المؤسسات المالية والتشريعات الناظمة لها وتطوير الرقابة المالية والإدارية على عمل الصناديق حتى لا تتحول إلى جامعي أموال.

ثانياً: يمكن تبيان علاقة الارتباط هذه من خلال تحليل نتائج الاختبارات الإحصائية لجدول التكرارات (F.T). فلو أمعنا النظر في نتائج الاختبارات الإحصائية لأسئلة الاستبانة الخماسية الذي أعد لهذا الغرض والمؤلف من -1- موافق جداً -2- موافق -3- محايد -4- غير موافق -5- غير موافق جداً:

الفرضية الأولى: تسهم الصناديق المشتركة في تطوير سوق الأوراق المالية في سورية:

تبيّن من خلال تحليل الجدول التكراري \_F.T\_ أن نسبة الإجابات التي اختارت الخيارين الأول - موافق جداً - والثاني - موافق - هي النسبة المسيطرة. إذ كانت أعلى نسبة إجابة هي إجابة السؤال الأول وقد بلغت 94.9%. يلاحظ أنّ أدنى نسبة إجابة 71.8% وهي تتعلق بإجابة السؤال الخامس (التنوع الكبير حتى ضمن الصندوق الواحد - نمو دخل، نقد، سوقية، مشتقات، سندات). وهذا يدلّ على مدى اتساق إجابات المتسجوبين مع الفرضية، ومن ثمّ رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة. على أية حال فإنّ ذلك لا يغير من أهمية إجماع أغلب المستجوبين على الفرضية.

استكمالاً لمتطلبات الاختبار أُجري اختبار ستودنت لقياس مستوى الاختلاف في إجابات الاستبانة عند حدي ثقة 95% و وسط حسابي -3- تبيّن أنّ أغلب الإجابات كانت تنحصر بين موافق جداً وموافق. وبالمبحث عن أكثر الأسئلة اتساقاً في أسئلة الفرضية الأولى كان السؤال الثامن (التدخل في السوق بيعاً أو شراءً للمساهمة في الحد من الأزمات المالية) إذ إنّ المحسوبة -5.843\_ والخامس (التنوع الكبير حتى ضمن الصندوق الواحد - نمو، دخل، نقد، سوقية، مشتقات، سندات) كانت T المحسوبة -5.961\_ لاحظ أنّ هذين السؤالين يحملان أقل تشتت، ومن ثمّ فإنّهما يعبران عن اتساق أكبر من بقية الأسئلة. أمّا الأسئلة التي كانت تحمل اختلافاً أكثر فهي الأسئلة 2، 1 و 4 إذ إنّ مستوى الاختلاف كان كبيراً. كانت أغلب قيم /T/ المحسوبة أكبر من قيم /T/ النظرية إذ إنّ قيم /T/ المحسوبة تراوح بين 5.843 و 15.935 وهي أكبر بكثير من قيمة /T/ النظرية من أجل مستوى دلالة ألفا 5% وتساوي 2.012 عند درجات حرية 38. ذلك يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

### One-Sample Test

95% Confidence Interval of the Difference		Test Value = 3				
Upper	Lower	Mean Difference	Sig. (2-tailed)	df	t	
1.79	1.28	1.54	.000	38	12.168	V1 V1
1.82	1.41	1.62	.000	38	15.935	V2 V2
1.79	1.24	1.51	.000	38	11.057	V3 V3
1.42	.99	1.21	.000	38	11.470	V4 V4
1.20	.59	.90	.000	38	5.961	V5 V5
1.19	.70	.95	.000	38	7.805	V6 V6
1.22	.68	.95	.000	38	7.177	V7 V7
1.14	.55	.85	.000	38	5.843	V8 V8
1.09	.60	.85	.000	38	7.095	V9 V9
1.47	.89	1.18	.000	38	8.326	V10 V10

الفرضية الثانية: تسهم الصناديق المشتركة في تقليل مخاطر الاستثمار:

تبيّن أن نسبة الإجابات التي اختارت الخيارين الأول -موافق جداً- والثاني -موافق- للأسئلة المطروحة كلّها كانت هي الأعلى إذ بلغت إجابة السؤال الأول والثاني أعلى نسبة إجابة وصلت إلى 92.3%. وأدنى نسبة إجابة كانت تتعلق بالسؤال السابع (تكليف مستشاري استثمار مؤهلين علمياً ومهنيّاً لاختيار الأوراق المالية) إذ بلغت 53.84%، وهذا يدلّ أيضاً على رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة من أن صناديق الاستثمار تسهم في تقليل المخاطر.

استكمالاً لمتطلبات اختبار الفرضية أُجري اختبار ستيودنت لقياس مستوى الاختلاف في إجابات الاستبانة عند حدي ثقة 95% ووسط حسابي -3- تبيّن أنّ أغلب الإجابات كانت تنحصر بين موافق جداً وموافق. وبالبحث عن أكثر الأسئلة انسجاماً مع الفرضية تبيّن أنّ السؤالين التاسع (الحفظ المادي للأوراق المالية وغيرها من موجودات الصندوق من قبل أمين استثمار يقلل من أعمال الغش والتضليل) لاحظ أنّ محتوى هذا السؤال يبحث عن مضمونه وعن إمكانية توافره لكل مستثمر، فالكل يبحث عن الاستثمار الآمن وفي مجالات استثمارية موثوق بها، ولأنّ احتمال تحقق ذلك من خلال صناديق الاستثمار كبيراً لذلك جاءت أغلب الإجابات مؤيدة للسؤال لذلك كانت نسبة التشتت فيه قليلة إذ كانت T المحسوبة 3.711. والسؤال السابع (القيام بالصفقات في سوق تسوده قوانين السوق التنافسية) إذ كانت T المحسوبة 4.502. عندما يتحقق المستثمر من أن قوانين السوق التنافسية

ساندة يمكنه أن يشتري الورقة المالية بدرجة كبيرة من القناعة من أن المبلغ الذي دفعه هو السعر العادل. أما الأسئلة التي كانت تحمل اختلافاً أكثر فهي الأسئلة 1.2 و 3 إذ إن مستوى الاختلاف كان كبيراً. كانت أغلب قيم /T/ المحسوبة أكبر من قيم /T/ النظرية إذ إن قيم /T/ المحسوبة تراوح بين 15.226 و 3.711، وهي أكبر بكثير من قيمة /T/ النظرية من أجل مستوى دلالة ألفا 5% وتساوي 2.012 عند درجات حرية 38. لذلك يرى الباحث أن تشتت الإجابات كان ضعيفاً، ومن ثم رُفِضَت فرضية العدم وقبِلَت الفرضية الأساس.

## One-Sample Test

Test Value = 3						One-Sample Test
95% Confidence Interval of the Difference		Mean Difference	Sig. (2-tailed)	df	t	
Upper	Lower					
1.92	1.47	1.69	.000	38	15.226	W1 W1
1.87	1.41	1.64	.000	38	14.503	W2 W2
1.76	1.27	1.51	.000	38	12.490	W3 W3
1.77	1.31	1.54	.000	38	13.346	W4 W4
1.40	.91	1.15	.000	38	9.675	W5 W5
1.29	.76	1.03	.000	38	7.901	W6 W6
.85	.32	.59	.000	38	4.502	W7 W7
1.22	.68	.95	.000	38	7.177	W8 W8
.91	.27	.59	.001	38	3.711	W9 W9
1.11	.63	.87	.000	38	7.438	W10 W10

الفرضية الثالثة: تسهم الصناديق المشتركة في تخصيص الاستثمارات على الأصول الكفوءة.

تركزت أيضاً إجابات المستجوبين على الخيارين الأول -موافق جداً- والثاني - موافق- للأسئلة المطروحة كلها للفرضية الثالثة، إذ بلغت أعلى نسبة إجابة للسؤال الخامس 94.8% (المقدرة على إدارة الأصول بشكل أفضل من المستثمر الفرد). وأدنى نسبة إجابة 69.2% تتعلق بالسؤال الأول (تسمح آلية السوق بالتخلص من الأوراق المالية ذات الطلب المنخفض)، مما يدل على انسجام آراء المستجوبين مع الفرضية الأساسية ورفض فرضية العدم. لاحظ الباحث أن السبب وراء هذه النسبة المرتفعة هي قناعة المستجوبين المنسجمة مع ما جاء في الدراسة النظرية المتعلقة بأدبيات صناديق الاستثمار من أن صناديق الاستثمار لديها الإمكانيات للاستفادة من أفضل الكفاءات العلمية وذات

الخبرة المتميزة، وهذا غير ممكن للمستثمر الفرد لأسباب عديدة، أهمها: إنَّ أغلبهم ليس لديه المال ولا الوقت ولا الاستعداد للاخراط في عمليات استثمارية كهذه.

واستكمالاً لمتطلبات اختبار الفرضية أُجري اختبار ستودنت لقياس مستوى الاختلاف في إجابات الاستبانة عند حدي ثقة 95% ووسط حسابي -3- تبيّن أنّ أغلب الإجابات كانت تنحصر بين موافق جداً وموافق. وبالبحث عن أكثر الأسئلة انسجاماً مع الفرضية أي تلك الأقل تشتتاً تبيّن أن إجابات السؤال العاشر (وضع سياسات دقيقة لتقييم موجودات الصندوق تضمن فصل المسؤوليات بين إدارة الصندوق والمالكين) كانت الأقل تشتتاً إذ بلغت قيمة T المحسوبة -5.277- وهي أقرب ما يمكن إلى T النظرية التي هي -3-. أمّا الإجابات التي كانت أكثر تشتتاً فكانت تلك المتعلقة بإجابة السؤال الثالث (مقدرة الإدارة على قراءة مؤشرات السوق بشكل صحيح)، هذا يدل على عدم ثقة المستجوبين من إمكانية توافر أطر إدارية كفوءة وموثوق بها. على أية حال كانت أغلب قيم /T/ المحسوبة أكبر من قيم /T/ النظرية إذ إنّ قيم /T/ المحسوبة تراوح بين 16.334 \_ و 5.277 وهي أكبر بكثير من قيمة /T/ النظرية من أجل مستوى دلالة ألفا 5% وتساوي 2.012 عند درجات حرية 38. لذلك يرى الباحث أنّ تشتت الإجابات كان ضعيفاً، ومن ثمّ رُفِضَتْ فرضية العدم وقبِلت الفرضية الأساسية من أن الصناديق المشتركة تسهم في تخصيص الاستثمارات على الأصول الكفوءة.

#### One-Sample Test

95% Confidence Interval of the Difference		Test Value = 3				
Upper	Lower	Mean Difference	Sig. (2-tailed)	df	t	
1.27	.68	.97	.000	38	6.740	Z1 Z1
1.50	1.06	1.28	.000	38	11.666	Z2 Z2
1.39	.97	1.18	.000	38	11.444	Z3 Z3
1.21	.69	.95	.000	38	7.471	Z4 Z4
1.76	1.37	1.56	.000	38	16.334	Z5 Z5
1.50	1.01	1.26	.000	38	10.447	Z6 Z6
1.49	1.07	1.28	.000	38	12.378	Z7 Z7
1.42	1.04	1.23	.000	38	13.180	Z8 Z8
1.46	1.05	1.26	.000	38	12.311	Z9 Z9
1.31	.58	.95	.000	38	5.277	Z10 Z10

الفرضية الرابعة: تسهم الصناديق المشتركة في توفير ملاذ آمن لصغار المستثمرين: كان هناك تباين في الإجابات إذ إن أعلى إجابة وصلت إلى 94.9% للسؤال الأول (توفر الصناديق المشتركة الاستثمار الآمن لصغار المستثمرين)؛ وهذا ينسجم مع الفرضية، وبالوقت نفسه مع أغلب الدراسات النظرية ذات الصلة بميزات صناديق الاستثمار. وأدنى إجابة كانت 48.7% للسؤال الخامس (تستمتع عوائد الاستثمار في الصناديق المشتركة بإعفاءات ضريبية). أرى أن انخفاض نسبة الإجابة عن هذا السؤال تعود أيضاً إلى اختلاف في القوانين الناظمة لذلك من بلد لآخر، إذ إن أغلب دول العالم ذات الأسواق المالية المتطورة تتمتع عوائد الصندوق لديها بإعفاءات ضريبية كي لا تخضع العوائد إلى ازدواج ضريبي. وهذا يدل أيضاً على رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة. واستكمالاً لمتطلبات اختبار الفرضية أُجري اختبار ستونونت لقياس مستوى الاختلاف في إجابات الاستبانة عند حدي ثقة 95% ووسط حسابي - 3 - تبين أن أغلب الإجابات كانت تنحصر بين موافق جداً وموافق. وبالبحث عن أكثر الأسئلة انسجاماً مع الفرضية أي تلك الأقل تشتتاً تبين أن إجابات الأسئلة الخامس - تتمتع عوائد الاستثمار في الصناديق المشتركة بإعفاءات ضريبية - والرابع - تحقق الصناديق المشتركة وفورات اقتصادية لا يمكن للمستثمر الفرد تحقيقها - على أية حال كانت أغلب قيم  $T$  المحسوبة أكبر من قيم  $T$  النظرية إذ إن قيم  $T$  المحسوبة تراوح بين 14.811 و 3.213 وهي أكبر بكثير من قيمة  $T$  النظرية من أجل مستوى دلالة ألفا 5% وتساوي 2.012 عند درجات حرية 38. لذلك يرى الباحث أن تشتت الإجابات كان ضعيفاً، ومن ثم رُفِضَت فرضية العدم وقُبِلَت الفرضية الأساسية من أن الصناديق المشتركة تسهم في توفير ملاذ آمن لصغار المستثمرين.

#### One-Sample Test

Test Value = 3						
95% Confidence Interval of the Difference		Mean Difference	Sig. (2-tailed)	df	t	
Upper	Lower					
1.65	1.17	1.41	.000	38	11.726	S1 S1
1.57	1.09	1.33	.000	38	11.291	S2 S2
1.60	1.22	1.41	.000	38	14.811	S3 S3
1.55	.96	1.26	.000	38	8.627	S4 S4
.84	.19	.51	.003	38	3.213	S5 S5
1.14	.50	.82	.000	38	5.141	S6 S6
.98	.40	.69	.000	38	4.841	S7 S7
1.12	.57	.85	.000	38	6.260	S8 S8
1.35	.90	1.13	.000	38	10.136	S9 S9
1.18	.56	.87	.000	38	5.726	S10 S10

الفرضية الخامسة: تسهم صناديق الاستثمار في سورية بتحسين مستوى المؤسسات المالية والتشريعات الناظمة لذلك.

ليس هناك تباين كبير في نسبة إجابات المستجوبين فقد انحصرت النسبة بين 97.5% تتعلق بالسؤال الرابع (يتطلب وجود الصناديق وجود ثقافة استثمارية مبنية على عقد الوكالة مختلفة عن ثقافة الاستثمار العائلي) و 71.8% تتعلق بإجابة السؤال التاسع (وضع ضوابط وأنظمة تمنع السماسرة من إساءة توجيه المستثمرين) والسؤال العاشر (التأكد من أن السوق يعمل بمستوى مقبول من الكفاءة)، وهذا يدل على أن هناك انسجام بين المستجوبين وبين الأسئلة المطروحة المتعلقة بهذه الفرضية، ومن ثم رُفِضَتْ فرضية العدم وقُبِلَتْ الفرضية البديلة.

واستكمالاً لمتطلبات اختبار الفرضية أُجريت اختبار ستيودنت لقياس مستوى الاختلاف في إجابات الاستبانة عند حدي ثقة 95% ووسط حسابي - 3- تبين أن أغلب الإجابات كانت تنحصر بين موافق جداً وموافق. وبالمبحث عن أكثر الأسئلة انسجاماً مع الفرضية أي تلك الأقل تشتتاً تبين أن إجابة السؤال التاسع (وضع ضوابط وأنظمة تمنع السماسرة من إساءة توجيه المستثمرين) كانت الإجابة الأقل تشتتاً وقد بلغت قيمة T المحسوبة 6.577 وهي أكبر من قيمة T النظرية من أجل مستوى دلالة ألفا 5% وتساوي 2.012 عند درجات حرية 38. لذلك يرى الباحث أن تشتت الإجابات كان ضعيفاً، ومن ثم رُفِضَتْ فرضية العدم وقُبِلَتْ الفرضية الأساسية من أن الصناديق المشتركة تسهم في تحسين مستوى المؤسسات المالية والتشريعات الناظمة لها.

#### One-Sample Test

Test Value = 3						
95% Confidence Interval of the Difference		Mean Difference	Sig. (2-tailed)	df	t	
Upper	Lower					
1.78	1.34	1.56	.000	38	14.357	D1 D1
1.78	1.34	1.56	.000	38	14.357	D2 D2
1.77	1.26	1.51	.000	38	11.952	D3 D3
1.67	1.25	1.46	.000	38	14.203	D4 D4
1.62	1.20	1.41	.000	38	13.818	D5 D5
1.56	1.00	1.28	.000	38	9.344	D6 D6
1.41	.90	1.15	.000	38	9.247	D7 D7
1.22	.78	1.00	.000	38	9.074	D8 D8
1.17	.62	.90	.000	38	6.577	D9 D9
1.18	.71	.95	.000	38	8.188	D10 D10



## النتائج:

من خلال تحليل نتائج الاختبار الإحصائي لفرضيات البحث ومطابقتها مع الدراسة النظرية للأدبيات المحاسبية والمالية المتعلقة بصناديق الاستثمار، توصل الباحث إلى النتائج الآتية:

1- تُشكل صناديق الاستثمار وعاءً ادخارياً ملائماً لأموال المستثمرين الذين ليس لديهم الوقت ولا الخبرة ولا المال الكافي للاستثمار من خلال:

- إمكانية تكوين حقيبة استثمارية ذات سيولة عالية.
- وضع ضوابط للشفافية والحوكمة والمتاجرة في الأوراق المالية.
- تنوع الاستثمارات في الأوراق المالية وتنوع صناديق الاستثمار.
- تخصيص أموال المستثمرين على الأصول الكفوءة .

2- يمكن لصناديق الاستثمار تقليل مخاطر الاستثمار من خلال تنوع الاستثمارات وتنوع صناديق الاستثمار، وبالوقت نفسه تحقيق عوائد استثمارية أفضل مما يحققه المستثمر الفرد من خلال:

- وجود إدارة للرقابة وقياس مخاطر الصندوق وإدارتها.
- الفصل بين مالكي الصندوق وإدارة الصندوق.
- استخدام مديرين مؤهلين وذوي خبرة مهنية وعلمية لاختيار الأوراق المالية.
- إجراء تحليل مستمر للأوراق المالية ووضع استراتيجيات استثمار طويلة الأجل .

3- تؤدي صناديق الاستثمار دوراً أساسياً في تفعيل سوق الأوراق المالية من خلال الرقابة المستمرة على حركة التداول، والتدخل في السوق عندما تكون هناك ضرورة لذلك من خلال:

- مقدرة الإدارة على قراءة مؤشرات السوق قراءة صحيحة.
- استخدام تقنيات التحليل المالي (الفني والأساسي).
- الاستعانة بمستشاري استثمار مؤهلين علمياً ومهنياً عند اختيار الورقة المالية للاستثمار.
- الرقابة الدقيقة على أصول الصندوق بغرض تحديد قيمتها السوقية العادلة.
- تؤدي الصناديق دوراً مهماً في أثناء الأزمات المالية من خلال تدخلها الإيجابي في سوق الأوراق المالية لحماية استثماراتها ولحماية الاقتصاد الوطني.
- قيام صناديق الاستثمار بمشاريع لا يمكن للمستثمر الفرد أو البنوك القيام بها.

- تزويد المستثمرين الدائم بالمعلومات اللازمة لاتخاذ القرار .
  - تنوع مصادر إيرادات الصندوق.
- 4- يستدعي وجود صناديق الاستثمار استصدار القرارات والقوانين اللازمة لضبط عملها من حيث المنافسة، وعدم الاحتكار، ووضع ضوابط لاحتساب أجور الإدارة، ومنع التلاعب؛ وذلك من خلال:
- وضع ضوابط للحد من تعارض المصالح بين إدارة الصندوق ومجلس الإدارة والمستشارين. إذ تتفق مصالح مستشاري الصندوق والمديرين في مواجهة المالكين.
  - إيجاد قوانين للرقابة على ممارسات إدارة الصندوق الاستثمارية.
  - ضرورة تطوير موارد بشرية من النواحي العلمية والمهنية لإدارة الصندوق والرقابة على المخاطر.
  - وضع ضوابط لحساب أتعاب الإدارة وعمولات البيع.
  - وضع ضوابط تمنع السماسرة من إساءة توجيه المستثمرين.
  - إصدار ما يلزم من مشجعات لتحويل الشركات العائلية وشركات الأشخاص إلى شركات مساهمة.
  - تطوير ثقافة استثمارية تقبل الفكر الاستثماري التشاركي وتلغي الفكر الاستثماري الفردي، أو ما يسمى بالعائلي.
- 5- تقدم الصناديق خدمات متنوعة للمستثمرين من أهمها: إعادة استثمار الأرباح بشكل آلي، وتقديم خطط للتقاعد، وإمكانية السحب النقدي المنتظم من الصندوق.

### التوصيات:

- حتى تقوم صناديق الاستثمار بتفعيل دور سوق دمشق للأوراق المالية وتقديم أفضل الخدمات على مستوى المستثمر الفرد والاقتصاد الوطني وجد الباحث ضرورة القيام بما يأتي:
- 1- أن تقوم بورصة دمشق للأوراق المالية بوضع نظام للرقابة على أعمال الصندوق واستثماراته وتحديد الحد الأدنى لحجم الصفقات التي يقوم بها حتى لا يدخل في منافسة مع المستثمرين الصغار ومن ثم خروجهم من السوق.
  - 2- وضع دليل يتضمن أفضل الممارسات لإدارة الصندوق من حيث:
    - الشفافية: وضع قواعد شفافية قوية لتزويد المستثمرين بالمعلومات الضرورية التي تمكنهم من تقرير أن يستثمروا في الصندوق أم لا، لمراقبة أعمال الصندوق، ومتى وكيف يمكن الخروج من الصندوق.

- التقييم: وضع إجراءات قوية لتقييم موجودات الصندوق، وتضمن فصل المسؤوليات بين مستشاري الصندوق وإدارة الصندوق المسؤولة عن العمليات اليومية للصندوق، وذلك من خلال سياسات مكتوبة.
- إدارة المخاطر: وضع سياسات شاملة لإدارة المخاطر والحوكمة تشدد على قياس المخاطر ومراقبتها وإدارتها، وتحديد صلاحيات كل من إدارة الصندوق والمستشارين ومسؤولياتها.
- عمليات المتاجرة: إقامة بنية تقنية قوية تؤمن الرقابة الفاعلة على عمليات المتاجرة التي يقوم بها مستشارو الصندوق، بحيث يكون الغرض الأساسي منها مصلحة مالكي الأسهم، مع موارد بشرية ومهنية كافية.
- الالتزام وأفضل الممارسات: وضع دليل بأفضل الممارسات الخاصة بالصندوق للتعامل مع قضايا الالتزام وإزالة تعارض المصالح والمهنية وغيرها.
- 3- البحث عن مديري صناديق مؤهلين وأصحاب شهادات في التخصص المالي.
- 4- مراقبة مدى التزام الصندوق بالمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق الدولية.
- 5- وضع قواعد واضحة لاحتساب بدلات أتعاب إدارة الصندوق، لا أن تترك إلى حكمة الإدارة ورغبتها.
- 6- تنظيم الصندوق وتشغيله وإدارته بما يخدم مصلحة حملة الأسهم وليس مصلحة المديرين أو المستشارين.
- 7- أن لا يكون رئيس مجلس إدارة الصندوق أيضاً مديراً عاماً للصندوق، يجب أن يكون مجلس الإدارة مستقلاً تماماً عن إدارة الصندوق.
- 8- تحديد طريقة توزيع الأرباح السنوية (كأن يطبق المعمول به في قانون الشركات) وكيفية معاملة الأرباح الرأسمالية الناتجة عن إعادة التقييم الدورية لأصول الصندوق.
- 9- يجب تقييم مستوى إدارة الصندوق وحوافزها وجودة مجلس الإدارة في ضوء أداء الصندوق.
- 10- أن يكون مدير حقيقية استثمار الصندوق ذا ملكية كبيرة في الصندوق، لأن ذلك يُخفف تعارض المصالح ويزيد الأداء المستقبلي للصندوق.
- 11- أن يكون غالبية أعضاء مجلس الإدارة من المديرين المستقلين (independent directors) لأن ذلك قد يؤدي إلى الحد من تصرفات مستشاري الصندوق التي تزيد من تعارض المصالح مع حملة الأسهم.

## المراجع

### المراجع العربية

- 1- زوباري، ريم. التقارير المالية عن صناديق الاستثمار واستخداماتها في اتخاذ القرارات الاستثمارية، 2008، أطروحة دكتوراه جامعة دمشق
- 3- مطر، محمد. إدارة المحافظ الاستثمارية، 2005، دار وائل للنشر.
- 4- هندي، منير إبراهيم. أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار. 2001، المؤسسة العربية المصرفية.
- 5- هندي، منير إبراهيم. الأوراق المالية وأسواق المال، 2007، منشأة المعارف بالاسكندرية.

### المراجع الأجنبية

- 1-Bradley, Edward S. The Stock Market, 7<sup>th</sup> Ed,1998, John Wiley & Sons,Inc.
- 2-Cornett, Marcia Millon. Financial Market & Institutions,4<sup>th</sup> Ed, 2009, McGraw-Hill.
- 3-Ehrhardt, Michael C. Financial Management Theory & Practice, 10<sup>th</sup> Ed, 2002, South-Western
- 4- Eugene F. Brigham, Financial Management Theory & Practice, 10<sup>th</sup> Ed, 2002, South-Western
- 5- Gitman, Lawrence J. Fundamentals of Investing, 9<sup>th</sup>Ed, 2005, Pearson.
- 6- Joehnk, Michael D, Fundamentals of Investing, 9<sup>th</sup>Ed, 2005, Pearson.
- 7-Hagstrom, Robert G. The Warren Buffett Way,2<sup>nd</sup> Ed, 2005, John Wiley & Sons,Inc.
- 8-Madura, Jeff. Financial Market & Institutions, 1992,West Publishing Company
- 9-Saunders, Anthony, Financial Market & Institutions,4<sup>th</sup> Ed, 2009, McGraw-Hill.
- 10- Teweles, Richard J. The Stock Market, 7<sup>th</sup> Ed,1998, John Wiley & Sons, Inc.

### **Periodics:**

- Clifford, Christopher P. Are Absolute Return Mutual Funds Absolutely Absurd, July 6<sup>th</sup>, 2012, Electronic Copy: <http://ssrn.com/abstract=2007132>
- Garcia, Javier Vidal, The Persistence of European Mutual Fund Performance, January, 2012, Electronic Copy: <http://ssrn.com/abstract=2007132>
- Haslem, John A. Mutual Fund Agency Conflicts, Electronic Copy: <http://ssrn.com/abstract=2026561>

-Huesler, Andreas D. Investors' Expectations, Management Fees and the Underperformance Mutual Funds, Electronic Copy: <http://ssrn.com/abstract=1998823>

\_Huij Joop, Another Look at the Performance of Actively Managed Equity Mutual Funds: Electronic Copy: <http://ssrn.com/abstract=2004972>

-Razafitombo, Hery, Fund Analysis and Selection: An Approach based on Distance and Similarities between Performance Measures, Electronic Copy:

<http://ssrn.com/abstract=1964424>

#### الدوريات العربية

1\_ بحث علمي: أداء صناديق الاستثمار يرتبط بمؤهل مديريها، الاقتصادية الالكترونية، العدد 2009/5/5 - 5685.

2\_ /:file://E\_2 صناديق الاستثمار/ مقالات و صحف/- دراسة حول الصناديق الاستثمارية بدول مجلس التعاون الخليجي.

3- قريط، عصام. أهمية الإفصاح عن صناديق الاستثمار باستخدام معامل غاما بالتطبيق على عينة من صناديق سوق مسقط للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 25 - العدد الثاني - 2009

#### القوانين والأنظمة

\_ قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية 2005/6/19

\_ قانون سوق الأوراق المالية - 2006/10/1

\_ نظام صناديق الاستثمار 2011/8/16

\_ الصندوق الوطني للاستثمار 2012/1/4

---

تاريخ ورود البحث إلى مجلة جامعة دمشق 2012/10/23.