

الفصل التمهيدي

المقدمة:

ظهرت الحاجة إلى الحوكمة نتيجة توجه العديد من الدول إلى تبني النظم الاقتصادية الرأسمالية، أي الاعتماد على شركات القطاع الخاص في تنمية اقتصادها المحلي. الأمر الذي أدى إلى نتيجة كبر حجم تلك الشركات وإلى انفصال الملكية عن الإدارة وأخذت الشركات بالبحث عن تمويل لمشروعاتها بمصادر أقل تكلفة من القروض المصرفية، وذلك دفع الشركات إلى الاتجاه نحو الأسواق المالية وطرح أوراقها المالية للتداول، فازداد انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود. كل هذه التطورات أدت إلى ضعف آليات الرقابة على أداء الشركات وعمل المديرين فيها، مما تسبب بحدوث أزمات مالية كبيرة أدت إلى انهيار العديد من الشركات من أبرزها انهيار اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا عام 1977 وتلتها شركتي (إنرون) و(ورلد كوم) في الولايات المتحدة عام 2001.¹

دفعت تلك الفضائح المالية إلى ضرورة إيجاد مجموعة من المعايير والضوابط الأخلاقية والمهنية التي تعمل على تعزيز الثقة والمصداقية في البيانات والمعلومات التي تطرحها الشركات، وتعمل على ضبط آلية عملها وعمل والأسواق المالية.² ويتم تحقيق ذلك من خلال مجموعة من القواعد والمبادئ التي تحد من كافة الممارسات الرديئة التي قد تقوم بها الإدارة، وتحدد القيم الأخلاقية للممارسات السليمة، وتحافظ على حقوق المساهمين وتحقيق العدالة فيما بينهم، وتعمل على زيادة الثقة في أداء الأسواق المالية ومعالجة أوجه القصور في معاملاتها.³ تبنت الحوكمة تلك القواعد حيث عُدت بمثابة عملية إدارية تمارسها الإدارة والهيئات الإشرافية سواء أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين والمراجعين الداخليين والخارجيين والعاملين في أنظمة الرقابة والتفتيش والمحاسبة من أجل تحقيق سلامة الشركة وضمان حقوق المساهمين وتحقيق الثقة والمصداقية بالبيانات المالية المنشورة.⁴

صناديق الاستثمار التي عُدت من الوسائل الحديثة في الأسواق المالية التي تقوم بتجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين لتعيد استثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية باستخدام إدارة ذات خبرة عالية وبهدف تحقيق الأرباح للمستثمرين، قد انتشرت صناعتها بشكل كبير في

¹ أحمد السيد ابراهيم /2010، "حوكمة الشركات و مسؤولية الشركات عبر الوطنية و غسيل الأموال " الدار الجامعية، الإسكندرية، ص161.

² الخضيرى أحمد محسن /2005، "حوكمة الشركات " الطبعة الأولى مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر ، ص 47.

³ مرجع سابق، ص53.

⁴ مرجع سابق، ص54.

الأسواق المالية لما تقدمه من مزايا عديدة لمستثمريها بالمقارنة مع الاستثمار المباشر ومن أهمها التقليل من المخاطر ، وتحقيق عائد جيد للمستثمرين، واعتمادها في إدارتها على خبرات إدارية محترفة، لا تتوفر في العديد من أعمال المستثمرين إضافة لما تقدمه من مزايا في توظيف الفائض من السيولة للمصارف، وتنشيط الأسواق المالية بجذبها لأكبر عدد من المستثمرين، وقد تأثرت تلك الصناديق وظهرت الكثير من الانتقادات لأدائها، والتي أدت إلى ظهور العديد من المتطلبات المتعلقة بها، من حيث اختيار المدير ذو الكفاءة والخبرة الجيدة، أو اختيار نوع الأوراق المالية المستثمرة في الصندوق، وطرق الإفصاح وإظهار المعلومات المتعلقة بالصندوق، وحماية حقوق حملة الوثائق، فكان لابد من وجود نظام لمراقبة آلية عمل تلك الصناديق وذلك حرصاً على المحافظة على أموال المستثمرين والتقليل من المخاطر.

جميع هذه المتطلبات شملت مبادئ حوكمة الشركات، والتي عملت على تحسين الإطار القانوني لتوجيه الأسواق المالية والشركات والمستثمرين وتجنب حالات التلاعب والفساد وسوء الإدارة. وقد طرحت العديد من المنظمات قواعد ومبادئ الحوكمة مثل منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية التي طرحت ستة مبادئ أساسية لحوكمة الشركات، ولجنة (بازل) التي أصدرت قواعد الحوكمة في المصارف، وجميعها تهدف إلى ضمان الانضباط، والشفافية والجودة والتميز بالأداء.

في السعودية التي تُعد أول الدول العربية فقد أنشئت فيها صناديق الاستثمار وتميزت بازدهار صناعتها، حيث وصل عدد صناديق الاستثمار المدرجة في السوق المالي السعودي في عام 2007 إلى 252 صندوق وحجم أصولها 105.10 مليار ريال سعودي.¹ إن ازدياد عدد صناديقها الاستثمارية ودورها في تنشيط سوق المالي السعودية وجذبها للمدخرات كان لابد من وجود أنظمة وقوانين تضبط عمل هذه الصناديق فطرحت هيئة السوق المالي لائحة صناديق الاستثمار عام 2006 بقرار رقم 1-212-2006 وألزامت بها جميع الشركات ولكن حدوث الانهيارات المالية العالمية التي حدثت أثرت على صناديق الاستثمار السعودية وانخفض عددها في عام 2009 إلى 244 صندوق بأصول مالية 89.55 مليار ريال سعودي² وانعكس هذا بالانسحاب الكبير لحملة الوثائق من صناديقهم لذلك كان لابد من إيجاد قواعد جديدة تحكم عمل صناديق الاستثمار السعودية وتضمن لحملة الوثائق حماية أموالهم، لهذا رأت الباحثة أن تطبيق لائحة حوكمة الشركات الاسترشادية التي طُرحت من قبل هيئة السوق المالي 2006 وعدلت من قبل هيئة السوق المال في بداية 2009، قد يضبط عمل صناديق الاستثمار ويحسن من أداءها وذلك لأن

¹ التقرير الاقتصادي السنوي الخامس والأربعون، مؤسسة النقد العربي السعودي، ص105

www.sama.gov.sa

² مرجع سابق، ص105.

بنود لائحة حوكمة الشركات هدفت في جميع موادها وبنودها إلى تحقيق العدالة بين الشركة والأطراف ذات العلاقة، وحفظ حقوقهم. من خلال ضبط ممارسات الشركات المدرجة بالسوق المالية، وكذلك ضبط سلوكيات القائمين على تلك الشركات في مختلف مستوياتهم الوظيفية التنفيذية والإدارية.

1- الدراسات السابقة:

أ- الدراسات العربية:

(I) - دراسة آل خليفة ((صناديق الاستثمار ومفهوم الحوكمة))¹ :

قارنت الدراسة ما بين قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 ومبادئ حوكمة الشركات. هدفت الدراسة إلى التعرف على صناديق الاستثمار في مصر في ضوء القانون المنظم لها واتفاق قواعدها مع متطلبات الحوكمة. توصلت الدراسة إلى أن القواعد التي أنشأها القانون المصري توافق تماماً قواعد ومبادئ الحوكمة وأوصت بضرورة إعادة النظر بقانون سوق الأوراق المالية رقم 95 لسنة 92 مع مراعاة تحديد ألفاظ القانون تحديداً دقيقاً وتحديد مدى مساهمة أو عدم مساهمة المستثمرين في الاشتراك بمجلس الإدارة والشروط الواجب توفرها في عضو مجلس الإدارة من غير المساهمين إضافة لتحديد نشاط مدير الصندوق.

(II) - دراسة هلاي ((صناديق الاستثمار))²:

هدف البحث إلى دراسة أثر الإفصاح المالي للمعلومات المحاسبية والمالية المنشورة بالتقارير المالية لصناديق الاستثمار في تنشيط تداول وحدات الاستثمار في الأسواق المالية، وفي مساعدة وعدم تضليل المستثمر البسيط لاتخاذ القرارات الاستثمارية على أسس سليمة سواء في السوق الأولية أو في السوق الثانوية المالية.

ومن خلال الدراسة حاول الباحث الإجابة على الأسئلة التالية

1. هل تحتوي الأسواق العربية القائمة على النصوص القانونية الواضحة والصريحة والمنظمة لإشهار المعلومات المتعلقة بالشركات وصناديق الاستثمار وسير أعمالها وكشف موازنتها وحسابات الأرباح والخسائر لديها؟

2. ما هي شكل البيانات والمعلومات المتعلقة بالإفصاح المالي للشركات وصناديق الاستثمار ؟

3. كيف استطاعت مهنة المحاسبة والقائمين عليها من منظمات مهنية مختلفة من تطوير

البيانات والمعلومات المتعلقة بالإفصاح المالي للشركات وصناديق الاستثمار؟

توصل الباحث إلى أنه لكي تؤدي الصناديق دورها بفعالية في تنشيط سوق الأوراق المالية لابد من تطوير طرق الإفصاح عن المعلومات المالية الواردة بالتقارير المالية لصناديق الاستثمار

¹ آل خليفة إمام حامد، 2007، " صناديق الاستثمار ومفهوم الحوكمة " المؤتمر العربي الأول متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية - شرم الشيخ - جمهورية مصر العربية

² هلاي مصطفى حسين، 2005، "صناديق الاستثمار" ، ملتقى تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، شرم الشيخ، جمهورية مصر العربية.

والتوسع فيها وفي الإفصاحات الملائمة عن مكونات تلك المعلومات المحاسبية، مع ضرورة الإفصاح عن البيانات الكمية، والمعلومات غير الكمية، وإيضاح السياسات المحاسبية مع بيان التغيرات التي قد تطرأ على تلك السياسات، والإفصاح عن الأحداث التالية على صدور القوائم المالية وذلك كله في حدود طرق الإفصاح المتعارف عليها وفق متطلبات المنظمات المهنية المحاسبية الراقية لتنظيم ممارسة مهنة المحاسبة والحفاظ عليها وتطورها.

كما يتوجب على الشركات الإفصاح عن المفاهيم العامة لصناديق الاستثمار والغرض من تأسيسها والمزايا التي يتضمنها الصندوق وما هي تصنيفات تلك الصناديق وأنواعها سواء كانت محلية أو دولية بأنواعها المختلفة وكيفية إنشائها وتطويرها وإدارتها وتقييم وثائقها. وبيّنت الدراسة مدى قصور مناهج البحث الحالية في إظهار دور المعلومات المالية والمحاسبية في درء المخاطر عن صناديق الاستثمار، وضرورة توفير بعض المعلومات المحاسبية مثل التقارير الشهرية والنصف سنوية والسنوية التي يقدمها المدير، وموقف مراقب الحسابات منها ومن الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر لصندوق الاستثمار والتقارير الأسبوعية عن تقييم وثائق الصندوق ووسائل ذلك التقييم.

(III) - دراسة عزمي 2005 ((صناديق الاستثمار وحوكمة الشركات :تمكينها أم الحاجة إليها؟))1:

هدفت الدراسة إلى دراسة حوكمة الشركات وعلاقتها بصناديق الاستثمار من حيث الدور المزدوج الذي يفترض أن تضطلع به صناديق الاستثمار من خلال حاجتها إلى الحوكمة من ناحية، ومن خلال تمكينها لقواعد حوكمة الشركات من ناحية أخرى، وقد خلصت الدراسة إلى ضرورة إظهار مديري صناديق الاستثمار لممارسات الحوكمة المؤسسية الجيدة والشفافية في كل مجالات عمل الصندوق وخاصة فيما يتعلق بأدوار مسؤوليات مجلس الإدارة وممارسات وإجراءات التداول وعمولة السمسرة وإدارة محافظ الأوراق المالية ومصروفات الإدارة وقياس أداء الصندوق.

¹ عزمي رانية، 2005، "صناديق الاستثمار وحوكمة الشركات: تمكينها أم الحاجة إليها؟"، المؤتمر الخامس لحوكمة الشركات وابعادها المحاسبية والإدارية والاقتصادية، الجزء الثالث، جامعة الإسكندرية، كلية التجارة .

(IV) - دراسة أحمد 2010 ((الحوكمة وأثرها على تحسين مستوى الأداء لمنظمات الأعمال))¹:

قامت الدراسة باقتراح نموذج تتوافر فيه مقومات حوكمة متكاملة من أجل تحسين مستويات الأداء في المصارف العامة التجارية ودراسة دور المساءلة في ضمان نزاهة الإدارة ودور الحوافز المالية في تحسين مستوى الأداء. تمت الدراسة على مجتمع من المصارف العامة في محافظتي طرطوس واللاذقية شملت 5 فروع للمصارف التجارية وتوصلت الدراسة إلى:

1. إن تطبيق نظام الحوكمة في المصارف العامة يحدد ضوابط ردة الإدارة من أجل الحفاظ على أموال المودعين.
2. إن التزام المصارف بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات يؤدي إلى زيادة فرص التمويل وانخفاض تكلفة الاستثمار.
3. إن التزام المصارف بتطبيق مبادئ الحوكمة، يسهم في تشجيع المؤسسات والشركات التي تقترب منها على تطبيق هذه القواعد مما يسهم في تخفيض التعثر المالي لهذه الشركات.

(V) - دراسة الشرع 2008 ((دور حوكمة الشركات في تعزيز الثقة والمصادقية في التقارير المالية))²:

توصلت الدراسة إلى وجود تأثير ايجابي لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات على المصادقية والثقة في التقارير المالية الصادرة عن الشركات، كما توصلت الدراسة إلى وجود آليات حوكمة جيدة تزيد من فعالية الرقابة على الأنظمة الرقابية والمحاسبية وتعزز من الثقة في مخرجات هذه الأنظمة والمتمثلة بالتقارير المالية.

¹ أحمد حسن صبا، 2010، " الحوكمة و أثرها على تحسين مستوى الاداء لمنظمات الاعمال : دراسة ميدانية على المصارف التجارية العاملة في محافظتي اللاذقية و طرطوس" رسالة ماجستير، جامعة تشرين، كلية الاقتصاد، اللاذقية، سوريا.

² الشرع أحمد عماد، 2008، "دور الحوكمة في تعزيز الثقة و المصادقية في التقارير الكالية : دراسة ميدانية على الشركات المساهمة الكويتية" رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، قسم المحاسبة، دمشق، سوريا.

(VI) - دراسة سندي 2003 ((دور المراجعة في تحسين كفاءة وفاعلية أداء صناديق الاستثمار بالتطبيق على البنوك التجارية بمدينة جدة في المملكة العربية السعودية))¹:
هدف البحث إلى دراسة دور المراجعة في تحسين كفاءة وفاعلية أداء صناديق الاستثمار، والتعرف على أهم إجراءات المراجعة المتبعة في الصندوق، وقد توصلت الدراسة إلى أن عملية المراجعة تكسب البيانات المالية والمحاسبية في صناديق الاستثمار درجة عالية من ثقة المستثمرين بأدائها، والإقبال على الاستثمار فيها، كما تعمل على تقليل المخاطر لدى المستثمر وصدور تقارير تساعد في اتخاذ القرار السليم.

ب- الدراسات الأجنبية:

(I) - Filbeck & Tompkins ((Management Tenure and Risk-adjusted Performance of Mutual Fund)):

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر مدة استلام مدراء صناديق الاستثمار للإدارة على كل من العائد الكلي والعائد المعدل بالمخاطرة لصناديق الاستثمار العاملة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال مدة زمنية تمتد من 1992 - 2001، استخدمت الدراسة المقياس M2 مقياس الأداء المعدل بالمخاطرة وقد قسمت الدراسة إلى ثلاثة أقسام تبعا لفترة استلام المدراء كما يلي :

الأولى قصيرة الأجل ويتغير مدراءها خلال ثلاث سنوات أو أقل.

الثانية متوسطة الأجل وتتراوح فترة استلام المدراء ما بين أربع إلى سبع سنوات.

الثالثة طويلة الأجل وتتراوح مدة استلام مدراءها إلى أكثر من سبعة سنوات.

توصلت الدراسة إلى:

- إن تغير الإدارة يؤثر على العائد حيث كان العائد المعدل بالمخاطر أعلى في الصناديق التي تكون فيها مدة استلام الإدارة ذات الأمد الأطول وكان العائد أدنى في الإدارات القصيرة وذلك خلال فترة دراسة امتدت 1999 - 2001.
- بينت نتائج التقييم خلال فترة من 1997 - 2001 قدرة الإدارة طويلة الأمد على تحقيق أداء أفضل وزيادة في العائد الكلي والعائد المعدل بالمخاطرة من الإدارات الأقل خبرة.

¹ سندي عبد العزيز أمني، 2003 " دور المراجعة في تحسين كفاءة وفاعلية أداء صناديق الاستثمار بالتطبيق على البنوك التجارية بمدينة جدة في المملكة العربية السعودية" رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الملك عبد العزيز، كلية الاقتصاد والإدارة، قسم المحاسبة، جدة، السعودية.

² Filbeck.G and Tompkins D.L,2004" Management Tenure and Risk-Adjusted Performance of Mutual Funds Vol. 13, No. 2.

- بيّنت الدراسة خلال فترة تمتد من 1992 – 2001 تفوق الإدارة ذات الخبرة والإدارة متوسطة الأمد على كل من الإدارتين المتوسطة وقصيرة المدى في تحقيق عائد كلي وعائد المعدل بالمخاطرة.

(II)-Shawwa ((Corporate Governance and Firm's Performance in Jordan:1))

هدفت الدراسة إلى اختبار مدى العلاقة بين تطبيق مبادئ الحوكمة وأداء الشركات المساهمة الأردنية، وقد ركزت الدراسة على عنصري حجم الإدارة، وتركز منصبى مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية في يد شخص واحد وتوصلت الدراسة إلى أن الجمع بين منصبى رئاسة مجلس الإدارة والمنصب الأول في الإدارة التنفيذية كان له ارتباط إيجابيٍّ بمؤشرات أداء الشركات المساهمة الأردنية، وبناءً على النتيجة السابقة فقد أوصت الدراسة بأن يتم تعديل بعض معايير مبادئ الحوكمة المطبقة وفقاً للاعتبارات والمعايير الثقافية والقانونية والمؤسسية التي قد تميز مجتمعاً عن سواه.

(I) -Chou and Ng and Wang ((Do Governance Mechanisms Matter For Mutual Funds))2:

قامت الدراسة بدراسة:

1. أهمية تطبيق الحوكمة في صناديق الاستثمار وأهمية تطبيقها بالنسبة للشركة وحملة الوثائق؟
 2. دور الحوكمة في اتخاذ قرار المستثمر المتعلق بالاستثمار في الصندوق.
 3. ما مدى تأثير حق التصويت بفعالية تطبيق مبادئ الحوكمة.
- توصلت الدراسة إلى:
1. يميل قرار المستثمر بالاستثمار في الصناديق التي تتميز بتطبيق فعال لمبادئ الحوكمة.
 2. هناك علاقة ارتباط بين حقوق التصويت وتطبيق مبادئ الحوكمة في الشركات، حيث كلما ارتفع مؤشر الحوكمة في الصندوق، أدى إلى زيادة حقوق حملة الوثائق بالتصويت.
- أوصت الدراسة:

1. ضرورة الالتزام بمبادئ الحوكمة وتطبيقها بفعالية على صناديق الاستثمار، والذي يؤثر على قرار المستثمر.
2. ضرورة إجراء الرقابة الدورية على صناديق الاستثمار بالتزامها بتطبيق مبادئ الحوكمة.

(III) - Xuan ((Governance in The U.S Mutual funds Industry))1:

1 Shawwa,Mahmoud2007, "Corporate Governance and Firm's Performance in Jordan",University of Wales,Bangor.

2 Chou.H and Ng.L and Wang.Q,2007,"Do Governance Mechanisms Matter For Mutual Funds" University of Wisconsin-Milwaukee. www.ssrn.com.

قامت الدراسة على مرحلتين:

أولاً: دراسة دور مجلس الإدارة في تقييم مدراء صناديق الاستثمار وعزلهم.

توصلت الدراسة إلى:

1. إن قدرة مجلس الإدارة على تغيير مدراء الصناديق إلى مدراء أكفاء، تكون أعلى عندما يتمتع المجلس باستقلالية أكثر.

2. يرتفع معدل تغيير المدراء في الصناديق الاستثمار التي ينخفض مستوى أدائها دون المتوسط عن الهدف المطلوب.

3. إن مجلس الإدارة الذي يتمتع باستقلالية أعلى يميل إلى تعيين مدراء أكفاء ذو خبرة عالية. أوصت الدراسة بأنه يجب إعطاء استقلالية عالية لمجلس الإدارة لأنه يتيح اتخاذ قرار إيجابي في تعيين مدراء من ذوي الكفاءة العالية، والذي يحقق مصلحة الشركة وحملة الوثائق.

ثانياً: دراسة تأثير امتلاك مدراء الصناديق ووثائق في صناديقهم على أداء تلك الصناديق.

توصلت الدراسة إلى:

1. نصف مدراء الصناديق يمتلكون ووثائق في صناديقهم.

2. أداء صناديق الاستثمار يرتبط إيجابياً بنسبة ملكية المدراء للوثائق في صناديقهم، حيث ترتفع هذه النسبة في صناديق الأسهم، (صناديق ذات الأداء التاريخي الجيد)، و(صناديق ذات الحجم الصغير).

أوصت الدراسة بضرورة امتلاك المدراء ووثائق في صناديقهم والذي يعد المحفز لرفع أداء الصندوق.

(IV) - Ding and Wermers ((Mutual Fund Performance and Governance Structure: The Role of Portfolio Managers and Boards of Directors))²:

قامت الدراسة بتحليل درجة الارتباط بين أداء الصناديق، ومبادئ الحوكمة في الصناديق ذات النهاية المفتوحة في أمريكا، امتدت فترة الدراسة من عام 1985 - 2002، ركزت الدراسة على دور مجلس الإدارة في رفع أداء صناديق الاستثمار، وتعيين مدراء ذو كفاءة وخبرة عالية.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية بين كفاءة المدير في اختيار الاستثمارات وارتفاع أداء الصندوق وزيادة صافي قيمة أصوله.

ومن خلال الإطلاع على الدراسات السابقة نجد:

¹ Xuan.L,2006,"Governance in The U.S Mutual funds Industry", PhD, Georgia Institute of Technology, Atlanta. USA.

² Ding.B and Wermers.R,2005,"Mutual Fund Performance and Governance Structure:The Role of Portfolio Managers and Boards of Directors" University of Maryland. Working Paper www.ssrn.com.

1. تطور مفهوم حوكمة الشركات وازدياد الاهتمام العالمي به.
2. تؤثر الحوكمة على قرارات المستثمر ومدى ما يميل للاستثمار في الشركات التي تلتزم بتطبيق الحوكمة.
3. يعتبر اختيار مجلس الإدارة للمدير الذي يتميز بالخبرة و الكفاءة الجيدة دوراً هاماً في زيادة أداء الصندوق.
4. ترتبط الحوكمة ارتباطاً إيجابياً بأداء الشركات.
5. ضرورة تطبيق مديري صناديق الاستثمار قواعد حوكمة الشركات الجيدة والشفافية في كل مجالات عمل الصندوق وخاصة فيما يتعلق بدور مسؤوليات مجلس الإدارة وإدارة محافظ الصندوق.
6. هناك دراسات ركزت على دور مجلس الإدارة فقط في إدارة صناديق الاستثمار ودراسات ركزت على دور الإفصاح في إدارة صناديق الاستثمار.
وإن ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:
 - ❖ تركيز الدراسة على كافة جوانب الحوكمة التي شملتها قواعد حوكمة الشركات في حين معظم الدراسات السابقة ركزت على الإفصاح والشفافية أو دور مجلس الإدارة في تحسين الأداء.
 - ❖ ركزت الدراسة على صناديق الاستثمار في السعودية والتي تعد أول دولة عربية تنشئ صناديق استثمار.

2- مشكلة الدراسة:

تعد صناديق الاستثمار أحد الأدوات الهامة التي تعمل على تنشيط الأسواق المالية وتنميتها، وتوظيف المدخرات بجذبها لصغار المستثمرين. وتظهر أهمية الدور الفعال الذي تلعبه صناديق الاستثمار من خلال ما تقدمه من أدوات مالية تناسب ظروف جميع فئات المستثمرين، وتشجيع المستثمرين قليلي الخبرة أو محدودي الموارد لاستثمار مواردهم في سوق المال. ولكي تتحسن صناعة الاستثمار وتعمل على جذب المدخرات المحلية والأجنبية وتقوم بدورها الفعال في تنشيط الأسواق المالية لابد من إجراء رقابة على أداءها وأداء العاملين القائمين على إدارتها بهدف تحسين ثقة المستثمرين وضمان أن الأسواق عادلة وفعالة وشفافة.

إن التطبيق الجيد للحوكمة في الشركات يؤدي إلى التقييم الجيد لأداء الشركات و تحسينه ورفع القيمة الاقتصادية لها¹، وتقصّد الباحثة بتقييم الأداء هو تحسين أداء الصندوق، وعلى ذلك فإنه يمكن للشركات التي تدير صناديق الاستثمار أن تلجأ إلى التطبيق الجيد لقواعد حوكمة الشركات لضمان رفع و تحسين الأداء والتقييم الجيد لصناديقها.

وعلى صعيد سوق المالي السعودي، عملت المملكة العربية السعودية على إنشاء الصناديق الاستثمارية المتنوعة (التقليدية والمتففة مع الشريعة الإسلامية) من أجل اجتذاب الاستثمارات المحلية والأجنبية، وقد أصدر المملكة العربية السعودية لائحة حوكمة الشركات التي هدفت إلى ضمان الممارسات السليمة للشركات والتي تضمنت الإفصاح السليم عن كافة المعلومات المالية وغير المالية، ودور مهمات أعضاء مجلس الإدارة في الرقابة الفعّالة على الأداء، وحماية حقوق المساهمين وخاصة مساهمي الأقلية، وحماية حقوق أصحاب المصالح، والمعاملة العادلة للمساهمين. وعلى ذلك تثار تساؤلات:

- هل يؤثر تطبيق لائحة حوكمة الشركات السعودية على تحسين أداء صناديق الاستثمار؟ ويشتق من السؤال السابق مجموعة من الأسئلة:
- هل يؤثر وجود إطار فعّال لحوكمة الشركات على تحسين أداء صناديق الاستثمار؟
- هل يؤثر وجود إطار فعّال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين أداء صناديق الاستثمار؟
- هل يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق ، على تحسين أداء صناديق الاستثمار؟
- هل يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار؟
- هل يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار؟
- هل يؤثر وجود إطار فعّال، يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعّالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة على تحسين أداء صناديق الاستثمار؟

¹ الحفناوي عبد العزيز شوقي، 2007، حوكمة الشركات ودورها في علاج أمراض الفكر والتطبيق المحاسبي، مجلة المحاسب، العدد 30، مصر ص 26 - 28.

1-3 فرضيات الدراسة:

- الفرضية الأولى: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات وتحسين أداء صناديق الاستثمار.
- الفرضية الثانية: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توفر حماية حقوق حملة الوثائق وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق وتحسين أداء صناديق الاستثمار.
- الفرضية الثالثة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق وتحسين أداء صناديق الاستثمار.
- الفرضية الرابعة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة و دورهم في الإدارة وتحسين أداء صناديق الاستثمار.
- الفرضية الخامسة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة وتحسين أداء صناديق الاستثمار.
- الفرضية السادسة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توفر إطار فعال، يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة، وتحسين أداء صناديق الاستثمار.

1-4 أهمية الدراسة:

إن المستثمرين يسعون إلى الشركات التي تتمتع بهياكل حوكمة سليمة¹، كما يتم إشراف مجلس الإدارة على الشركة، بهدف حماية المصالح والاستثمارات المالية للمساهمين في ظل وجود الشفافية والإفصاح الكامل عن كل ما يتصل بنتائجها المالية في الوقت المناسب.

ترجع أهمية الدراسة للعديد من العناصر:

1. تزويد المستثمرين في صناديق الاستثمار بمعلومات عن أثر تطبيق حوكمة الشركات في الصناديق السعودية على أداء صناديق الاستثمار وخاصة فيما يتعلق بحقوق حملة الوثائق وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة والمشاركة في قرارات إدارة الصندوق.

¹ كوشتا هلبينج كاترين وسوليفان جون، 2002، تأسيس حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية والصاعدة والانتقالية، مركز المشروعات الدولية الخاصة، ص 4.

2. من خلال الدراسة تستطيع الشركات الاستثمارية معرفة عناصر لائحة حوكمة الشركات الأكثر تأثيراً وتطبيقها بهدف تحسين أداء صناديقها ذلك لأن لائحة حوكمة الشركات السعودية هي لائحة استرشادية لتطبيق الممارسات الأفضل للحوكمة.
3. ندرة البحوث العربية التي تناولت مدى تأثير تطبيق حوكمة الشركات على أداء الصناديق الاستثمارية والعلاقة السببية بينها.

1-5 هدف الدراسة:

دفعت الانهيارات التي لحقت بكبرى الشركات العالمية في الفترة الأخيرة إلى تغير متطلبات ووسائل الرقابة التي تحكم التعاملات في الأسواق المالية، وظهور ضوابط ومبادئ مهنية جديدة عملت على تعزيز ثقة المستثمرين بمصداقية المعلومات وآليات الرقابة، وصناديق الاستثمار التي تعد أحد أهم أدوات تنشيط الأسواق المالية، تأثرت بهذه الانهيارات وحالات الفشل، وبات من الضروري تغيير المبادئ التي كانت تحكمها من قبل، وضمان الشفافية والإفصاح السليم عن المعلومات التي تهم المستثمرين، وتعزيز الرقابة على مدائها بهدف تحسين و رفع مستوى أدائها. وبذلك يتمثل هدف البحث في النقاط التالية :

1. دراسة الأثر المتوقع لتطبيق لائحة حوكمة الشركات على تحسين أداء صناديق الاستثمار في السعودية.
2. تحديد طبيعة العلاقة إن وجدت بين تحسين أداء الصندوق وقواعد حوكمة الشركات وفق لائحة حوكمة الشركات السعودية.
3. مقارنة بين لائحة حوكمة الشركات ومبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية.
4. دراسة الجوانب الفكرية لحوكمة الشركات مع عرض لتجربة السعودية.

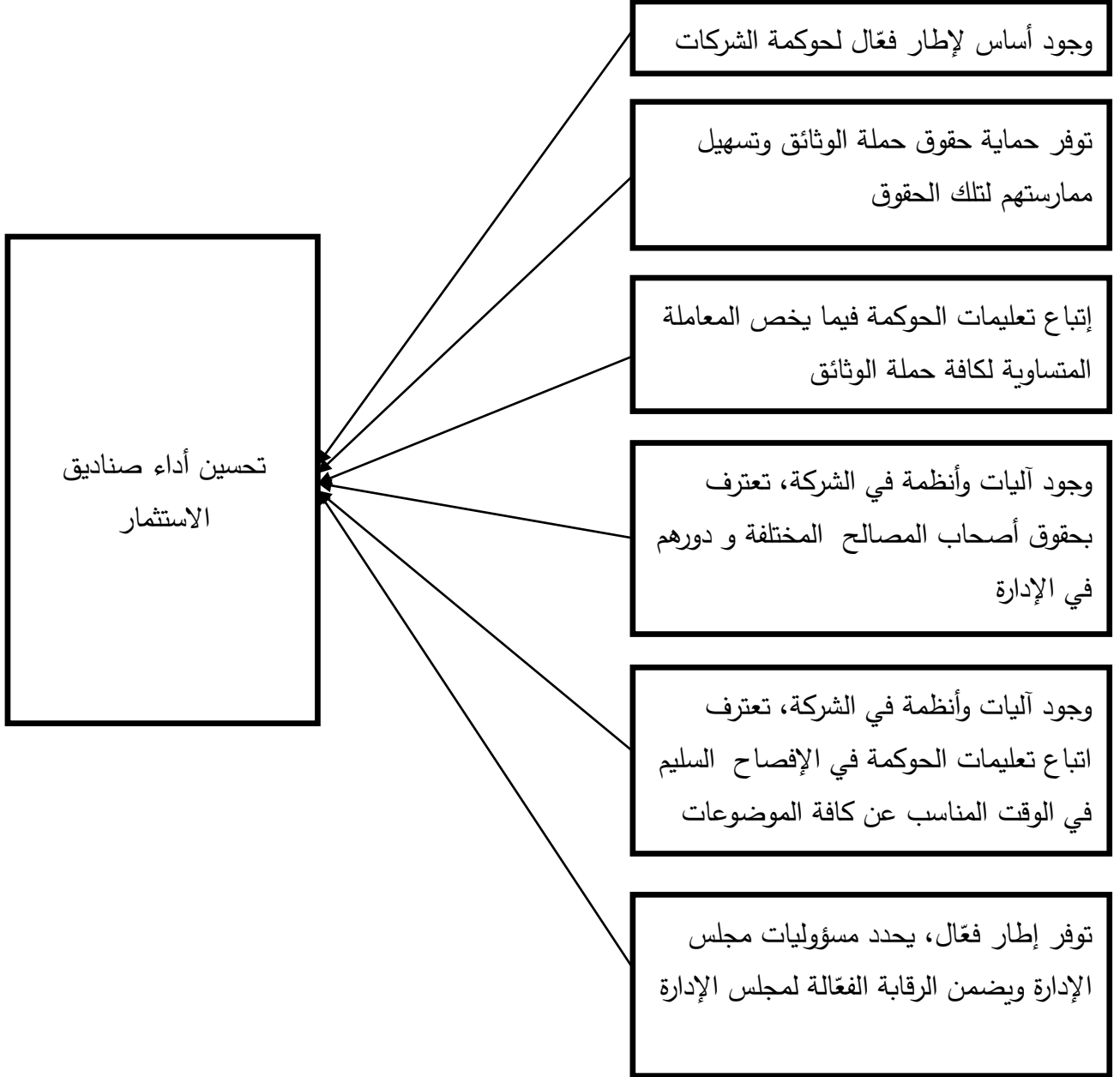
6-1 المتغيرات المستقلة والتابعة في الدراسة:

الشكل رقم (1)

المتغيرات المستقلة و التابعة

المتغير التابع

المتغيرات المستقلة



7- إجراءات البحث:

1- منهجية الدراسة:

من أجل تحقيق أهداف الدراسة تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي والذي يعرف بأنه أسلوب من أساليب التحليل المرتكز على معلومات كافية ودقيقة عن ظاهرة أو موضوع محدد في البحث حيث تتناول أحداث وظواهر وممارسات موجودة متاحة للدراسة والقياس كما هي دون تدخل في مجرياتها والتفاعل معها، بغرض التعرف على مدى تأثير قواعد لائحة حوكمة الشركات السعودية على تحسين أداء صناديق الاستثمار التقليدية في السعودية.

2- مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات السعودية التي تدير صناديق الاستثمار التقليدية وعددها 10 شركات، وقد تم استبعاد شركتين وهم شركة عودة كابيتال، وشركة المجموعة المالية هيرمس السعودية لعدم التمكن من الحصول على البيانات حيث تمنع الإدارة توزيع الاستبيانات على العاملين فيها. وبذلك تتكون عينة البحث من 8 شركات سعودية تدير صناديق استثمار تقليدية. وقد تم توزيع الاستبانة على الأشخاص المكلفين بتطبيق وممارسة حوكمة الشركات (أعضاء مجلس الإدارة، المدقق الداخلي، المدقق الخارجي، المدير المالي، ومدير إدارة المخاطر والاستثمار). ويوضح الجدول التالي أسماء الشركات في عينة الدراسة وعدد الاستبيانات المستردة من كل شركة

الجدول رقم (1)

شركات صناديق الاستثمار في عينة الدراسة

الشركة	الاستبيانات المستردة
الأهلي المالية	5
رياض مالية	6
السعودي الهولندي	7
العربي الوطني للاستثمار	7
سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	6
صائب بي إن بي باريبا لإدارة الأصول	5
كام السعودي الفرنسي	5
اتش اس بي سي العربية السعودية المحدودة	7
المجموع	48

7-3 أدوات جمع البيانات:

وقد اعتمدت الباحثة في الدراسة على المصادر الآتية:
المصادر الأولية: تم تصميم استبانته بالرجوع إلى الدراسات السابقة¹ ولائحة حوكمة الشركات السعودية وتحكيم الاستبانته للتأكد من قدرتها على تحقيق أهداف الدراسة تتألف الاستبانته من قسمين:

خطاب موجه للشخص المستجيب توضح أهداف الدراسة.

القسم الأول: يضم مجموعة من الأسئلة العامة من أجل توصيف العينة مثل التخصص العلمي، عدد سنوات الخبرة، التخصص المهني.

القسم الثاني : يضم مجموعة من الأسئلة وهي عبارة عن 60 فقرة وقد تم اختياره من دراسة لقياس مدى أثر ممارسة شركات صناديق الاستثمار للائحة حوكمة الشركات السعودية على تحسين أداء صناديق الاستثمار و الممثلة في:

1. وجود إطار فعال لحوكمة الشركات.

2. وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق المعاملة العادلة للمساهمين.

3. المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق.

4. وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة.

5. إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة.

6. وجود إطار فعال، يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة.

المصادر الثانوية: تمثلت في الأدب النظري والتجريبي حول حوكمة الشركات وصناديق الاستثمار من مراجع ودراسات سابقة ومؤتمرات، ودوريات وتقارير سنوية ومواقع الكترونية.

¹ انظر:

1. Shaeen.R. and Nishat.M.2004,"corporate Governance and Firm Performance – An Exploratory Analysis"www.ssrn.com.

2. Arce.G.F. and Robles.E.A,2005 "Corporate Governance In Costa Rica" www.ssrn.com.

3. Kong.X.S. and Tang.D.Y.2007." Unitary Boards and Mutual Fund Governance www.ssrn.com.

4. أبو حمام ماجد اسماعيل،2009،"أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير

المالية: دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين لأوراق المالية" رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة.

4-7 حدود الدراسة:

يقتصر البحث على الشركات التي تدير صناديق الاستثمار التقليدية والمدرجة في سوق المالي السعودي (تداول).

5-7 محددات الدراسة:

لم تعتمد الباحثة إلى استخدام المؤشرات الكمية لتقييم أداء صناديق الاستثمار لأن لائحة الحوكمة عدلت في بداية 2009 كما أنه لم تستطع الباحثة الحصول إلا على التقارير المالية السنوية لصناديق الاستثمار، لذلك اقتصر البحث على استبانته تم توزيعها على الشركات التي تعمل في إدارة صناديق الاستثمار التقليدية.

كما واجهت الباحثة بعض الصعوبات في توزيع الاستبيان على بعض الشركات وذلك لأن بعض الإدارات تمنع توزيع الاستبيانات على العاملين فيها.

الفصل الأول

الجوانب الفكرية لحوكمة الشركات

ظهرت الحاجة إلى تطبيق الحوكمة بعد سلسلة من الانهيارات المالية وانتشار الفساد المالي والإداري بين الشركات وعقدت العديد من الهيئات الدولية العديد من المؤتمرات الدولية لتبني معايير ومبادئ لحوكمة الشركات لتعمل على ضبط عمل الشركات وتضمن النزاهة والشفافية في الإفصاح والمعلومات للمستثمرين، حيث تضبط الحوكمة وتنظم كل من ممارسات أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين، فيما يتخذونه من قرارات تفيد مصلحتهم الخاصة أو الاستفادة من المعلومات الداخلية لتحقيق مكاسب كبيرة على حساب المستثمر وذلك من خلال استغلال سلطتهم الوظيفية بتضليل الحقائق ونتائج أعمال الشركة، وممارسات مراجعي الحسابات الخارجيين، والداخليين، وموظفي الأقسام المحاسبية، فقد تمارس عليهم ضغوط من مجالس الإدارة أو المدراء التنفيذيين فيعمدون إلى تزيف المعلومات وإظهار القوائم المالية والحسابات بشكل لا يتطابق مع الحقائق الموجودة على أرض الواقع، وممارسات المستثمرين في الشركات وما قد يقومون به من الحصول على معلومات خاصة بالشركة لا تتوفر للجميع بهدف الاستفادة منها وتحقيق مكاسب خاصة أو العمل على نشر معلومات غير صحيحة ليتم من خلالها خلق مركز ما للشركة أو وضع أو انطباع يخدم مصالحها الخاصة.¹

ومن هذا المنطلق سوف يتطرق هذا الفصل إلى البحث في الأمور التالية على التوالي:

المبحث الأول: مفهوم حوكمة الشركات وأهميتها.

المبحث الثاني: نشأة حوكمة الشركات وتطورها.

المبحث الثالث: مبادئ حوكمة الشركات.

المبحث الرابع: عرض لتجربة تطور حوكمة الشركات في السعودية.

¹السعدنى بسيونى حسن مصطفى بسيونى، 2006 " الشفافية والإفصاح فى إطار حوكمة الشركات"، ندوة حوكمة الشركات العامة والخاصة من أجل الإصلاح الاقتصادى والهيكلى، القاهرة، جمهورية مصر العربية، ص

المبحث الأول

مفهوم حوكمة الشركات وأهميتها

1-1-1 مفهوم حوكمة الشركات:

تنظم وتحدد حوكمة الشركات العلاقة مابين مجلس الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح، وتشرح آلية حماية حقوق المساهمين وكيفية ممارستها والرقابة على أداء الإدارة كما تتضمن كيفية عمل الإدارة لتعظيم ربحية الشركة وضمان حقوق أصحاب المصالح. وقد ترجمته اللغة العربية إلى (الإدارة الرشيدة) أو (حوكمة الشركات)، وتم اعتماد مصطلح (الحوكمة) اختصاراً ليدل عليها.¹ ولكن تعريف الحوكمة يختلف بين العديد من الجهات والمؤسسات الدولية بحيث يدل كل منها على وجهة النظر التي يتبناها مقدم التعريف إذ لا يوجد تعريف موحد متفق عليه بين الاقتصاديين والإداريين والمحللين الماليين والمحاسبين لمفهوم حوكمة الشركات حيث تتباين التعاريف من مفهوم ضيق في طرف واحد من أطراف الحوكمة إلى مفهوم واسع وشامل لكافة الأطراف.² وقد يُنظر للحوكمة كمفهوم اقتصادي: أي إنه الآلية التي تساعد الشركة للحصول على التمويل وتضمن تعظيم قيمة الشركة في الأجل الطويل، أو ينظر إليها من الناحية القانونية، بأنها تعبر عن العلاقة التعاقدية بين المساهمين وأصحاب المصالح من جهة والمديرين من جهة أخرى وتحدد لهم واجباتهم وحقوقهم، أو يمكن النظر إليها من الناحية الاجتماعية الأخلاقية بأن (الحوكمة) بمفهومهم تركز على المسؤولية الاجتماعية بحماية حقوق مساهمي الأقلية، وتساعد على تحقيق التنمية الاقتصادية وحماية البيئة.³

عرفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) الحوكمة بأنها النظام الذي يوجه ويضبط، أعمال الشركة، حيث يصف ويوزع الحقوق والواجبات بين مختلف الأطراف في الشركات مثل مجلس الإدارة، المساهمين، ذوي العلاقة، ويضع القواعد والإجراءات اللازمة باتخاذ القرارات الخاصة بشؤون الشركة كما يضع الأهداف والاستراتيجيات اللازمة لتحقيقها وأسس المتابعة لتقييم ومراقبة الأداء.⁴

وعرفت لجنة كادبوري بأنها النظام الذي تُدار وتُراقب به الشركات وتعد مجالس الإدارة مسؤولة عن تطبيق الحوكمة في شركاتها، أما دور المساهمين في الحوكمة فهو انتخاب أعضاء مجلس

¹ لطفي السيد أحمد أمين/2007، "دراسات متقدمة في المراجعة و خدمات التأكد" الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، ص 137.

² The Encyclopedia of Corporate Governance :What is corporate governance. www.e.viaminvest.com/WhatIsGorpGov.asp

³ أحمد السيد ابراهيم/ 2010، مرجع سابق، ص173.

⁴ The Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD), Principles of Corporate government, 2004, www. Oecd. Org pp 5

الإدارة والمراجعين، والتأكد من أن هناك هيكل حوكمة ملائم وفي مكانه كما تشمل مسؤولية مجلس الإدارة في وضع الأهداف الاستراتيجية للشركة، وتوفير الكوادر التي تحقق هذه الأهداف، ومراقبة الأداء، والإفصاح للمساهمين، والتأكد من أن مجلس الإدارة يلتزم بالقوانين واللوائح، ويعمل لمصلحة المساهمين.¹ وقد أشارت لجنة (Hample) بأن هذا التعريف لم يولي اهتمامه إلى كافة أصحاب المصالح الذين لهم مصلحة شرعية في الشركة، وإنما اهتم فقط بدور مجلس الإدارة والمساهمين.²

وعرفها سوليفان بأنها " إيجاد مجموعة من المبادئ والنظم لصنع القرارات من أجل حكم الشركة العصرية."³

وعرفها شحاتة بأنها "مجموعة من الآليات والإجراءات والقوانين والنظم والقرارات التي تضمن كل من الانضباط والشفافية والعدالة بما يحقق الجودة والتميز في الأداء عن طريق تفعيل تصرفات إدارة الوثائق الاقتصادية فيما يتعلق باستغلال الموارد الاقتصادية المتاحة لديها لتحقيق أفضل منافع ممكنة لكافة الأطراف ذوي المصلحة والمجتمع ككل."⁴

من خلال التعريف يتبين مايلي:

1. إن الحوكمة هي مجموعة من الأنظمة والقوانين التي تعمل على تنظيم عمل الشركات وتخضعها للرقابة على أدائها من أجل حماية مصالح المستثمر.
2. تتضمن الحوكمة قواعد الإفصاح المالي والإداري وكافة المعلومات الأخرى التي يهتم بها المستثمر والأطراف ذات العلاقة.
3. تتضمن الحوكمة مجموعة من المعايير التي تضمن حقوق أصحاب المصالح والمساهمين بما يخدم مصالحهم ولا يتعارض مع أهداف الشركة.
4. تتضمن الحوكمة مجموعة من معايير الرقابة التي تحدد مسؤوليات مجلس الإدارة من أجل تطوير الشركة ونموها ومساهمتها بفعالية في التنمية الاقتصادية.
5. تنظم الحوكمة العلاقة بين الأطراف الثلاثة مجلس الإدارة، أصحاب المصالح، والمستثمرين الحاليين والمحتملين.

¹Cadbury, A, Report of the Committee on the Financial Aspect of Corporate Governance Chaired by Sir Adrian Cadbury London; Gee & Co 1992 p14.

² لطفي السيد أحمد أمين/ 2007 مرجع سابق، ص 138.

³ سوليفان جون و شكولينكوف شكو، 2006، "أخلاقيات العمل : المكون الرئيسي لحوكمة الشركات"، مركز المشروعات الدولية الخاصة، ص 3.

⁴ شحاتة السيد شحاتة وعلي نصر عبد الوهاب/ 2007، "مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة"، الدار الجامعية، الاسكندرية، ص 17.

1-1-2 أهمية حوكمة الشركات:

كانت الانهيارات المالية الكبرى التي حدثت في الولايات المتحدة والفضائح المالية في شرق آسيا، وروسيا، والفجوة الكبيرة بين مكافآت المدراء التنفيذيين في الشركات وبين أدائها، القوة الدافعة من قبل الدول المتقدمة إلى إيجاد وسائل أكثر رقابة على أداء المدراء وآليات عمل الشركات، وهي التي جعلت من موضوع الحوكمة موضوعاً تهتم به ليس فقط الدول المتقدمة وإنما الدول النامية، والأسواق الصاعدة، والاقتصاديات الانتقالية.

إن انفتاح الأسواق أتاحت إمكانية تحقيق أرباح مذهلة، إلا أنها عرضت الشركات لمنافسة شديدة على المستوى الدولي الأمر الذي بات يهدد الشركات الوطنية والتي لا بد لها من أجل منافسة الشركات الدولية، الحصول على تمويلات تزيد بكثير عن مصادر التمويل التقليدية.

وأصبحت مقدرة الشركة على جذب المزيد من التمويلات متسمة بقدر كبير من التحديات، ونتج عنها الفساد الإداري والأزمات التي كلفت المستثمرين المليارات، وأصبح المستثمرون يعلنون وبوضوح عن عدم رغبتهم بتحمل نتائج الفساد الإداري، وقبل الإقدام على الاستثمار في الشركات المطالبة بالبراهين على الشركة أن تقوم إدارتها على المبادئ السليمة التي تقلل من الفساد والخسائر المالية. برزت أهمية الحوكمة كآلية تضمن للمستثمرين حماية مصالحهم وتحقيق الأداء الجيد للشركة وتقديم المعلومات بشفافية تمكن المستثمرين من اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح. إن الإجراءات الجيدة لحوكمة الشركات في المؤسسات وشركات القطاع الخاص تساعد مديري الشركة ومجالس الإدارة على وضع الاستراتيجيات السليمة وضمان قيام بعمليات الاندماج والاستحواذ عند الحاجة إليها، وضمان حقوق المساهمين، وأصحاب المصالح، لذلك تعد حوكمة الشركات من العمليات الضرورية التي يجب تطبيقها لضمان حسن سير عمل الشركة وأدائها ومساهمتها في تحقيق النمو الاقتصادي وتطوره ويعد التطبيق الجيد للحوكمة في الشركة دليل تحقيق الشركة لأهدافها.¹

1-1-3 أهمية الحوكمة بالنسبة للشركة:

توفر الحوكمة الإطار التنظيمي الذي من خلاله يمكن للشركة أن تحدد أهدافها واستراتيجيات تحقيقها،² وتحارب الغش، والتحرير العمدي في القوائم المالية من خلال مزيج من مقاييس منع وإعاقة واكتشاف الغش. وقد أصدر المجمع الأمريكي للمحاسبين القانونيين إرشادات وضوابط رقابية بهدف المساعدة في منع وكشف الغش، وحدد لذلك ثلاثة إرشادات رئيسية وهي:³

¹ Colley.J.L elt,2005, "What is corporate Governance",McGraw- Hill, New York, pp4.

² سليمان محمد مصطفى/ 2008، مرجع سابق، ص16.

³ لطف السيد أحمد أمين/ 2007، مرجع سابق، ص 289 – 299.

- الاحتفاظ بثقافة الأمانة والأخلاقيات المرتفعة والعمل على خلقها بين العاملين.
- تقييم مخاطر الغش وتطبيق برامج وضوابط رقابية للحد من مخاطر الغش المحددة.
- تطوير عملية الإشراف ومراقبة على الغش.

تحظى الشركات التي تطبق الحوكمة بزيادة ثقة المستثمرين بضمان وحماية حقوقهم وزيادة الأداء.¹ وقد أكدت دراسة ماكنزي أن 80% من المستثمرين مستعدون لدفع زيادة بمعدل يقرب من خمس قيمة السهم في السوق المالي للشركات الانكليزية، وذلك مقابل وجود حوكمة جيدة فيها. وترتفع قيمة الزيادة المدفوعة إلى ما يقرب ثلث قيمة السهم في دول غرب آسيا لأن مستوى تطبيق الحوكمة فيها أقل من بريطانيا.² كما تساعد الحوكمة على الانفتاح على أسواق جديدة وجذب المستثمرين الأجانب لتمويل مشاريعها وزيادة رأس مال الشركة بتكلفة أقل.³ وتحقق الحوكمة استقلالية المراجع والعاملين بمؤسسة المراجعة ووجود نظرة غير متحيزة خلال أداء المراجعة وتقييم النتائج، إن تحقيق ذلك يضيف على تقرير المراجع المصدقية بالمعلومات.⁴ وقد وجدت دراسة (سعيد) أن حوكمة الشركات تؤثر على أداء المراجعين بالدرجة الأولى، ومسؤولياتهم بالإقرار عن أن الشركة تُدار بشكل جيد بالدرجة الثانية، وإن تطبيق الحوكمة يزيد من استقلالية المراجعين وتضييق فجوة توقعات الأطراف لنتائج عملية المراجعة.⁵ وبينت دراسة (طجها) بأنه توجد علاقة بين مهام لجان المراجعة وفاعلية الحوكمة، فكلما كانت مهام لجان المراجعة فاعلة كلما زادت فاعلية حوكمة الشركات.⁶

¹ شحاته السيد شحاته و علي نصر عبد الوهاب/ 2007، مرجع سابق ص 29.

² ربحاوي مها، 2008 "الشركات المساهمة ما بين الحوكمة و القوانين التعليمات حالة دراسية للشركات المساهمة العامة العمانية" مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية و القانونية - المجلد 24، العدد الاول، ص 91.

³ شحاته السيد شحاته و علي نصر عبد الوهاب/ 2007، مرجع سابق، ص 29.

⁴ لطفي السيد أحمد أمين/ 2007، مرجع سابق، ص 227.

⁵ سعيد علي عهد، 2009 " الاثر المتوقع لحوكمة الشركات على مهنة المراجعة في سوريا " رسالة ماجستير ، جامعة تشرين ، قسم المحاسبة، ص 153 - 154.

⁶ طجها أمين محمد محمد، 2009، " دور حوكمة الشركات في تفعيل لجان المراجعة وامكانية التطبيق في سوريا" رسالة ماجستير ، قسم المحاسبة ، جامعة دمشق، دمشق، ص 152.

1-1-4 أهمية الحوكمة بالنسبة للاقتصاد:

تعمل الحوكمة على مراقبة وضبط أسعار الأسهم وذلك بالإفصاح عن المعلومات المطلوبة. وقد وجدت دراسة (عبد الملك) أن تطبيق الشفافية والإفصاح في المعلومات المنشورة أدى إلى التوسع في محتوى القوائم المالية وإيضاح أكثر للتدفقات النقدية، التشغيلية، والتمويلية إضافة إلى الإفصاح عن المعلومات غير المحاسبية التي تساعد في اتخاذ القرار المناسب للمستثمر، وتعمل على مراقبة آليات تسعير الأسهم وأداء الشركات.¹ كما وجدت دراسة (Ishii و Gompers) أن الشركات التي تتضمن آليات الحوكمة جيدة لديها حماية جيدة لحقوق المساهمين، وحقوق الأقلية وتمتع بربحية ذات قيمة عالية، وزيادة في المبيعات، ومصروفات رأسمالية أقل.² إن جذب الاستثمارات الأجنبية وتحقيق النمو الاقتصادي، يتوقف على الثقة في الاقتصاد المحلي وتوفير الحماية للمستثمرين الأجانب، وقد برزت العديد من المطالبات من قبل الدول النامية على فتح الأسواق وإزالة الحواجز الجمركية، لكن أشارت الدراسات الحديثة أنه بالرغم من انهيار العوائق والحدود أمام التجارة الدولية وتجارة الأوراق المالية، إلا أن تدفق الأموال بقي مستمراً باتجاه الدول الصناعية، والسبب هو الفرق الكبير لهامش الربح بالنسبة لرأس المال بين الدول الصناعية والنامية؛ ووفقاً لبيانات صندوق النقد الدولي فإن صافي تدفقات النقدية إلى البلدان النامية من بداية عام 1996 ولغاية عام 2004 كان سالباً بمقدار 6.7 مليار دولار أمريكي.³ وأوضح التقرير الصادر عن معهد التمويل الدولي أن التدفقات الاستثمارات للأسواق الناشئة قد انخفضت من 169 مليار دولار أمريكي عام 2000 إلى 115 مليار دولار عام 2001 بانخفاض 32% ويرجع هذا الانخفاض إلى القصور في مدى الالتزام بقواعد الحوكمة.⁴ وبوجود حوكمة جيدة في الشركات المحلية سوف يسهل عليها تأمين الأموال اللازمة لأنشطتها سواء من التمويل المحلي أو بجذبها للأموال الأجنبية، وبالتالي يكبر حجم الشركات وتحقق النمو الاقتصادي.

¹ عبد الملك رجب أحمد، 2008، "دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للسهم في سوق الأوراق

المالية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، العدد الأول، المجلد 45، جامعة الإسكندرية، ص 21 - 24 .

² Gompers. P.A and Ishii. J.L 2003, "Corporate Governance And Equity Prices", Journal of Economics 118(1), February pp107-155.

³ القاضي حسين و نده مالك كنان، 2008، "حوكمة الشركات في ظل الأسواق المالية في سورية : دراسة مقارنة مع بعض الدول العربية"، مؤتمر الاسواق المالية، دمشق، ص 8.

⁴ شحاته السيد شحاته و علي عنصر عبد الوهاب/ 2007، مرجع سابق ص 26.

كما تعمل الحوكمة على زيادة القدرة التنافسية بين الشركات¹ ووجدت دراسة (HO) أنه كلما التزمت الشركة بحوكمة الشركات أكثر كلما تمتعت بتنافسية أكبر.² من خلال ما سبق نجد أن الحوكمة تُعد عنصراً مهماً لاقتصاديات الدول النامية نظراً لضعف الأطر القانونية فيها والتي لا تمكّن من فض المنازعات بطريقة فعّالة، ولا تعمل على تحقيق الرقابة والإشراف الجيدين، وإتباع المعايير السليمة للحوكمة سوف تساعد على خلق أطر قانونية تساعد المؤسسات على الإصلاح والتنمية.³ وإن إتباع معايير الشفافية في طرح المعلومات للمستثمرين والدائنين، يؤدي إلى قيام نظام لحوكمة الشركات يساعد على منع وقوع الأزمات الدورية في الأجهزة المصرفية.⁴

1-1-5 أهمية الحوكمة بالنسبة للمساهمين:

في دراسة قامت بها مؤسسة ماكنزي وشركاه والتي أثبتت أهمية الحوكمة للمستثمر أكثر من فرض النمو أو أداء السوق فيما يتعلق بتحقيق العائد المناسب، وقد أظهر المستثمرون رغبتهم في دفع مكافآت للشركة التي تلتزم بالتطبيق السليم لمعايير الحوكمة.⁵ ذلك أن الحوكمة تعمل على حماية حقوق المساهمين مثل حق التصويت، وحق اختيار أعضاء مجلس الإدارة، وحق المشاركة في القرارات التي تؤثر على أداء الشركة،⁶ وتوفير الحماية لحقوق مساهمي الأقلية من الاستغلال، وأظهرت دراسة (القاضي ونده) أن الدول التي توافرت لديها نظم أقوى لحماية حقوق مساهمي الأقلية، تمتعت بوجود أسواق مالية أكثر سيولة وضخامة. كما أنه بالمقارنة بين الدول، وُجد أن الدول التي تتمتع بنظم قانونية ضعيفة لا تحمي مساهمي الأقلية وتكون الشركات لديها مملوكة، أو تحت سيطرة قلة من المستثمرين الحاكمين بدلاً من هيكل المالكيين واسع الانتشار.⁷

¹ رزق عادل، 2008، " الإدارة الرشيدة الحكم الجيد او الحوكمة " الملتقى العربي الثاني الإدارة الرشيدة خيار للإصلاح الإداري والمالي، وورشة عمل تقييم أداء الإدارات الحكومية من أجل التغيير والإصلاح، القاهرة، ص14.

² HO,C.K.2005 " Corporate Governance and Competitiveness : An International Analysis .Corporate Governance Vol.13 No 2 pp 211- 250 .

³ أحمد السيد ابراهيم/ 2010، مرجع سابق، ص 174.

⁴ مرجع سابق، ص 629.

⁵ يوسف طارق محمد، 2007، " الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات ومدى ارتباطهما بالمعايير المحاسبية"، المؤتمر العربي الأول متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربي شرم الشيخ، جمهورية مصر العربية، ص 25.

⁶ شحاته السيد شحاته وعلي نصر عبد الوهاب/ 2007، مرجع سابق ص 29.

⁷ القاضي حسين ونده مالك كنان، 2008، مرجع سابق ص 11.

وتوفر الحوكمة للمستثمرين الثقة والمصداقية في التقارير المالية الصادرة عن الشركات مما يعكس جودة المعلومات المحاسبية والتزامها بالمعايير المحاسبية وقدرتهم بالاعتماد عليها لمتابعة أداء الشركة واتخاذ القرار الاستثماري المناسب. وقد وجدت دراسة (الشرع) أن التطبيق الجيد لحوكمة الشركات تزيد من فعالية، وكفاءة الرقابة على الأنظمة المحاسبية، وتعزز الشفافية والمصداقية في مخرجات هذه الأنظمة المتمثلة بالتقارير المحاسبية.¹ أما بالنسبة للمقرضين والموردين فإن التزام الشركة بقواعد الحوكمة الجيدة يعمل على تزويدهم بالمعلومات التي تساعد على تحديد فيما إذا كانت قروضهم والفوائد المتعلقة بها سوف تدفع لهم عند الاستحقاق.²

6-1-1 أهداف الحوكمة:

تهدف الحوكمة إلى تحقيق الشفافية والعدالة، حماية لحقوق المساهمين وأصحاب المصالح، ومساءلة إدارة الشركة في حال التقصير بأدائها والحد من استغلال سلطة الإداريين في غير المصلحة العامة، والذي يؤدي بدوره إلى الاستخدام الأمثل للمدخرات وتعظيم ربحية الشركة وضمان وجود هياكل إدارية تمكن المساهمين من محاسبة الإدارة والتزام الشركة بالأحكام والتشريعات القانونية المفروضة.

كما تهدف الحوكمة إلى وجود مجلس إدارة يقوم بالنيابة عن المساهمين بمساءلة المديرين وتنفيذ مهامه لتحقيق مصالح المساهمين والشركة. ولتحقيق أفضل أداء أوجب معايير الحوكمة بإعطاء درجة كافية من الاستقلالية لمجلس الإدارة وضرورة وجود أعضاء مستقلين وغالبية من الأعضاء غير التنفيذيين.

وهناك العديد من الدراسات التي اهتمت بالعلاقة بين الحوكمة والأداء الناجح للشركات وجدت أن الأداء الأفضل حققته الشركات التي تتمتع بمجلس إدارة نشطة ومستقلة.³ وذكر في دراسة الرحيلي أهم أهداف الحوكمة في البنود التالية⁴

1. إيجاد إستراتيجية تحقق من خلالها الشركة أهدافها.

¹ الشرع أحمد عماد، 2008 "دور الحوكمة في تعزيز الثقة و المصداقية في التقارير المالية : دراسة ميدانية على الشركات المساهمة الكويتية" رسالة ماجستير غير منشورة جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، قسم المحاسبة، دمشق، سوريا، ص 124 - 125.

² حماد عبد العال طارق/2000" التقارير المالية أسس الاعداد و العرض و التحليل" الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، ص 89- 90.

³ سليمان مصطفى محمد/ 2008، "حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الادارة والمديرين التنفيذيين، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص 39 .

⁴ الرحيلي سلامة عوض، 2008 " لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات: حالة السعودية" مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد و الادارة، العدد الأول، المجلد رقم 22، ص 183 - 186.

2. الفصل بين الملكية والإدارة ومراقبة الأداء.
 3. الفصل بين مهام أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين.
 4. مساءلة أعضاء مجلس الإدارة على أدائهم لمهامهم وتقييمها.
 5. توزيع مسؤولية الرقابة بين طرفين، هما مجلس الإدارة من جهة والمساهمين من جهة أخرى.
 6. جذب أكبر قدر من المستثمرين المحليين والأجانب لتمويل عمليات الشركة.
 7. ممارسة العاملين والمساهمين لحقوقهم في الرقابة على أداء الشركة وتعظيم قيمتها.
 8. إيجاد القواعد التي توجه سلوك الشركات وحاملي الأسهم ومديري الشركات.
- وتسعى مبادئ حوكمة الشركات إلى مراعاة مصالح المستثمرين في كل القرارات التي تتخذها الإدارة وبالتالي تعمل، ليس فقط على تعظيم الأرباح وإنما إلى عدم تورط الشركة في أي ممارسات غير قانونية أو غير أخلاقية قد تمنع الشركة من الاستمرار.
- وقد أوصت مؤسسة المساهمين الأوروبيين Associations European Shareholders في الدليل الذي نشرته في شباط 2000 بعض التوصيات والتي وضعتها ضمن قسم الأهداف كما يلي:¹
- على الشركة أن تعمل على تعظيم ثروة المساهمين في الأجل الطويل وتصح عن أهدافها المالية والإستراتيجية في تقاريرها السنوية.
 - يجب على المساهمين الموافقة واعتماد القرارات التي لها تأثير على الشركة مثل المخاطر، الهيكل، والحجم.
 - يجب أن يتمتع المراجعون باستقلالية ويتم انتخابهم باجتماعات الهيئة العامة للمساهمين.
 - يحق للمساهمين طرح موضوعات في اجتماع الهيئة العامة للمساهمين.
 - يجب أن يتم إتباع الوسائل الحديثة اللازمة لإمداد المساهمين بالمعلومات ذات الأهمية الخاصة.
 - يجب أن يمتلك المساهمون حق انتخاب الأعضاء، وحق اقتراحهم قبل انتخابهم.
 - يجب ألا تزيد عضوية مجلس إدارة الشركة عن 12 سنة للأعضاء غير التنفيذيين.
- مما سبق نجد أن الحوكمة تهدف إلى تحقيق الشفافية والعدالة، والحماية لحقوق المساهمين وأصحاب المصالح، ومساءلة إدارة الشركة في حال التقصير بأدائها والحد من استغلال سلطة الإداريين في غير المصلحة العامة، والذي يؤدي بدوره إلى الاستخدام الأمثل للمدخرات وتعظيم ربحية الشركة وضمان وجود هياكل إدارية تمكن المساهمين من محاسبة الإدارة والتزام الشركة بأحكام والتشريعات القانونية المفروضة.

¹ Euroshareholders Corporate Governance Guidelines 2000, www.ecig.org.

7-1-1 قواعد حوكمة الشركات:

هناك دعائم أساسية لحوكمة الشركات هي:

الانضباط: أي إتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح. ويتحقق الانضباط بوجود عدة مفاهيم منها وجود الحافز لدى الإدارة في الالتزام بالأعمال الرئيسية المحددة وتزويد المساهمين بمعلومات صحيحة والتقييم السليم لحقوق الملكية ورأس المال، ولا بد من إدراج مدى تطبيق الحوكمة في التقرير السنوي، وتوزيع الفائض من النقد على المساهمين واستخدام الديون لعمليات التوسع في المشاريع التي تعود بالعائد على الشركة.¹

الشفافية: تعتبر الشفافية العنصر الأساسي في الحوكمة لأنها تتضمن مفاهيم متعددة مثل نزاهة التقارير المالية والإفصاح والصراحة،² وتلزم الشركة بالإفصاح عن جميع المعلومات المتعلقة بالمركز المالي وأداء الشركة في التوقيت المناسب والدقة التامة.³

ولغياب الشفافية أثر سلبي على النمو الاقتصادي، إذ عدم الإفصاح عن المعلومات بدقة وشفافية سوف يؤدي إلى خروج الاستثمار الأجنبي من الدولة إلى الدول التي لا تحجب أي معلومات عن مساهميها. وهنا يجب التمييز بين الإفصاح والشفافية وذلك إن الأخيرة تعد أكثر شمولية لمختلف الجوانب السياسية، الاجتماعية، والاقتصادية في المجتمع.⁴

وتتحقق الشفافية من خلال نشر التقارير السنوية والربع سنوية في الوقت المناسب والإفصاح عن النتائج والمعلومات السوقية بشكل فوري دون تسريبها، والالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية، ومن أجل سلامة تحقيق الشفافية يجب توفير قنوات يستطيع من خلالها المستثمر الوصول إلى الإدارة العليا.⁵

الاستقلالية: يُعد تحقيق الاستقلالية من القواعد الرئيسية لتطبيق الحوكمة، وقد ركزت الحوكمة على تحقيق استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، والمراجعين الخارجيين، ووجود لجان مجلس الإدارة

¹ سوليفيان جون وآخرون، 2003، "حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين" مركز المشروعات الدولية الخاصة، ص 65.

² لطفي السيد أحمد أمين/ 2007، مرجع سابق ص 140.

³ سليمان محمد مصطفى/ 2008، مرجع سابق، ص 24.

⁴ يوسف طارق محمد، 2007، مرجع سابق، ص 18.

⁵ سوليفيان جون وآخرون، 2003، مرجع سابق، ص 65 - 66.

مستقلة عن عمل الإدارة التنفيذية، مثل لجنة الترشيحات، لجنة المراجعة، لجنة المكافآت والتعويضات والرواتب، ولجنة الإدارة التنفيذية.¹

وقد ذكر (Scott) شروط العضو المستقل وهي كما حددتها (Blue Ribbon Commission) في تقريرها عام 2000:²

1. ألا يكون موظفاً أو عاملاً لدى أي طرف من الأطراف المرتبطة بالشركة أو بأي شركة من مجموعتها خلال آخر 5 سنوات.
2. ألا يكون له صلة قرابة من الدرجة الأولى مع أي موظف من موظفي الشركة.
3. ألا يكون ممن يزودون الشركة بخدمات أو بضائع.
4. ألا يتلقى أي تعويضات ومكافآت من الشركة إلا رسومه ومكافآته كعضو مستقل في المجلس.

المساءلة: يسمح نظام الحوكمة مساءلة مجلس الإدارة أمام المساهمين، ومراقبة الإدارة، وتقديم النصائح والإرشادات لمجلس الإدارة في كيفية وضع الاستراتيجيات والأهداف.³ ولتحقيق ذلك لابد من وجود آليات فعّالة تسمح بمساءلة الموظفين ومعاينة الأعضاء التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة، وتحقيق الشفافية وعدالة التعامل في الأسهم من قبل أعضاء مجلس الإدارة.⁴

المسؤولية: ويقصد بها "توفير هيكل واضح يحدد نقاط السلطة والمسؤولية ومحاسبة مجلس الإدارة ومتخذي القرار عن مسؤوليتهم تجاه الشركة والمساهمين"⁵ ويقع على عاتق مجلس الإدارة القيام بدور إشرافي أكثر من قيامه بدور تنفيذي، وقيامهم بالتدقيق الفعال على أداء العاملين. ولابد من وجود لجان مراجعة ترشح المراجعين الخارجيين وتشرف على عملهم وتشرف كذلك على المراجعة الداخلية والإجراءات المحاسبية.

العدالة: يتم تحقق العدالة من خلال المعاملة العادلة للمساهمين وخاصة مساهمي الأقلية وتقديم كافة المعلومات المطلوبة للمساهمين سواء بحضور الاجتماعات أو التزامهم بنتائجها، والتصويت

¹ سوليفيان جون وآخرون، 2003 "مرجع سابق، ص 66.

² Scott .C & Russell. B,2003,"Putting investors first: real Solutions for better corporate governance" 1st edition, Bloomberg,New York , pp150.

³ سليمان محمد مصطفى/ 2008، مرجع سابق، ص24.

⁴ سوليفيان جون وآخرون، 2003، مرجع سابق، ص 67.

⁵ ربحاوي مها، مرجع سابق، ص 98.

سواء بالحضور شخصياً أو بالتوكيل، و ألا يتجاوز مجموع نسبة المساهمين الحاكمة عن 40% من الشركة.¹

1-1-8 المحددات لتطبيق حوكمة الشركات:

لتطبيق الحوكمة لابد من توافر إطار ملائم ومناسب يحقق أهداف الحوكمة ويحقق ممارستها بشكل سليم ويتحدد ذلك الإطار بمجموعة من المحددات الداخلية الخارجية والتي سنعرضها بالتفصيل كما يلي:

1-1-8-1 المحددات الخارجية:

تحدد المحددات الخارجية بالبيئة التي تطبق فيها الحوكمة والتي تشمل القوانين والتشريعات الناظمة لعمل الشركات والأسواق المالية والنشاط الاقتصادي ككل، كما تشمل كفاءة الأجهزة الرقابية في متابعة عمل الشركات وإحكام الرقابة عليها مثل هيئة سوق المال، إضافة إلى درجة التنافسية بين الشركات والأخذ بالأحكام التي تمنع الممارسات الاحتكارية وما يترتب عند الإفلاس.² وتشمل المحددات الخارجية الجوانب التالية:³

1. البيئة الاقتصادية والاجتماعية والقانونية والجو العام للاستثمار: وهي ترتبط بالمناخ القانوني كقانون الشركات، وقوانين تنظيم عمل الشركات، وقانون الإدراج في الأسواق المالية، وقانون تنظيم المنافسة، ومنع الاحتكار وممارسات المنافسة غير الشريفة والإفلاس. وتلعب كفاءة النظام المالي والمصارف ونظم رقابة السوق المالي على الشركات دوراً في تطبيق الحوكمة.
2. تؤثر النظم والمعايير المحاسبية المطبقة ومدى الالتزام بها على ممارسات الحوكمة فلا بد من إيجاد معايير موحدة تتناسب مع المعايير المحاسبية الدولية وأن تلتزم بها كافة المؤسسات العامة والخاصة للقدرة على المقارنة بين البيانات والمعلومات المالية على مستوى العالمي.
3. وجود نظام مالي جيد يعمل على توفير مصادر التمويل اللازم للمشروعات بالشكل الذي يشجع الشركات على التوسع وزيادة المنافسة.
4. وجود مؤسسات تلزم بوضع نظام يعمل بدقة في إحكام تطبيق قواعد السلوك المهني والأخلاقي على العاملين في الشركات ويضمن عمل الأسواق بكفاءة.

¹ سوليفيان جون وآخرون، 2003، مرجع سابق، ص 67.

² أحمد السيد ابراهيم/ 2011، مرجع سابق، ص 162 - 163.

³ ربحاوي مها، 2008، مرجع سابق، ص 101.

1-1-8-2 المحددات الداخلية:

وتشير إلى السياسات التي تتبعها الإدارة في اتخاذ قرار يتعلق بالشركة وكيفية توزيع السلطات وتحديد دور كل من مجلس الإدارة والمساهمين والمديرين التنفيذيين، والتي لا يؤدي تطبيقها إلى تعارض المصالح بين الأطراف الثلاثة.¹ وتشمل النظام الأساسي للشركة والهيكل التنظيمي لها، نظم إعداد التقارير المالية، نظم إعداد الميزانيات التقديرية، نظم الضبط والرقابة، نظم التوظيف، ونظم أمان لحماية الأنظمة الإلكترونية

إن المحددات الداخلية والخارجية تتأثر بدورها بمجموعة من العوامل الأخرى المرتبطة بثقافة الدولة والنظام السياسي والاقتصادي ومستوى التعليم والوعي عند الأفراد ويمكن القول بأن نظام الحوكمة يعتمد على البيئة القانونية والتنظيمية والمؤسسية بالإضافة إلى عوامل أخرى مثل أخلاقيات العمل ومدى إدراك الشركات للمصالح البيئية والاجتماعية للمجتمعات التي تعمل فيها الشركة.

¹ أحمد السيد ابراهيم/ 2010، مرجع سابق، ص 163.

المبحث الثاني

نشأة الحوكمة وتطورها

نشأت الحوكمة تدريجياً كنظام خلال العقود الماضية وذلك من بعد التجارب التي مرت بها الدول المختلفة. فظهرت الحوكمة نتيجة الحاجة الماسة لإيجاد معايير وقواعد تنظم العلاقة بين المؤسسات في القطاعات المختلفة من جهة والمستثمرين وأصحاب المصالح من جهة أخرى، وفي الوقت نفسه عملت على حماية تلك المؤسسات من الأزمات التي ستعكس سلباً على الاقتصاد المحلي والعالمي وسيتم تناول الحوكمة من الدول المختلفة التي أنشأتها.

1-2-1 نشأة الحوكمة:

1-1-2-1 نشأة حوكمة الشركات في الدول المتقدمة:

إذا بحثنا في الدراسات الاقتصادية للحوكمة نجد أن (أدولف بيرل وجاردينر مينز) هما أول من تطرق إلى فكرة فصل الملكية عن الإدارة في كتاب لهما صدر عام 1932. وقد تطرقا في كتابهما إلى أن المؤسسات تتطور وتنمو بشكل كبير عند الانفصال الذي يحدث بين الملكية والإدارة. فحملة الأسهم يملكون الشركة والمدراء يمارسون الرقابة عليها وسير أعمالها.¹ وفي عام 1976 قام كل (Meckling و Jensen) بالاهتمام بحوكمة الشركات وإبراز أهميتها في الحد من المشاكل التي تنشأ بين الملكية والإدارة. وقد ركزت دراستهما على ثلاثة نظريات هي نظرية الوكالة، ونظرية حقوق الملكية، ونظرية هيكل ملكية الشركة وعلاقة تكاليف الوكالة بالفصل بين الملكية والإدارة.²

ولكن الحوكمة لم تظهر بشكل كبير إلا بعد الانهيارات المالية ومشاكل الفساد المالي والإداري التي تعرضت له كبرى الشركات العالمية مما أدى إلى ضرورة إيجاد قواعد ومبادئ أخلاقية ومهنية تدعم الثقة والمصداقية في البيانات المالية المفصح عنها في التقارير المالية التي تصدرها الشركات لمستخدمي المعلومات والمتعاملين في سوق الأوراق المالية³ وفي عام 1987 قامت اللجنة الوطنية الخاصة بالانحرافات في إعداد القوائم المالية (National Commission on fraudulent Financial Reporting) التابعة لهيئة السوق المالي الأمريكي (SEC) بإصدار تقرير (Tread way) والذي تضمن مجموعة من التوصيات الخاصة

¹ حماد عبد العال طارق/ 2009، "حوكمة الشركات و الازمة المالية العالمية"، الدار الجامعية، الاسكندرية، ص151.

²Jensen, Michael C. and William H. Meckling (1976). Theory of the Firm:Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure.Journal of Financial pp2.

³ اشحاته السيد شحاته وعلي نصر عبد الوهاب/ 2007، مرجع سابق، ص 14.

بتطبيق قواعد حوكمة الشركات ومجموعة من المبادئ للحد من حدوث الغش والتلاعب في إعداد القوائم المالية وذلك من خلال التركيز على الرقابة الداخلية للشركة ومهنة المراجعة الخارجية.¹ ومع بداية التسعينات من القرن العشرين اتجهت منظمة التجارة العالمية لوضع مجموعة من المعايير التي تساعد الشركات الملتزمة بها لتحقيق النمو والاستقرار وتدعم قدرتها على التنافس عبر الحدود، عن طريق إقناع المستثمرين والدائنين بالاستثمار بثقة في شركات عبر الحدود.² وقد ظهرت العديد من التقارير بعد ذلك التي تؤكد الالتزام بمبادئ الحوكمة، فقد ظهر تقرير كادبري (Cadbury) عام 1992 الذي أدرك أهمية الحوكمة في زيادة ثقة المستثمرين بالقوائم المالية، وتلاه بعد ذلك تقرير روتمان (Rutteman) عام 1993 الذي أوصى بضرورة شمول تقارير الشركات، على أنظمة الرقابة الداخلية، وفي عام 1995 صدر تقرير (Green Bury) الذي ركز اهتمامه على المكافآت والمزايا المقدمة لأعضاء مجلس الإدارة وأوصى بضرورة وجود لجنة المكافآت التي تكون مسؤولة عن تحديد المكافآت التي تتناسب مع أداء أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين. وفي نفس الفترة صدر عن بورصة لندن تقرير (Hample) الذي ركز على أهمية الرقابة الداخلية في حوكمة الشركات. مع نهاية عام 1998 صدر عن بورصة لندن الكود الموحد (Combined Code) الذي اشتمل على توصيات للشركات المقيدة للبورصة على ضرورة ممارسة الحوكمة والالتزام بمعاييرها وتم تعديله فيما بعد عام 2003 أعقاب الانهيارات المالية التي حدثت في الولايات المتحدة عام 2002، وقد تضمن الكود بعد التعديل أفضل الممارسات لحوكمة الشركات. وفي عام 1999 أصدر كل (New York stock Exchange NYSE) و (National association of securities dealers NASD) تقريرهما (Blue Ribbon Report) والذي اهتم بدور لجان المراجعة في تطبيق الحوكمة السليمة للشركات. وفي أعقاب الانهيارات المالية الكبرى في الولايات المتحدة التي أصابت الاقتصاد الأمريكي³ وتمثلت في انهيار شركة إنرون للطاقة عام 2000 وتلاها انهيار شركة أندرسون للتدقيق واكتشاف اختلاسات كبيرة في شركة (World Telecom) و (Parmalate)، فبات من الضروري إعادة النظر في طرق إدارة الشركات من جهة، ودور الهيئات الرقابية والإشرافية

¹ سليمان محمد مصطفى/ 2009، " دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والاداري " الدار الجامعية، الاسكندرية، ص16.

² أحمد السيد ابراهيم/ 2010، مرجع سابق، ص631.

³ سليمان محمد مصطفى/ 2009، مرجع سابق ص 89-96.

كهيئات سوق المال والبورصات في الرقابة على أعمال الشركات من جهة أخرى. لفتن إصدار قانون ساربانس أوكسي (Sarbanes – Oxley Act) الذي ركز على دور الحوكمة في القضاء على الفساد المالي والإداري.²

وفي فرنسا برزت أهمية حوكمة الشركات كرد فعل لظهور المستثمرين الأجانب وصناديق المعاشات فتولى كل من المجلس الوطني لأصحاب الأعمال الفرنسيين والجمعية الفرنسية للمنشآت الخاصة بإنشاء لجنة قواعد إدارة الشركات التي أصدرت قانون فينو (Vienot) عام 1995 وقد تضمن التقرير مجموعة من التوصيات التي ركزت على ضرورة وجود أعضاء مستقلين (اثنين على الأقل) في مجلس الإدارة وضرورة وجود كل من مجلس لجان مراجعة ولجان المكافآت والترشيحات، وضرورة الإفصاح عن استراتيجيات اتخاذ القرارات في مجلس الإدارة. ومن ثم صدر تقرير ماريني 1996 والذي كان بعكس تقرير (Vienot) الذي لم يلزم الشركات بالعمل به، حيث تضمن تقرير ماريني مقترحات بإحداث تغييرات قانونية ألزمت بها الشركات على تفعيل الحوكمة في إدارتها.³

وفي كندا تم نشر تقرير (Dey) عام 1994 من قبل بورصة تورنتو للأوراق المالية والمعهد الكندي للمحاسبين القانونيين الذي وضع إطاراً لحوكمة الشركات وقد ركز التقرير على التزام مجلس الإدارة بمسؤولياته وإضافة قيمة لأصول الشركة وتعزيز قيمة المساهمين، ودوره الحاسم في اختيار المدراء التنفيذيين وبيان التقرير دور مجالس الإدارة في ترصد عمليات إدارة المخاطر والإدارة الاستراتيجية للشركة.⁴

وفي عام 2004 توصلت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية إلى مجموعة من المبادئ الخاصة بحوكمة الشركات وقد اعتمدها الكثير من دول العالم في صياغة مبادئها الخاصة التي تتناسب مع طبيعتها الاقتصادية والقانونية.

فيما يلي جدول بالجهود الدولية في مختلف الدول لتبني قواعد حوكمة الشركات:

¹ العشماوي محمد عبد الفتاح، 2007، "حوكمة الشركات"، الملتقى العربي الثاني/ الحوكمة و الإصلاح المالي والإداري في المؤسسات الحكومية، ورشة عمل الفحص والتدقيق في ظل معايير الدولية، القاهرة، مصر، ص 13.

² سليمان محمد مصطفى/ 2009، " دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي و الإداري " مرجع سابق ص 97.

³ سليمان محمد مصطفى/ 2009، مرجع سابق ص 99- 100 .

⁴ حماد عبد العال طارق/ 2007، " حوكمة الشركات (شركات قطاع عام و خاص و مصارف، المفاهيم - المبادئ - التجارب - المتطلبات) "الدار الجامعية، الطبعة الثانية، الاسكندرية، مصر، ص 23 - 24.

الجدول رقم (2)

نتائج جهود الدول في حوكمة الشركات

الدولة	القانون أو التوصية	التاريخ
الدانمرك	توصيات معدلة لحوكمة الشركات	آب 2005
النمسا	الكود النمساوي لحوكمة الشركات	تشرين الثاني 2002 وتم تحديثه في نيسان 2005
بلجيكا	الكود البلجيكي لحوكمة الشركات	كانون الأول 2004
فلندا	كود حوكمة الشركة	كانون الأول 2003
فرنسا	قانون حوكمة الشركات للشركات المسجلة	تشرين الأول 2003
ألمانيا	الكود الألماني لحوكمة الشركات (كود كروم)	شباط 2002 ومعدل في أيار 2003
اليونان	مبادئ حوكمة الشركات	حزيران 2001
إيطاليا	كود حوكمة الشركات	حزيران 2002
هولندا	الكود الهولندي لحوكمة الشركات	كانون الأول 2003
النرويج	الكود النرويجي لحوكمة الشركات	كانون الأول 2004
البرتغال	توصيات حوكمة الشركات	تشرين الثاني 2003
روسيا	الكود الروسي لسلوك الشركة	نيسان 2002
السويد	الكود السويدي لحوكمة الشركة (تقرير مجموعة الكود)	كانون الأول 2004
تركيا	مبادئ حوكمة الشركات	تموز 2003
المملكة المتحدة	الكود الموحد لحوكمة الشركات	حزيران 2003
استراليا	مبادئ حوكمة الشركات	آذار 2003
كندا	إرشادات حوكمة الشركات	كانون الأول 2003
الصين	كود حوكمة الشركات	كانون الثاني 2001

المصدر: حوكمة الشركة: الأطراف الراصدة والمشاركة، كيم.أ.ك. وآخرون، ص 171 - 172

1-2-1-2 نشأة الحوكمة في الدول العربية:

تعتبر الأسواق العربية في مرحلة التطور وأنظمة الحوكمة في البلدان العربية هي أنظمة داخلية تتصف بالملكية المركزة التي لا يوجد فيها فصل بين الملكية والرقابة، لذلك لا بد من بناء قواعد كافية للالتزام بمعايير الحوكمة التي تعمل على دفع عجلة نمو الأسواق ويسمح بالفصل بين الملكية والإدارة وتحقق ثقة الأطراف ببعضها البعض بما يخدم مصلحة الشركة.¹ وقد اهتمت العديد من الدول العربية بتطبيق قواعد الحوكمة ونظمت العديد من المؤتمرات والمننديات التي أوصت بضرورة تطبيق مبادئ وقواعد الحوكمة التي تتماشى مع الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والثقافية لكل دولة عربية.

1 القاضي حسين و نده مالك كنان، 2008، مرجع سابق، ص 41- 42.

ففي مصر قام البنك الدولي عام 2000 بتطبيق قواعد الحوكمة طبقاً لمبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وحصلت مصر في ذلك الوقت بالمقارنة بالأسواق الناشئة على المركز الرابع بنسبة 62% عام 2000 وارتفع إلى 80% في عام 2003.¹

ومع بداية عام 2001 وبمبادرة من وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية المصرية آنذاك، تم العمل على إيجاد برنامج الإصلاح الاقتصادي ووضع إطار تنظيمي رقابي يحكم عمل القطاع الخاص في ظل السوق الحر.²

وفي تشرين الأول عام 2005 صدر دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات المصرية بقرار من وزير الاستثمار رقم 332 وقد تناول الدليل (حقوق المساهمين)، (مجلس الإدارة)، (المراجعة الداخلية)، (لجان المراجعة ومراقبي الحسابات)، (قواعد الإفصاح وتجنب تعارض المصالح)، وقواعد حوكمة بالنسبة للشركات المقيدة في البورصة والمؤسسات المالية الممولة من قبل الجهاز المصرفي.³

أما في الأردن ومع وجود أكثر من 180 شركة مساهمة تتداول أسهمها في بورصة عمان بقيمة سوقية تبلغ 14.5 مليار دينار وتعادل 62% من الناتج المحلي الإجمالي، تبرز أهمية وجود إطار لحوكمة الشركات. وقد تعرضت الأردن في بداية 2003 إلى إجبار 50 شركة على التصفية إجبارياً وتحويلها للقضاء نتيجة مخالفتها لأحكام قانون الشركات.

ولتعزيز دور حوكمة الشركات في الأردن لدى الشركات الأردنية تم تأسيس جمعية منتدى حوكمة الشركات الأردنية، بدعم من عدد من رجال الأعمال الأردنيين والمشرعين وأساتذة القانون والتجارة في الجامعات الأردنية من أجل تبني أفكار جديدة تساعد في بلورة هذه الظاهرة لدى الشركات الأردنية، عملت الجمعية على إجراء العديد من الدراسات في مجال حوكمة الشركات والمشاركة في العديد من الملتقيات والمنتديات العالمية والعربية. وقد ركزت أهدافها على تعريف الشركات الأردنية بحوكمة الشركات والترويج لتطبيقها.

وفي ضوء التطور الذي شهدته الأسواق المالية في عمان سعت هيئة السوق المالي لتطوير أسواقها المالية بإصدار دليل حوكمة الشركات للمساهمة المدرجة في البورصة، والذي يهدف إلى وضع إطار واضح ينظم العلاقات وينظم الإدارة فيها، ويحدد الحقوق والمسؤوليات والواجبات بما يتوافق مع أهداف الشركة، ويحافظ على حقوق الأطراف ذوي المصلحة المرتبطة بالشركة. وقد تم وضع المبادئ استناداً إلى قانون الأوراق المالية والتشريعات الصادرة بمقتضاه

¹ يوسف طارق محمد، 2007 " مرجع سابق، ص5.

² أحمد السيد ابراهيم/ 2010، مرجع سابق، ص 168.

³ دليل حوكمة الشركات المصرية، www.cipe.org.

وقانون الشركات إضافة إلى مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية. وتم إلزام الشركات المساهمة بتطبيق الدليل مع تفسير أسباب عدم الالتزام بأي من القواعد في التقارير السنوية الصادرة.¹

وفي اليمن عقد مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE)، وشريكه نادي رجال الأعمال اليمنيين، ومؤسسة التمويل الدولي، ورشة عمل حول دور مجلس الإدارة وهيكله، وأخلاقيات العمل، ومكافآت أعضاء المجلس. لتحسين حوكمة الشركات باليمن، والتي كان من نتائجها إصدار دليل أفضل ممارسات حوكمة الشركات في التاسع والعشرين من مارس 2010، والذي هدف إلى توجيه مجتمع الأعمال اليمني، وبشكل غير ملزم وإنما كان مكملاً للقوانين النافذة في جمهورية اليمن تضمن الدليل 7 بنود يساعد الشركات على تنفيذ أفضل ممارسات الحوكمة وتعزيزها وتحسينها.²

وفي لبنان تميّز سوق الأوراق المالية بانخفاض عدد الشركات المدرجة وضعف مجالس إدارة الشركات بسبب تمركز السلطة لدى كبار الملاك، واختيار الأعضاء المستقلين بناء على علاقات الصداقة، أو العلاقات العائلية، وضعف حماية حقوق المساهمين، فكان لا بد من اعتماد تشريعات لحماية حقوق المساهمين والترويج لمفاهيم الإدارة الرشيدة وتعزيز الإفصاح،³ وفي عام 2004 نظم مركز المشروعات الدولية الخاصة مؤتمراً في بيروت بالاشتراك مع المنتدى العالمي للحوكمة الشركات ومجموعة عمل الحوكمة في القطاع الخاص وجمعية الشفافية اللبنانية، وتم تبني اثني عشر معياراً تتدرج ضمن ثلاث مجموعات:

- شفافية البيانات.
 - البيئة السياسية للمؤسسات والأسواق.
 - اللوائح المالية والإشراف المالي.
- وفي دول الخليج نجد أن الشركات العائلية تمثل الغالبية من حجم الشركات وإن أغلب القوانين لا تسمح بالفصل بين رئيس مجلس الإدارة والإدارات التنفيذية، كما نجد تراجعاً في الاستثمارات الأجنبية وانخفاض مستوى الإفصاح والشفافية، وضعف البيئة القانونية والتشريعية المناسبة للاستثمار،⁴ ما أوجب دول الخليج إلى زيادة الاهتمام بقواعد الحوكمة.

¹ دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة في الأردن www.sdc.com.jo.

² دليل أفضل الممارسات لحوكمة الشركات في اليمن، www.cg.ybc-yemen.com.

³ اليافي موفق/ 2003، "من أجل تعزيز حوكمة الشركات في لبنان" مجلة الإصلاح الاقتصادي، العدد التاسع، ص 3-6.

⁴ Saidi, N., 2005, "Corporate Governance in The Arab Countries: Role of the Banking System in Ensuring Transparency and Disclosure" Paper Presented at Forum on Corporate Governance in Banks and Financial Institutions, Muscat, pp1-12.

ففي سلطنة عُمان التي شهدت تطورات اقتصادية ومالية متسارعة منذ بداية عام 1998 وحرصاً على مصلحة المستثمرين وعلى تطوير القطاع المالي صدر المرسوم السلطاني رقم (98/80) ورقم (98/82) بإعادة هيكلة سوق الأوراق المالية من خلال تكوين الهيئة العامة لسوق المال للقيام بدوره كجهة رقابية وإشرافية كما تم تعديل بعض القوانين، وذلك استجابة لمتطلبات المراحل التي يمر بها القطاع وتوافقاً مع التطورات الحاصلة على الصعيدين الإقليمي والدولي.

ويمكن تلخيص القوانين التي صدرت والتي هدفت إلى تطبيق الحوكمة في سلطنة عُمان كما يلي:

1. إصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.
 2. إصدار أحكام وتعليمات واضحة للإفصاح (لائحة جديدة للإفصاح يونيو 2007).
 3. إصدار ميثاق إدارة وتنظيم شركات المساهمة العامة (يونيو 2002).
 4. اعتماد لائحة موحدة للإفصاح سميت بقواعد وشروط إفصاح الجهات المصدرة للأوراق المالية وتعاملات الأشخاص المطلعين.¹
- وفي البحرين، حققت مملكة البحرين خطوة مهمة بإطلاق أول مدونة لحوكمة الشركات عام 2010 فبعد أكثر من عامين من العمل بين مركز المشروعات الدولية الخاصة، واللجنة التوجيهية الوطنية، حول حوكمة الشركات، جاء إطلاق المدونة ليمثل إنجازاً كبيراً لمبادرة المركز بشأن حوكمة الشركات بالبحرين.

أما في سوريا فقد مرت الحوكمة بالعديد من التطورات قبل صدورها في عام 2009 فقد صدرت العديد من القرارات من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية تهدف إلى حماية المستثمر، وقواعد الممارسات السليمة للشركات ويمكن تلخيصها كما يلي:²

1. قانون سوق الأوراق المالية رقم 55 لعام 2005.
2. القرار رقم 3943 لعام 2006 و المحدد لنظام و تعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
3. قرار رقم 3940 تاريخ 2006 و المحدد لنظام إصدار و طرح الأوراق المالية.
4. قرار رقم 31 لعام 2008 المحدد لنظام الممارسات السليمة لإدارة الشركات وقواعد حوكمة الشركات المساهمة و التي قُسمت إلى ثمانية فصول حددت فيها قواعد حقوق المساهمين، وحقوق أصحاب المصالح، وقواعد الإفصاح والشفافية، ومسؤوليات مجلس الإدارة، ومهام لجنة التدقيق ومهام المدقق الداخلي، ومهام ومسؤوليات الإدارة التنفيذية، ومفتشو الحسابات.

1 الهيئة العامة لسوق مال سلطنة عمان www.cma.gov.om

2 هيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية www.scfms.sy

5. القرار رقم 489 تاريخ 2009 الصادر عن مجلس النقد و التسليف باعتماد دليل الحوكمة لدى المصارف الإسلامية و المصارف التقليدية.¹

تجد الباحثة أن مفهوم الحوكمة أصبح ضروريا للدول العربية للإسهام في نجاح السوق ونموه الذي يقود عجلة الاقتصاد إلى التطور والنمو، يؤدي إلى نجاح الشركات في أداءها المالي والإداري وتعزيز مبدأ الشفافية لذلك فإن الكثير من الدول العربية عملت على إصدار قوانين تحكم إصدار الأوراق المالية كما تحكم شروط إدراج الشركات على أساس معايير الشفافية والإفصاح، وأن يعمل على حماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح، وتعزيز دور أصحاب المصالح كأحد الإدارات الفاعلة في رقابة الشركات الخاصة.

1-2-2 أسباب الاهتمام بالحوكمة:

ظهرت الحاجة إلى حوكمة الشركات للفصل بين الملكية والإدارة وهو ما تبنته نظرية الوكالة، ولكن الاهتمام الأكثر جاء بعد سلسلة من الفضائح المالية لكبرى الشركات في العالم مثل شركة إنرون. وقد تسبب وجود تلك الانهيارات إلى الاتجاه نحو تفعيل ممارسة الحوكمة في أوائل التسعينات في دول العالم مثل الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وغيرها وتشكيل لجان لدراسة أوضاع الشركات والأسواق المالية لإيجاد معايير للإدارة الرشيدة، وتحسين الأداء، وزيادة الشفافية، وكان من أسباب ظهور حوكمة الشركات:

1. حالات الغش والإفلاس والانهيارات المالية الكبرى.
2. النظريات التي سبقت ظهور الحوكمة.

1-2-2-1 حالات الغش والإفلاس والانهيارات المالية الكبرى:

تعد الأزمات المالية السبب الرئيسي الذي يستوجب إعادة النظر بالقواعد الرقابية المطبقة، وقد سبب انهيار شركة (إنرون) للطاقة وإدانة المكتب المحاسبي (آرثر أندرسون) بتدمير الوثائق والمستندات الخاصة بشركة (إنرون)، وإعلان شركة (زيروكس) الرائدة في مجال أجهزة تصوير المستندات أنها خفضت إيراداتها بحوالي ٦ مليار دولار وذلك بعد قيامها بعملية مراجعة لحساباتها عن السنوات ٢٠٠١ / ١٩٩٧ وأدى اعتراف شركة وورلد كوم بالتحايل لإخفاء نفقات بحوالي ٨,٣ مليار دولار،² الأمر الذي أدى إلى ولادة الكثير من المبادئ الجديدة وصدور قوانين تضبط عمل

¹ مصرف سوريا المركزي www.banquecentrale.gov.sy.

² لطفي علي، 2009 "الازمة المالية العالمية" المؤتمر السنوي الرابع عشر الازمة المالية الاقتصادية العالمية و أثرها على قطاعات الاقتصاد الوطني، جامعة عين شمس، كلية التجارة، ص 7.

الشركات. فأصدرت الولايات المتحدة قانون ساربانز أوكسلي (Sarbanes – Oxley Act) وأجبرت الشركات على الالتزام بتطبيقه ولكن استمرار المخالفات وعدم الالتزام بتطبيق تلك المعايير أدى إلى اضطرابات في الأسواق العالمية نتج عنها حدوث الأزمة الاقتصادية العالمية والتي بدأت في الولايات المتحدة في سبتمبر 2008. ونظراً لأن الاقتصاد الأمريكي يمثل خمس الاقتصاد العالمي وكنتيجة حتمية للعولمة انتقلت الأزمة خلال مدة قصيرة إلى أوروبا والدول النامية والدول العربية¹ حيث انخفضت أسعار البورصات العربية إلى 50% من قيمتها وقدرت الخسائر التي لحقت بدول الخليج حوالي 2.2 تريليون دولار.² اختلفت الأزمة الحالية عن غيرها بأنها أزمة معقدة شملت العديد من القطاعات وانطوت على العديد من الأزمات في الوقت نفسه، أزمة الدولار، أزمة النفط، أزمة الغذاء والأزمة المالية.³ تختلف أسباب الأزمات بشكل مباشر حسب طبيعة كل أزمة ولكن يبقى السبب الرئيس في حدوث الأزمة هونقص الشفافية وعدم دقة المعلومات عن أداء الكثير من الشركات والمؤسسات الاقتصادية وغياب الرقابة المالية الفعالة على أعمالها وتشوه في هياكل الحوكمة أو عدم كفايتها.⁴ لذلك تتبنى الهيئات الدولية إصدار معايير وقواعد الحوكمة التي تعزز الشفافية والرقابة على الأداء وتجنب وقوع الأزمات.

1-2-2-2 نظريات حوكمة الشركات:

1-2-2-2-1 نظرية الوكالة:

يعود ظهوره نظرية الوكالة إلى الأمريكيين (Barl & Means) سنة 1932، الذين لاحظوا أن هناك فصل بين ملكية رأسمال الشركة وعملية الرقابة والإشراف داخل الشركات المسيرة وهذا الفصل له آثاره على مستوى أداء الشركة. ثم عرفها بعد ذلك (Jensen & Meckling) سنة

¹ علي عطيتو سيد، 2009 " دور الدولة في مواجهة الازمة المالية الاقتصادية " المؤتمر السنوي الرابع عشر الازمة المالية الاقتصادية العالمية و اثرها على قطاعات الاقتصاد الوطني، جامعة عين شمس، كلية التجارة، ص1.

² العصيمي عبدالمحسن، 2009 " استراتيجيات التعامل مع الأزمة المالية العالمية " المؤتمر السنوي الرابع عشر الازمة المالية الاقتصادية العالمية و اثرها على قطاعات الاقتصاد الوطني، جامعة عين شمس، كلية التجارة، ص 11-12 .

³ عوض الله عبد السلام صفوت، 2009، "الازمة المالية العالمية و تداعياتها على اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي" المؤتمر العلمي الثالث عشر الجوانب القانونية و الاقتصادية للازمة المالية العالمية ، جامعة المنصورة ، كلية الحقوق، ص 1-5.

⁴ الصوالحة أحمد أيوب، 2009، " الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المحركات، الآثار، الحلول" ملتقى المناهج الحديثة في إدارة الأزمات و الكوارث عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، ص 27-30.

1976 "ونحن نعرف نظرية الوكالة أنها علاقة بموجبها يلجأ شخص (الرئيسي-Principal) صاحب الرأسمال لخدمة شخص آخر (العامل Agent) ليقوم بدله ببعض المهام، هذه المهمة (العلاقة) تستوجب نيابته في السلطة".¹

تقوم نظرية الوكالة على مفهوم العلاقة التي تنشأ بين طرفين الموكل من جهة والوكيل من جهة أخرى، وتتحد العلاقة بين الطرفين بموجب عقد صريح أو ضمني يكلف بموجبه الطرف الموكل الطرف الوكيل بالقيام بأنشطة معينة لصالحه واتخاذ القرارات نيابة عنه.² وقد افترضت نظرية الوكالة على الفرضيات التالية:³

1. إن أطراف الوكالة أصلاء ووكلاء يتمتعون بالرشد نسبياً وإن تصرفاتهم مؤسسة على تعظيم منافعهم الذاتية.

2. إن أهداف الأصيل والوكيل غير متوافقة تماماً وإن هناك قدرًا من التعارض في المنافع بينهما.

3. إنه بالرغم من وجود تعارض في أهداف الوكلاء والأصلاء فإن هناك حاجة مشتركة للطرفين في بقاء العلاقة أو المنشأة قوية في مواجهة المنشآت الأخرى.

4. إن هناك عدم تماثل في هيكل المعلومات لدى كل من الأصيل والوكيل في ما يتعلق بموضوع الوكالة.

5. يترتب على ما سبق ضرورة توافر قدر من اللامركزية للوكيل يمكّنه من اتخاذ بعض القرارات والقيام ببعض التصرفات دون الرجوع للأصيل.

6. إن الأصيل لديه الرغبة في تعميم عقود للوكالة تلزم الوكيل بالسلوك التعاوني الذي يعظم منفعة طرف الوكالة ويحول دون تصرف الوكيل على نحو يضر بمصالح الأصيل.

وحسب افتراضات النظرية فإن الاختلاف بين أهداف الموكل والوكيل يؤدي إلى خلق صراعات منفعة بين الاثنين لتتعداه إلى باقي الأطراف. وقد يعمد المدراء إلى اتخاذ قرارات يسعون من خلالها لوضع استراتيجيات تحفظ لهم حقوقهم وتحقق أهدافهم الشخصية عن طريق استغلال نفوذهم بما يملكون من شبكة من العلاقات مع المدققين والموردين والمحاسبين. إضافة إلى المعلومات التي يتلقونها قبل غيرهم التي تمكنهم من استغلالها بما يفيد مصلحتهم الخاصة. ولمواجهة هذا الانحراف الذي يخل بشروط العقد يلجأ الموكل والمتمثل بالمساهمين إلى إتباع نهج

1 فاتح دبله وبشير عيسى، 2007، "حوكمة الشركات كأداة لضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية وأثرها على مستوى أداء الأسواق" الندوة العلمية الأولى لقسم المحاسبة السوق المالية السعودية، أبها، ص 1-3.

2 مطر محمد/2004، "التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية في مجالات القياس والعرض والإفصاح"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ص 101.

3 درويش عدنان، 2007، "حوكمة الشركات و دور مجلس الإدارة" منشورات اتحاد مصارف العربية ص 65-66.

وأساليب تحافظ لهم على حقوقهم ومصالحهم ورقابة أعمال المدراء عن طريق إنشاء نظام لحوكمة الشركات الذي يعمل على الرقابة والإشراف للأجهزة الداخلية للشركة المتمثلة بمجلس الإدارة والعاملين والرقابة على الأجهزة الخارجية المتمثلة بالرقابة على الأسواق المالية وعمليات التداول وعمل المحللين. إن مركز اهتمام نظرية الوكالة هو سلوك المسير في الشركة، وكيف يمكن أن توفر الآليات والضوابط الضرورية لتحفيزه والحد من الآثار السلبية التي قد تنشأ من كبر حجم سلطته التقديرية أو مجال تدخله، وكيف يمكن جعله يتصرف في المؤسسة كما لو كانت ملكاً له.¹

ويمكن القول بأن آليات الحوكمة وُجدت بهدف الحد أو التقليل من المشاكل التي تنشأ من الفصل بين الملكية والإدارة.

1-2-2-2-2 نظرية أصحاب المصالح:

تركز نظرية الوكالة على الفصل بين الملكية والإدارة، ومن هنا فإن حوكمة الشركات ترتبط بنظم وآليات الرقابة لحماية مصالح المساهمين، ويكمن الهدف الرئيسي للشركة، في زيادة قيمة أصولها، وخلق ثروة للمساهمين. إلا أن هذا المنظور ليس الوحيد، حيث يرى الكثيرون أن الشركة لها مسؤولية تجاه تحسين المجتمع، ويصف هذا المنظور، علاقة الأطراف أصحاب العلاقة المباشرة مع الشركة، أي يقع على عاتق الشركة إقامة علاقة ايجابية مع الأطراف صاحبة المصالح ومن خلال هذه العلاقة يمكن خلق ثروة اقتصادية مستدامة.

إن منظور أصحاب العلاقة يركز على المدراء التنفيذيين الذين هم محور إدارات العلاقات مع كل مجموعة من أصحاب المصالح، وهدف المدراء يكمن في تعظيم الثروة التنظيمية عن طريق الوصول بهذه العلاقات إلى المستوى الأمثل. ويتحقق ذلك بالالتزام الاجتماعي للشركة والعمل بطريق مسؤولة اجتماعيا وبيئيا؛ وذلك عكس نظرية الوكالة التي تعتبر محورها الأساسي هم الملاك حملة الأسهم.²

وقد تناول (Carroll) في دراسته المسؤولية الاجتماعية للشركات وأنه يتوجب على الشركة أن تؤدي عملها بما يتوافق مع المسؤولية الاقتصادية، القانونية، الأخلاقية، والخيرية. وقد شرحها كما يلي³

1. المسؤولية الاقتصادية: وهي المسؤولية الاجتماعية الأولى والأهم حيث تعتبر منظمات الأعمال كيانات اقتصادية تأسست بهدف تزويد المجتمع بالسلع والخدمات لتحقيق الربح ولذلك

1 فاتح دبله و بشير عيسى، 2007، مرجع سابق، ص 3-5.

2 حماد عبد العال طارق/ 2009، مرجع سابق، ص 497 – 502.

3 Carroll Archie B.1991"the Pgramid of coroporate social Responsibility : Toward the Moral Management of Organizational Stake holoders, Busisness Horizons vol.34, No.4 pp39 – 48.

ينحصر دورها الرئيسي في إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها المستهلكون والحصول على أرباح معقولة.

2. المسؤولية القانونية: يتوقع المجتمع أن الشركات لا تدير أعمالها بهدف الحصول على الربح فقط، وإنما يجب عليها الامتثال للقوانين واللوائح الصادرة عن الدول والهيئات الحكومية ولا تخرج عن الإطار القانوني.

3. المسؤولية الأخلاقية: على الرغم من أن المسؤولية الاقتصادية والقانونية تجسد المعايير الأخلاقية إلا أن هذه المسؤولية تتنجم مع الأعراف ومعايير المجتمع، الذي يتوقعها وإن كان لا يطلبها.

4. المسؤولية الخيرية: وتمثل العطاء الذي تقدمه الشركات في سبيل تحقيق رفاهية المجتمع وإن كان بصورة اختيارية إلا أنه مطلوب من قبل الأطراف أصحاب المصالح ومثال على ذلك مساهمة الشركة في التعليم، مشاركة في برامج خاصة تفيد المجتمع.

ترتبط الأطراف الرئيسية صاحبة العلاقة أو يمكن تسميتها الأطراف التعاقدية بالشركة علاقة مباشرة تحكمها العقود، ويعتبر المساهم من الأطراف الهامة ولكنه لا يلغي أهمية بقية الأطراف. تعرّف الحوكمة من هذا المنظور بأنها الآليات التي تضمن تولي المؤسسات مسؤولية توجيه نشاطها بشكل عادل نحو الأطراف صاحبة العلاقة.¹

انتقدت نظرية أصحاب المصالح لأنها اعتبرت نظرية وصفية، تعمل على وصف ما تفعله الشركات وكيف تفعله بناء على مبادئ أخلاقية فلسفية، وتسعى لتعظيم الثروة الاقتصادية المستدامة لكل الأطراف صاحبة المصالح إلى المستوى الأمثل. وتتبع المصلحة المشتركة في الشركة من منظور أن كافة الأطراف - المساهمين، الموظفين، العملاء، والأطراف الأخرى - لهم حقوق ملكية في الشركة.

وهناك الكثير من الشركات التي قد تفشل اجتماعياً ولكنها تنجح كمنشأة أعمال ولكن لا يمكن أن يتم العكس.²

كانت تلك بعض النظريات التي أدت إلى ولادة الحوكمة وقد نتج عنها العديد من المؤتمرات الدولية واللجان التي أصدرت المعايير والقواعد لتنظيم عمل الشركات والأسواق المالية.

¹ حماد عبد العال طارق/ 2009، مرجع سابق ص 499.

² مرجع سابق، ص 507 - 511.

1-2-3 أهم التقارير الدولية لحوكمة الشركات:

1-3-2-1 تقرير كادبوري (Cadbury):

تشكلت لجنة كادبوري عام 1991 من قبل مجلس التقارير المالية وبورصة لندن برئاسة (Adrine Cadbury) وذلك على أثر الفضائح المالية التي هزت الشركات في بريطانيا خلال فترة الثمانينيات من القرن الماضي مما أدى إلى فقدان الثقة بين المساهمين والبنوك من جهة وبين الشركات من جهة أخرى.

أصدرت اللجنة القواعد الأفضل لممارسة الحوكمة من خلال دراسة على الشركات البريطانية. وخلصت إلى صياغة مبادئ وقواعد تنظم عمل المراجعة الداخلية وضرورة توافر نظم الرقابة الداخلية تعمل على قياس وتحديد المخاطر التي تواجهها المنشأة.¹

يركز الدليل على مجموعة من النقاط الأساسية هي (الشفافية، النزاهة، العدالة، المساءلة) حيث:
- تسهم الشفافية في الكشف عن معلومات الشركة والإفصاح عن بياناتها ضمن الحدود التنافسية للشركة والتي تعمل على زيادة الثقة بين إدارة الشركة والأطراف ذات العلاقة وتساعد على زيادة كفاءة السوق.

- أما النزاهة فتعني أن تكون التقارير المالية الصادرة نزيهة تعكس الصورة الصادقة عن أداء الشركة ويعتمد تحقيق النزاهة بالدرجة الأولى على نزاهة الأشخاص مُعدّي التقارير.

- والعدالة تعني معاملة المساهمين معاملة متساوية على نحو عادل دون الانحياز والحفاظ على حقوق مساهمي الأقلية.

- المساءلة تعني مسؤولية مجلس الإدارة أمام حملة المساهمين ويعد كل من مجلس الإدارة والمساهمين مسؤولين عن تحقيق المساءلة فمجلس الإدارة مسؤول عن تزويده بالمعلومات الصحيحة لحملة الأسهم، والمساهمين ويجب أن يبديوا استعدادهم لممارسة مسؤولياتهم كمالك.²
وعلى الرغم من أن التوصيات التي تبناها التقرير غير ملزمة للشركات المسجلة في بورصة لندن إلا أن البورصة تلزم الشركات إن تبين في تقريرها السنوي مدى التزامها بتلك التوصيات مع الإفصاح عن الأسباب الداعية لعدم الامتثال لتلك التوصيات والأحكام.

1-2-3-2 تقري هامبيل (Hample):

تم تشكيل اللجنة في تشرين الثاني عام 1995 برئاسة (Ronnie Hample) وذلك بتمويل من بورصة لندن للأوراق المالية، واتحاد الصناعيين البريطانيين، والاتحاد الوطني لصندوق

¹ حسن مصطفى/ 2007، " القياس و الإفصاح المحاسبي عن مخاطر المنظمات: دراسة تحليلية لتقييم البيئة

المصرية" مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الاسكندرية، العدد 2 المجلد رقم 44، ص 13.

² Cadbury, A, 1992 " Report of the Committee on the Financial Aspect of Corporate Governance " Londo, Gee & Co pp15.

المعاشات، واتحاد العام لشركات التأمين. يتضمن التقرير سبعة فصول رئيسية هي حوكمة الشركات - مبادئ حوكمة الشركات - دور المدراء - مكافآت وتعويضات المدراء - دور المساهمين - المحاسبة والمراجعة - الملخص والتوصيات.¹

هدفت اللجنة إلى دراسة التوصيات التي أصدرتها لجنة كادبوري والتأكيد على أن الهدف الأساسي للتقرير تم تحقيقه.

توصلت اللجنة إلى أن مجلس الإدارة غير مسؤول عن الإقرار بفعالية الرقابة الداخلية ضمن التقارير السنوية، فليس هناك نظام رقابة فعال 100% ضد الخطأ البشري، الأمر الذي يعرض المجلس إلى مسؤولية قانونية. لذلك أوصى المجلس بضرورة اعتراف مجلس الإدارة بنظام الرقابة المالية الداخلية إلا أن ذلك يشمل تأكيداً معقولاً فقط ضد الانحرافات والخسائر الجوهرية، مع توضيح الإجراءات الأساسية المتوفرة للرقابة المالية الفعالة.² وقد تم تعديل ميثاق كادبوري فيما يخص الرقابة الداخلية لتكون ((على أعضاء المجلس أن يشمل تقريرهم الرقابة الداخلية للشركة)) دون وجود كلمة فاعلية.

وقد رأت اللجنة أن تطبيق حوكمة الشركات ليست مجرد تطبيق قوانين قاسية وسريعة، وإنما على إدارة الشركات أن تطبق هذه المبادئ بمرونة وحسن تقدير للظروف التي تمر بها كل شركة بنفسها.

1-2-3-3 قانون ساربانز أوكسلي (Sarbanes - Oxley Act):

صدر تقرير أوكسي بعد حالة الإفلاس التي أصابت شركة إنرون والتي عُدت في فترتها أكبر حالة إفلاس في تاريخ الولايات المتحدة الأمريكية، وقد تم توقيع القانون بتاريخ 30 تموز 2002 وطُبق أحكامه على الشركات العامة ومنشآت المحاسبة العامة التي تقوم بمراجعتها.³ هدف القانون إلى⁴:

- إعادة النظر في معايير حوكمة الشركات.
- إضافة متطلبات جديدة للإفصاح.
- الكشف عن جرائم الغش والتلاعب.
- خلق مجلس إشراف على المراجع.
- زيادة العقوبات الجنائية على الانتهاكات الجوهرية لقانون الأوراق المالية.

هناك بنود ومتطلبات رئيسية للقانون ويمكن تلخيصها كما يلي:¹

1 Hampel Report, 1998, " Committee in Corporate Governance", London: Gee pp5.

² حماد عبد العال طارق/ 2007، مرجع سابق، ص 19.

³ لطفي السيد أحمد أمين/ 2007 "المراجعة و خدمات التأكد" الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، ص 96.

⁴ مرجع سابق ص 116-117.

1. تشكيل مجلس الإشراف المحاسبي للإشراف على المراجعة العامة للشركات وتبني معايير الرقابة على جودة المعايير الأخلاقية عند إعداد تقارير المراجعة للشركة.
 2. تحقيق استقلالية المراجع، وحظر المنشآت المحاسبية بتوفير الخدمات بخلاف المراجعة بالتزامن مع خدمة المراجعة مثل خدمات التقييم وتقديم خدمات قانونية ومسك الدفاتر وغيرها من الخدمات يقوم المجلس بتحديدتها.
 3. يجب على منشآت المحاسبة إعداد تقرير إلى لجنة المراجعة للشركة المصدرة عن الطرق والسياسيات المرتبطة بعمل المراجعة.
 4. مسؤولية الشركة : وتقع مسؤولية الشركة على صحة إعداد التقارير المالية والتي يجب أن يصادق عليها كل من المدير المالي والمدير التنفيذي. وتشكيل لجان مراجعة تتسم بالاستقلالية والخبرة والقدرة على الرقابة وأحد أعضائها خبير مالي وتكون مسؤولة عن التعيين والمكافأة والإشراف على عمل المراجعة.
 5. يتم الإفصاح الكامل عن البنود خارج الميزانية والإفصاح عن المعاملات المرتبطة بالإدارة والمساهمين الرئيسيين.
 6. يجب على الشركات إصدار تقريرها عن الرقابة الداخلية والذي يتضمن الإفصاح عن مسؤولية الإدارة عن وضع الرقابة الداخلية والإطار المستخدم لتقييم فعاليتها.
 7. يجب على البورصة أن تتبنى قواعد لدراسة تعارض المصالح التي قد تنشأ من وصايا ونصائح المحللين الماليين بأوراق مالية ما.
 8. يمنع منح القروض من الأموال العامة للشركة إلى المدراء التنفيذيين إلا فيما يتعلق بالقروض المنزلية.
- كما تتضمن القانون بنود أخرى لتمويل (SEC) ومساعدتها على التوسع من أجل رفع قدرتها على أداء عملها وإجراء التحقيقات اللازمة، كما وضع القانون الجديد تعريفاً جديداً للغش والمسؤوليات والعقوبات.
- نجد أن القانون تناول العديد من القضايا مثل المراجعة ومجالس الإدارة، وسلوك المديرين التنفيذيين والمحللين و(SEC)، وقد لاقى القانون عدم الرضا وخاصة في ما يخص المدراء التنفيذيين وكبار المساهمين. ويرى الدارسون القانونيون أن القانون جاء إما في غير موضعه أو جاء متكرراً مع القوانين الحالية.² وقد رأى (Colley) أن الضعف في القانون أنه لم يضمن

¹ sarbanesoxley act, 2002,

:fl1.findlaw.com/news.findlaw.com/cnn/docs/gwbush/sarbanesoxley072302.pdf

² كيم كينيث و اخرون/ 2010 " حوكمة الشركة الاطراف الراصدة و المشاركة " دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، ص 165.

الأخلاقية ولا المنافسة بين الشركات وإن تطبيق هذه القوانين بما فيها القيود على الشركات والمسؤوليات الشخصية سوف تحد من أداء الشركات وتزيد من العقوبات المفروضة على الشركات والتي بدورها تُبعد الأشخاص من ذوي الخبرة والكفاءة باستلام مناصب في المجالس الإدارية للشركات.¹

1-2-3-4 تقرير داي (Dey):

تشكلت اللجنة عام 1993 برئاسة (Peter Dey) بتوجيه من المعهد الكندي للمحاسبين القانونيين وبورصة تورنتو للأوراق المالية، وتم نشر التقرير سنة 1994 وعُدل في 2001. هدفت اللجنة إلى تقييم ممارسات حوكمة الشركات في الشركات الكندية وأصدرت اللجنة أربع عشرة توصية تناولت مسؤوليات مجلس الإدارة وتكوينها، والمكافآت والتعويضات، ولجان المراجعة ومسؤوليات الرقابة الداخلية والإبلاغ في حال تقصير الإدارة عن أداء مهامها.² وقد ركّز التقرير على وضع إطار لحوكمة الشركات في كندا بالإضافة إلى بناء أسس الحوكمة الجيد وخاصة في تعزيز الإجراءات التي يمكن اتخاذها لتقوية سلطات مجلس الإدارة وإيجاد أسلوب تعاون مشترك مع المدراء التنفيذيين لتحقيق أهداف الشركة، وإضافة قيمة لأصول الشركة. وهنا يأتي دور مجلس الإدارة في اختيار المدراء التنفيذيين من ذوي الخبرة والكفاءة الجيدة القادرين في مشاركة الإدارة في التخطيط الاستراتيجي وإدارة المخاطر.³ كما أكد التقرير على ضرورة تواجد الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة بما لا يقل عن 50% من أعضاء المجلس. وقد وجدت دراسة (Bhabra, Prevost, Panasian) أن التزام الشركات بالتوصيات كان لها أثر في رفع أداء الشركات وزيادة فعالية الرقابة وخاصة التي تعاني من مشكلة الوكالة.⁴

¹ Colley.J.L elt, OP . Cit.O, p 84 - 85

² Panasian.C. and, Prevost .A.K. and , Bhabra .H.S," Board Composition and Firm Performance: The Case of the Dey Report and Publicly Listed Canadian Firms"Financial Review, forthcoming,pp1-10.

³ حماد عبد العال طارق/ 2007، مرجع سابق، ص 23 - 24.

⁴ Panasian.C. and, Prevost .A.K. and , Bhabra .H.S OP . Cit.O, P 25- 28.

المبحث الثالث

مبادئ حوكمة الشركات

تعتبر حوكمة الشركات من الآليات الهامة التي حظيت باهتمام العديد من المنظمات الدولية نظراً لدورها في تجنب الشركات من الإفلاس والتعثر المالي ولتعزيز القيمة السوقية للشركة ونموها على الصعيد الدولي والمحلي.¹

ليس هنالك قواعد موحدة لحوكمة الشركات يمكن تطبيقها في جميع الدول ولنحصل بتطبيقها على نفس النتائج بل هناك مبادئ عامة أصدرتها الهيئات الدولية المتخصصة مثل بنك التسويات الدولية (BIS) ممثلاً في لجنة (بازل) ومؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وهذه المبادئ تساعد الدول على تكوين الإطار القانوني والتنظيمي الخاص بها لحوكمة الشركات.²

ويمكن تعريف مبادئ حوكمة الشركات بأنها " مجموعة من الأسس والممارسات التي تطبق صفة خاصة على الشركات المملوكة لقاعدة عريضة من المستثمرين، وتتضمن الحقوق والواجبات لكافة المتعاملين مع الشركة مثل مجلس الإدارة، والمساهمين، والدائنين، والبنوك، والموردين، وتظهر من خلال النظم واللوائح الداخلية المطبقة بالشركة والتي تحكم باتخاذ قرار قد يؤثر على مصلحة الشركة أو المساهمين بها".³

1-3-1 معايير لجنة بازل للرقابة المصرفية:

تلعب الحوكمة دوراً هاماً في مراقبة أداء الجهاز المصرفي من أعضاء مجلس الإدارة وحماية حقوق المساهمين والمودعين.⁴ قامت لجنة (بازل) بإصدار دليلها للحوكمة في المؤسسات المالية. وفي عام 2006 قامت اللجنة بإعادة صياغة المبادئ لتراعي الطبيعة الخاصة للمؤسسات المصرفية. وقد ركزت هذه المبادئ على أهمية مجلس الإدارة والإدارة العليا ومسؤولياتهم في إدارة الجهاز المصرفي وأكدت على استقلالية مراجعي الحسابات والرقابة الداخلية، وضرورة تحقيق الشفافية ووضع نظام مساءلة لتنفيذ أهداف المصرف ويمكن عرض تلك المبادئ كما يلي⁵ :

¹ العشماوي محمد عبد الفتاح، 2007، مرجع سابق، ص 4.

² مرجع سابق ص 18 - 19.

³ شحاته السيد وعلي نصر عبد الوهاب/ 2007، مرجع سابق ص 77.

⁴ رزق عادل، 2008، مرجع سابق، ص 26.

⁵ Basel Committee on Banking Supervision 2006 " Enhancing corporate governance for banking organization" www.bis.org , pp1-30.

1. صفات مجلس الإدارة ومسؤولياتهم: مجلس الإدارة هو المسؤول في النهاية عن العمليات والسلامة المالية للبنك، ويجب اختيار مجلس إدارة مؤهل له القدرة على الحكم الصحيح على شؤون المصرف.
2. مسؤوليات مجلس الإدارة: ينبغي على مجلس الإدارة الموافقة والإشراف على تنفيذ الأهداف الإستراتيجية للبنك ومراقبة أداء الإدارة التنفيذية.
3. مسؤوليات الإدارة العليا والمساءلة: على مجلس الإدارة وضع أطر واضحة للسلطات والمسؤوليات الواقعة عليهم وأسس المحاسبة لأنفسهم والعاملين في البنك.
4. سياسة الإدارة العليا والإدارة التنفيذية: يقع على عاتق مجلس الإدارة العليا الإشراف والرقابة على عمل الإدارة التنفيذية بما يتفق مع السياسات والإجراءات التي يحددها المجلس.
5. استقلالية الرقابة الداخلية ومراجعو الحسابات: يجب ضمان استقلالية مراجعي الحسابات والإقرار بأهمية الرقابة الداخلية والخارجية لتحقيق سلامة البنك على الأجل الطويل.
6. الأجر والمكافآت: يجب على مجلس الإدارة التأكد من سياسة الأجر والمكافآت تتناسب مع ثقافة البنك وأهدافه الإستراتيجية على الأجل الطويل.
7. الشفافية: تعد الشفافية ضرورية جداً لإدارة البنك السليمة ويجب على المساهمين وأصحاب المصالح الحصول على معلومات كافية تمكنهم من مراقبة أداء البنك.

1-3-2 معايير مؤسسة التمويل الدولية:

- وضعت مؤسسة التمويل عام 2003 التابعة للبنك الدولي معايير عامة لدعم الحوكمة في المؤسسات الاقتصادية وذلك كما يلي:¹
- الممارسات المقبولة للحكم الجيد
 - خطوات إضافية لضمان الحكم الجيد
 - الإسهامات الأساسية لتحسين الحكم الجيد محلياً

1-3-3 مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية:

- كان لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) دوراً بارزاً في إرساء مجموعة من القواعد والمبادئ والإرشادات لمنظمات الأعمال والوثائق الاقتصادية حول حوكمة الشركات وقد غطت هذه المبادئ العديد من الجوانب المالية والإدارية.

¹ أحمد السيد ابراهيم/ 2010، مرجع سابق، ص 167.

تم وضع مبادئ حوكمة الشركات استجابة لدعوة مجلس المنظمة في 28 نيسان 1998 للقيام جنباً إلى جنب مع الحكومات والمؤسسات الدولية ذات الصلة والقطاع الخاص، ووضع مجموعة من القواعد والمعايير الإرشادية لحوكمة الشركات، ومنذ عام 1999 تم صدور مبادئ حوكمة الشركات لتكون أساساً تعتمد عليه الدول والمؤسسات لوضع نظام حوكمة خاص بها. وفي عام 2002 قام المجلس بتطوير هذه المبادئ بالتعاون مع ممثلين من البنك الدولي، بنك التسويات (BIS)، صندوق النقد الدولي كمرقبين في المجموعة، منتدى الاستقرار المالي (Financial Stability Forum) ولجنة (بازل) من أجل التقييم، والمنظمة الدولية للجان الأوراق المالية (IOSCO) كمرقبين مؤقتين، وتم وضع مبادئ للحوكمة عام 2004 تتناسب ليس فقط ضمن دول المنظمة وإنما تتعداها للدول غير الأعضاء ولتكون عوناً لهم من أجل تحسين الإطار القانوني والمؤسسي والتنظيمي الخاص بحوكمة الشركات في دولهم.

رَكَزَت المبادئ على مشاكل الحوكمة التي تنشأ من فصل بين الملكية والإدارة، والعلاقات مابين المساهمين والإداريين والعاملين، إضافة للاهتمامات البيئية والأخلاقية وفيما يلي مبادئ حوكمة الشركات التي أصدرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية عام 2004¹.

المبدأ الأول : ضمان وجود إطار فعال لحوكمة الشركات:

يجب على إطار حوكمة الشركات أن يشجع الشفافية وكفاءة الأسواق المالية، وأن يكون متوافقاً مع القوانين ويحدد بوضوح توزيع المهام والمسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية. ويندرج تحت هذا المبدأ البنود التالية:

- ❖ تطوير هيكل إطار الحوكمة بهدف أن يكون ذا تأثير على الأداء الاقتصادي، وعلى نزاهة الأسواق، وعلى الحوافز التي يخلقها للمشاركين في السوق، وتشجيع قيام أسواق تتميز بالشفافية.
- ❖ يجب أن تتوافق المتطلبات القانونية والتنظيمية التي تؤثر في ممارسات حوكمة الشركات في نطاق تشريعي ما، مع القانون، وأن تكون ذات شفافية، وقابلة للتنفيذ.
- ❖ يجب أن يكون توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات في نطاق تشريع ما، محددة بشكل واضح.
- ❖ يجب أن تكون لدى الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية المسؤولة عن تنفيذ القانون، تنفيذ السلطة، وقدرة على النزاهة، والموارد لأداء مهامها بشكل صحيح وبأسلوب يتمتع بالشفافية وأن تصدر قراراتها في الوقت المناسب.

¹ The Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD), Principles of Corporate government, 2004, www. Oecd. Org, PP17 – 25.

المبدأ الثاني : حقوق المساهمين والوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية:
يجب أن يوفر إطار حوكمة الشركات الحماية للمساهمين وأن يسهل ممارسة حقوقهم.
وتتضمن:

❖ المبادئ الأساسية:

- ضمان أساليب تسجيل الملكية.
 - نقل أو تحويل الأسهم.
 - الحصول على المعلومات المادية ذات الصلة بالشركة وفي الوقت المناسب.
 - المشاركة في التصويت.
 - انتخاب وعزل أعضاء مجلس الإدارة.
 - الحصول على نصيب من أرباح الشركة.
- ❖ الحصول على المعلومات التي تخص القرارات الجوهرية في الشركة مثل تعديل نظام، إصدار أسهم إضافية.
- ❖ المشاركة الفعالة في التصويت وإعلام المساهمين بالقواعد التي تحكم اجتماعات الجمعية العمومية بما فيها التصويت.
- ❖ يجب الإفصاح عن الهياكل الرأسمالية التي تمكن بعض المساهمين من الحصول على درجة من السيطرة لا تتناسب مع ملكيتهم من الأسهم.
- ❖ يجب على الأسواق التأكد من عمل الشركات بشفافية وكفاءة.
- ❖ يجب تسهيل ممارسة المساهمين لحقوقهم وكذلك المستثمرون المؤسسون.

المبدأ الثالث: المعاملة المتساوية للمساهمين:

يجب على إطار حوكمة الشركات أن يضمن المعاملة المتساوية لكافة المساهمين، وكذلك مساهمو الأقلية والمساهمون الأجانب، وأن تتاح الفرصة لكافة المساهمين للحصول على تعويض فعال عند انتهاك حقوقهم. وذلك من خلال مايلي:

- ❖ يجب معاملة كافة المساهمين من نفس الطبقة معاملة متساوية وتتم وفق مايلي:
 - يجب على كافة المساهمين الحصول على المعلومات المتعلقة بكافة السلاسل وطبقات الأسهم قبل أن يقوموا بالشراء، وأي تغيير في حقوق التصويت يجب أن تكون خاضعة لموافقة طبقة الأسهم التي تتأثر سلباً بنتيجة التغيير.
 - يجب توفير الحماية لمساهمي الأقلية من الإساءة أو الاستغلال التي يتم إجراؤها لمصلحة المساهمين أصحاب النسب الحاكمة.
 - إلغاء جميع العوائق التي تعرقل عملية التصويت عبر الحدود.

- يجب أن تسمح العمليات والإجراءات الخاصة باجتماع الجمعية العامة لكافة المساهمين بأن يحصلوا على معاملة متساوية.
- ❖ يجب منع التداول بين الداخليين ومنع التداول الصوري والشخصي.
- ❖ يجب على أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين الرئيسيين بالشركة أن يفصحوا لمجلس الإدارة عما إذا كانت لديهم سواء بشكل مباشر، أو غير مباشر، أم بالنيابة عن طرف ثالث أي مصلحة مادية في أي عملية أو موضوع يمس الشركة بطريق مباشر.

المبدأ الرابع : دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات:

يجب على إطار حوكمة الشركات أن يعترف بحقوق أصحاب المصالح التي ينشئها القانون، أو تنشأ نتيجة الاتفاقيات المتبادلة، وأن تعمل على تشجيع التعاون النشط بين الشركات وأصحاب المصالح في خلق الثروة، وتأمين فرص العمل، والتأكيد على استدامة المنشآت مالياً. ويندرج تحت هذا المبدأ:

- ❖ احترام حقوق أصحاب المصالح التي ينشئها القانون أو تكون نتيجة لاتفاقيات متبادلة.
- ❖ يجب أن تكون لأصحاب المصلحة فرصة الحصول على تعويض فعال مقابل انتهاك حقوقهم.
- ❖ يجب وضع آليات تطور مشاركة العاملين من أجل تحسين الأداء.
- ❖ السماح لأصحاب المصالح الحصول على المعلومات ذات الصلة، وبالقدر الكافي، والتي يمكن الاعتماد عليها في الوقت المناسب.
- ❖ السماح لأصحاب المصالح من الاتصال بمجلس الإدارة للإعراب عن اهتمامهم ومخاوفهم بشأن الممارسات غير القانونية أو غير الأخلاقية.
- ❖ وجود إطار فعال وكفء للإعسار، وإطار فعال آخر لتنفيذ حقوق الدائنين.

المبدأ الخامس : الإفصاح والشفافية:

على إطار حوكمة الشركات أن يضمن الإفصاح السليم وفي الوقت المناسب عن كافة المعلومات الهامة والمتعلقة بالشركة بما في ذلك المركز المالي، والأداء، وحقوق الملكية، وحوكمة الشركات. ويندرج تحت هذا المبدأ:

- ❖ ينبغي أن يشمل الإفصاح ، دون أن يقتصر، على المعلومات الأساسية المتصلة بما يلي:

- النتائج المالية والتشغيلية للشركة.
- أهداف الشركة.
- ملكية الأغلبية وحقوق التصويت.
- أعضاء مجالس الإدارة، وكبار المديرين، ومرتباتهم وحوافزهم.

- عوامل المخاطرة الملموسة في الأجل المنظور.
 - المسائل الأساسية المتصلة بالعاملين وغيرهم من أصحاب المصالح.
 - هيكل وسياسات ممارسات حوكمة الشركات.
- ❖ ينبغي إعداد المعلومات، ومراجعتها، والإفصاح عنها وفقاً لأعلى المعايير المحاسبية والمالية وغير المالية للإفصاح والمراجعة.
- ❖ ينبغي إجراء المراجعة السنوية بواسطة مراقب حسابات مستقل لكي يتحقق وجود تأكيد خارجي وموضوعي بشأن الأسلوب المستخدم في إعداد وتقديم القوائم المالية.
- ❖ يجب أن تتيح قنوات نقل المعلومات إمكانية وصول مستخدمي تلك المعلومات إليها بصورة تتسم بالعدالة، وسلامة التوقيت، وفعالية التكاليف، فقنوات نقل المعلومات لها من الأهمية ما يوازي أهمية محتوى المعلومات ذاته.
- المبدأ السادس : مسؤوليات مجلس الإدارة:**
- يجب أن يضمن إطار حوكمة الشركات التوجيه والإرشاد الاستراتيجي للشركة، والرقابة الفعالة لمجلس الإدارة، ومحاسبة مجلس الإدارة عن مسؤوليتهم أمام الشركة والمساهمين. وفقاً لما يلي:
- ❖ العمل بحسن نية، ورعاية مصلحة الشركة والمساهمين.
 - ❖ معاملة المساهمين معاملة متساوية.
 - ❖ الالتزام بالمعايير الأخلاقية والقانونية، ورعاية مصالح، وحقوق أصحاب المصالح.
 - ❖ القيام بالمهام الرئيسية التالية:
- وضع إستراتيجية الشركة، وسياسة المخاطر، والموازنات التقديرية، وخطط العمل السنوية، والأهداف، ومراقبة التنفيذ، والإشراف على المصروفات الرأسمالية الرئيسية، وعمليات الاستحواذ، وتصفية الاستثمارات.
 - المتابعة والإشراف على فعالية ممارسة حوكمة الشركة، وإجراء التعديلات عند الحاجة.
 - اختيار، وتحديد المكافآت والرواتب، بحيث تكون متناسبة بين المدراء التنفيذيين، وأعضاء مجلس الإدارة، ومصالح الشركة والمساهمين، والإشراف على كبار التنفيذيين بالشركة، واستبدالهم عند الضرورة.
 - توفير الشفافية في عملية ترشيح وانتخاب مجلس الإدارة.
 - الرقابة على تعارض مصالح إدارة الشركة، وأعضاء مجلس الإدارة، والمساهمين، بما في ذلك سوء استخدام أصول الشركة.

- توفير نزاهة وسلامة التقارير المالية وحسابات الشركة، ونظم إعداد قوائمها المالية بما في ذلك المراجعة المستقلة، ووجود نظام رقابة، والالتزام بالقانون والمعايير ذات الصلة.
 - الإشراف على عمليات الإفصاح ووسائل الاتصال.
 - ❖ الحكم بموضوعية واستقلالية على شؤون الشركة كما يلي:
 - تكليف عدد من أعضاء مجلس الإدارة من غير موظفي الشركة ذوي القدرة على ممارسة الحكم المستقل، للقيام بالمهام التي يحتمل وجود تعارض في المصالح بها.
 - الإفصاح عن لجان مجلس الإدارة، صلاحياتها، وإجراءات عملها.
 - على مجلس الإدارة تكريس أنفسهم للالتزام بمسؤولياتهم بطريقة فعالة.
 - ❖ سهولة الحصول على المعلومات الدقيقة، وذات الصلة وفي الوقت المناسب لإتمام مهامهم على أكمل وجه.
- تُعد مبادئ الحوكمة عوناً للشركات والهيئات والدول عامة لتوفير إرشادات ومقترحات على تشكيل إطار مناسب وفعال لحوكمة الشركات يعمل على زيادة التطور الاقتصادي وتنمية الأسواق ورفع مستوى الأداء ومعرفة كل طرف من الأطراف المؤثرين في عملية الحوكمة واجباته ومسؤولياته وسلطاته وطبيعته علاقتهم مع باقي الأطراف، ولكن الأهم هو مدى التزام الشركات بتطبيق تلك المبادئ والأنظمة ووضع نظام للحوكمة يتفق مع طبيعة الشركة ونظامها وظروفها الاقتصادية المحيطة بحيث تستطيع الشركات الالتزام بها والعمل على تطبيقها.
- ولكن لا يمكن الجزم بأن المبادئ التي أصدرتها الهيئات والمنظمات الدولية استطاعت أن تحمي المستثمر من الفساد الإداري كاملة وتُبعد الحكومات عن الأزمات المالية ومن أوجه الضعف في المبادئ التي طرحتها المنظمات الدولية هو أن القواعد لا تطبق على كافة الشركات بدرجة متساوية، فالإرشادات غالباً ما تُطبق على الشركات المقيدة في البورصة ولكنها لا تُطبق على الشركات المملوكة عائلياً التي تسيطر على اقتصاديات الدول النامية خاصة.¹

¹ سوليفيان جون وآخرون، 2003، مرجع سابق، ص 6.

المبحث الرابع

عرض لتجربة تطور حوكمة الشركات في السعودية

تلعب هيئة السوق المالي الدور الرقابي والإشرافي في حين يقوم سوق المال بالدور التنفيذي. وهما (السوق والهيئة) يستطيعان أن يقيا المستثمر من كثير من المخاطر. إن عدم ممارسة الهيئة لدورها بالشكل الكامل يؤدي إلى حدوث الانهيارات كالانهيارات الناتجة عن النقص في السيولة وتجمد حركة البيع والشراء، الأمر الذي يؤدي إلى هبوط الأسعار. لذلك ينبغي أن تخضع البورصات للرقابة الدائمة من الهيئات الرقابية. وهو ما أخذت به السلطات السعودية بعد أن تعرضت البورصات السعودية لهزات عنيفة بسبب المضاربة.¹

1-4-1 مفهوم الحوكمة الصادرة عن هيئة السوق المالي السعودية:

عرفت لائحة الحوكمة الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالي الحوكمة بأنها ((مجموعة من القواعد والمعايير المنظمة لإدارة الشركات المساهمة المدرجة في السوق المالي، من أجل ضمان الالتزام بأفضل الممارسات التي تكفل حماية حقوق المساهمين، وحقوق أصحاب المصالح.)) واعتبرت اللائحة استرشادية لجميع الشركات المدرجة في السوق المالي ما لم ينص قرار من مجلس الهيئة عن إلزامية الالتزام بها.

1-4-2 نشأة الحوكمة في السعودية:

عملت السعودية على إصدار العديد من القوانين لتنظيم عمل الأسواق المالية وفرض الرقابة على الشركات قبل صدور لائحة الحوكمة ويمكن تلخيصها كما يلي:

1. القرار الوزاري رقم 903 بتاريخ 1414/8/12 هـ الموافق في 1994/1/23 م القاضي بتشكيل لجان مراجعة في الشركات المساهمة والذي تم تعديله عام 2004 ليتناسب مع ظروف عمل الشركات.

2. قرار وزاري رقم (2217) وتاريخ 1423/11/1 هـ الموافق في 2003/1/3 م بشأن الرقابة الداخلية في الشركات المساهمة والذي أكد على ضرورة تعزيز دور الرقابة الداخلية في الشركات المساهمة، وتوعية المساهمين بالدور الملحق عليهم لمراقبة أداء هذه الشركات وتحقيق أهدافها. والتأكيد على كفاية المعلومات التي تتضمنها القوائم المالية والحسابات الختامية الصادرة عن

¹ القاضي حسين و نده مالك كنان، 2008، مرجع سابق، ص 15.

الشركات وذلك لتمكين المستثمرين من تقييم أداء الشركات والوصول إلى آراء صائبة عن أداء تلك الشركات، واتخاذ القرارات المناسبة لحماية استثماراتهم.

3. تأسيس هيئة سوق المال بالمملكة العربية السعودية بموجب " نظام السوق المالية " الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 1424/6/2 هـ الموافق 2003/7/31 م. ويعتبر عام 2004م العام الفعلي لبدء مهام الهيئة وذلك عندما تم تشكيل مجلس هيئة السوق المالية.

4. صدور لائحة سلوكيات السوق بموجب قرار رقم 1-11-2004 تاريخ 1425/8/20 والموافق 2004/10/4 عن مجلس هيئة سوق المال، والذي تتضمن أحكام التداول على المعلومات الداخلية ومنع التصرفات أو الممارسات التي تنطوي على الغش والتلاعب، وأحكام منع الإشاعات والترويج لبيانات غير صحيحة والمسؤوليات المترتبة على الأضرار التي تلحق بذلك.

5. صدور عن مجلس هيئة سوق المال قواعد التسجيل والإدراج بموجب قرار رقم 3-11-2004 بتاريخ 2004/8/20 الموافق بتاريخ 2004/10/4 تتضمن شروط الإدراج في السوق المالي وقواعد الإفصاح وواجبات أعضاء مجلس الإدارة وتعويضات ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة وكبار التنفيذيين وحقوق حاملي الأسهم.

أصدرت هيئة سوق المال بالمملكة العربية السعودية مشروع لائحة حوكمة الشركات بتاريخ 2006/7/1 ثم صدر قرار مجلس هيئة السوق المالية بتاريخ 1427/10/21 هـ، الموافق 2006/11/12 بإنفاذ اللائحة بشكلها النهائي، وتم إصدار تعديلات على اللائحة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم 1-1-2009 تاريخ 2009-1-5. وذلك بهدف مواكبة التطورات الاقتصادية وتطوير الأسواق المالية وجذب الاستثمارات الأجنبية إليها.

1-4-3 قواعد لائحة حوكمة الشركات السعودية:

تبين هذه اللائحة القواعد والمعايير المنظمة لإدارة الشركات المساهمة المدرجة في السوق، من أجل ضمان الالتزام بأفضل ممارسات الحوكمة التي تكفل حماية حقوق المساهمين وحقوق أصحاب المصالح. وتعد اللائحة استرشادية لجميع الشركات المدرجة في السوق المالية ما لم ينص نظام أو لائحة أخرى أو قرار مجلس الهيئة على إلزامية بعض ما ورد فيها من أحكام.

وبالمقارنة مع مبادئ حوكمة الشركات الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية نجد التوافق فيما يلي:

أولاً : وجود إطار فعال لحوكمة الشركات:

احتوت اللائحة على ضرورة وضع نظام حوكمة للشركة والإشراف العام عليه ومراقبة مدى فعاليته وتعديله عند الحاجة، والتأكيد على عضو مجلس الإدارة باعتبار نفسه ممثلاً لجميع المساهمين وملتزماً بالقيام بما يحقق مصالح الشركة عموماً وليس ما يحقق مصالح المجموعة التي يمثلها أو التي قامت بالتصويت على تعيينه في مجلس الإدارة.

ثانياً: حقوق المساهمين

وقد ألزمت اللائحة الشركات أن يتضمن النظام الأساسي للشركة ولوائحها الداخلية الإجراءات والاحتياجات اللازمة لضمان ممارسة جميع المساهمين لحقوقهم النظامية والتي تتضمن الحقوق العامة وبوجه خاص:

- ❖ الحصول على الأرباح عند التوزيع والحصول على الموجودات عند التصفية.
- ❖ حضور الاجتماعات واشتراك الأعضاء في مداواتها والتصويت على قراراتها، ويتم إتباع أسلوب التصويت التراكمي لاختيار أعضاء مجلس الإدارة والتي تقوم على مبدأ منح كل مساهم عدد الأصوات التي يملكها.
- ❖ مراقبة أعمال الإدارة ورفع دعوى قضائية على أعضاء مجلس الإدارة.
- ❖ الحصول على المعلومات اللازمة.

ثالثاً: الإفصاح والشفافية:

وقد ألزمت اللائحة الشركات بوضع سياسات الإفصاح وأنظمتها الإشرافية والتي يجب أن تتضمن ضرورة إفصاح تقرير مجلس الإدارة عن أسماء الشركات التي يكون عضو مجلس إدارة الشركة عضواً في مجالس إدارتها وضرورة تصنيف أعضاء مجلس الإدارة من حيث كونهم تنفيذيين أو غير تنفيذيين أو مستقلين، بل وألزمت على أن يكون أغلبية مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين، وكذلك ضرورة تفصيل المكافآت والتعويضات المدفوعة لأعضاء مجلس الإدارة ولخمسة من كبار التنفيذيين ممن تلقوا أعلى المكافآت والتعويضات من الشركة يضاف إليهم الرئيس التنفيذي والمدير المالي إن لم يكونا من ضمنهم، والإفصاح عن أي جزاء أو قيد احتياطي يقع على الشركة، كما يلزم الإفصاح عن نتائج المراجعة السنوية لفاعلية إجراءات الرقابة الداخلية بالشركة.

وبين الجدول التالي عدد الشركات المدرجة في السوق المالية التي التزمت الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة والتي لم تلتزم بحسب متطلبات لائحة حوكمة الشركات في عامي 2009 م و 2008م، وأهم نتائجه:

الجدول رقم (3)

الشركات المدرجة في السوق المالية التي التزمت الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة والتي لم تلتزم بحسب متطلبات لائحة حوكمة الشركات في عامي 2009 و2008

2008		2009		العنصر
النسبة	العدد	النسبة	العدد	
88%	84	95%	112	الشركات التي التزمت الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة بحسب متطلبات "لائحة حوكمة الشركات" عن العام السابق
12%	11	5%	6	الشركات التي لم تلتزم الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة بحسب متطلبات "لائحة حوكمة الشركات" عن العام السابق
100%	95	100%	118	المجموع

المصدر: تقرير السنوي لهيئة السوق المالية السعودية

من الجدول نجد:

- ارتفع عدد الشركات التي التزمت الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة عن العام السابق بحسب متطلبات لائحة حوكمة الشركات في عام 2009 إلى (112) شركة بنسبة 95 % مقارنة بالتزام 84 شركة في عام 2008 م بنسبة 88 %.
- لم تلتزم 6 شركات بالإفصاح في تقرير مجلس الإدارة عن العام السابق بحسب متطلبات لائحة حوكمة الشركات في عام 2009 م، مقارنةً ب(11) شركة في عام 2008 م.

رابعاً: دور مجلس الإدارة:

حددت اللائحة الواجبات الأساسية لمجلس الإدارة تتضمن وضع الاستراتيجيات والأهداف الرئيسية للشركة، وتحديد الهيكل الرأسمالي الأمثل وإقرار الميزانيات السنوية والإشراف على النفقات الرأسمالية ومراقبة الأداء وتنفيذ الأهداف.

كما حددت ضرورة وضع ضوابط الرقابة الداخلية والإشراف عليها بحيث لا تتعارض المصالح، ومعالجة التعارض المحتمل بين أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية والمساهمين.

وكذلك يقع ضمن مهام مجلس الإدارة وصف اختصاصات لجان مجلس الإدارة الرئيسية مثل لجنة المراجعة ولجنة الترشيحات والمكافآت مع ذكر أسماء هذه اللجان ورؤسائها وأعضائها وعدد اجتماعاتها. وقد حددت اللائحة أن عدد أعضاء المجلس يحددها النظام بحيث لا يقل عن ثلاثة ولا يزيد عن أحد عشر.

خامساً: دور أصحاب المصالح:

حددت اللائحة السياسات العامة التي تنظم العلاقة مع أصحاب العلاقة من أجل حمايتهم وحفظ حقوقهم وعلى المجلس الالتزام بتلك السياسات وإدراجها ضمن نظام لائحة الشركات في الشركة بحيث تعطي آليات تعويض أصحاب المصالح في حال انتهاك حقوقهم وتسوية الشكاوي والخلافات التي تنشأ بينهم وبين الشركة وتحديد قواعد السلوك المهني للمديرين والعاملين في الشركة بحيث تتوافق مع المعايير المهنية والأخلاقية السليمة وتنظم العلاقة بينهم وبين أصحاب المصالح.

وتضمن اللائحة ضرورة توفير المعلومات اللازمة لأصحاب المصالح وفي الوقت المناسب. ولكن على الرغم من الإيجابيات في اللائحة إلا أنها احتوت على بعض السلبيات ففي مقالة نشرت للدكتور (إحسان المعتاز) في صحيفة الاقتصاد الإلكترونية بيّن فيها بعض الجوانب السلبية للائحة الحوكمة، فقد نصت اللائحة على إنشاء لجنة للترشيحات والمكافآت يشكلها مجلس الإدارة، وتتولى التوصية بترشيح أعضاء مجلس الإدارة وتتولى العديد من المهام الأخرى المتعلقة بتحديد جوانب الضعف والقوة في مجلس الإدارة، ووضع سياسات واضحة لتعويضات ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة بالإضافة لمكافآت كبار التنفيذيين. و لجنة الترشيحات تتولى مراقبة وتحديد مكافآت مجلس الإدارة على الرغم من تعيينها من قبل مجلس الإدارة، وهو ما قد يعوق أداءها بالشكل المطلوب، وتعارضها مع مبدأ الاستقلالية وعدم تعارض المصالح.¹

وفي مقالة نشرت في صحيفة الاقتصادية للدكتور (محمد آل عباس) ناقشت أيضاً لجنة الترشيحات والمكافآت حيث إنه يقع على مجلس الإدارة تشكيل لجنة تسمى لجنة الترشيحات والمكافآت. وعلى الجمعية العامة إصدار القواعد اللازمة لاختيار أعضاء اللجنة ومدة عضويتهم وأسلوب عمل اللجنة. ويكون عدد الأعضاء من ثلاثة إلى خمسة أعضاء ورأى الدكتور (محمد) أن الهيئة تركت المهمة لمجلس الإدارة رغم أنها جعلت تحديد القواعد اللازمة للاختيار ومدة العضوية من صلاحيات الجمعية العامة وهنا المشكلة. ومن المعلوم أن معظم الشركات السعودية شركات عائلية أو مسيطر عليها من خلال رجال أعمال أو تكتل رجال أعمال معروفين يعملون بشكل توافقي في كثير من الأحيان، كما أنه من النادر أن تتعقد جمعية عامة بنصابها الضروري بل إن هذه الجمعيات لا تتعقد غالباً من خلال الدعوة الثانية وبمن حضر وهم تكتل العائلة ومجموعة رجال الأعمال، وهم المسيطرون على مجلس الإدارة لتمرر القرارات التي يرغبون دون اعتراض.

1 المعتاز إحسان، 2007، "قراءة متأنية للائحة حوكمة الشركات في المملكة" صحيفة الاقتصاد الإلكترونية، العدد 5011 www.aleqt.com

إن بقاء معيار لجنة الترشيحات في اللائحة كما هو، يعطي لمجلس الإدارة القدرة في قيادة والتحكم باللجنة وسيعطي لمجلس الإدارة القدرة على وضع قواعد لا تقيد حرية أعضائه ولا تقيد مكافآتهم.¹

كما وجدت الباحثة من خلال الإطلاع على لائحة الحوكمة عدم وجود إطار لتشجيع العاملين وعدم مشاركتهم في اتخاذ القرارات أو إبداء الرأي. ولم تعمل اللائحة على حماية العاملين من أي انتهاك لحقوقهم في حال إدلاءهم بأي مخالفة قانونية.

1 آل عباس محمد، 2010، "لائحة الحوكمة والمادة 15: ما لا يلزم على مجالس الإدارات لزومه" صحيفة الاقتصاد الإلكترونية العدد 6003 www.aleqt.com.

خلاصة الفصل الأول:

تمثل الحوكمة آلية لمحاربة الفساد في الشركات وهي لا تضع نظاماً يحكم العلاقة بين الملاك والمدراء وأصحاب المصالح فحسب ولكنها تعد حافزاً من أجل تطبيق الأطر القانونية واللوائح المنظمة. وتقدم معايير وآليات الشفافية والمساءلة والالتزام بالقوانين والكشف عن الانحرافات على المدى الطويل. كما إن حوكمة الشركات الجيدة تساعد على جذب الاستثمارات سواء الأجنبية أم المحلية، وتساعد في الحد من هروب رؤوس الأموال، ومكافحة الفساد الذي يؤدي إلى إعاقة النمو.

إن تحسين حوكمة الشركات يساعد على زيادة التمويل وإمكانية الحصول على مصادر أرخص للتمويل وهو ما يزيد من أهمية الحوكمة بشكل خاص بالنسبة للدول النامية. وقد تبنت العديد من دول العالم مصطلح الحوكمة وأصدرت المعايير والتقارير لإصدار قواعد الحوكمة الجيدة التي تركزت على عدة نقاط لإدارة الشركة في مقدمتها تأتي الشفافية في القوائم المالية، والمعاملات المحاسبية، ومن ثم حماية حقوق صغار المساهمين والالتزام بالمعايير المحاسبية والرقابة على أعضاء مجلس الإدارة والذين يستطيعون تضخيم الأرباح باستخدامهم للمعلومات الداخلية عن الشركة لمصالحهم الشخصية.

الفصل الثاني

ماهية صناديق الاستثمار و دور الحوكمة في إدارتها

يعتبر هذا الفصل امتداداً للفصل السابق من حيث مدى وحدود ومكونات و شروط تطبيق الحوكمة في صناديق الاستثمار ولكن في إطار متطلبات الأسواق المالية ذات الكفاءة والتي يدور في رحابها أعمال صناديق الاستثمار ذات النوعية التي يقصدها البحث حيث تلك التي تعمل في الاستثمارات في الأوراق المالية، وكيف يمكن لتلك المعلومات أن تساعد في تطبيق الحوكمة في صناديق الاستثمار.

ومن هذا المنطلق سوف يتطرق هذا الفصل إلى البحث في الأمور التالية على التوالي:

المبحث الأول: ماهية صناديق الاستثمار و نشأتها.

المبحث الثاني: عرض لتجربة نشأة صناديق الاستثمار في السعودية وتطورها.

المبحث الثالث: دور تطبيق حوكمة الشركات في إدارة صناديق الاستثمار.

المبحث الأول

ماهية صناديق الاستثمار و نشأتها

تعمل الأسواق المالية على جذب أموال المدخرين، وتجميعها، وتوجيهها للاستثمار في مختلف الأوراق المالية، ويتوقف الاستثمار في الأسواق المالية على مقدار الأموال المستثمرة، وقدرة المستثمر على تحمل المخاطر، والقدرة على الحصول على المعلومات والبيانات، إضافة إلى وجود الكفاءة والخبرة في اختيار الاستثمارات الكفاء.

والمستثمر الناجح لا يقوم بشراء ورقة مالية من نوع واحد، إنما يوجه مدخراته نحو تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية التي تصدرها عدد من الشركات المساهمة ليحقق له هذا التنوع قدرًا كافيًا من الحماية من مخاطر تقلبات القيمة السوقية لتلك الأوراق المالية.

مثل هذه التنوع يصعب تحقيقه للمستثمرين محدودي القدرات المالية، مما يؤدي إلى العزوف عن الاستثمار. فالتنوع في بعض البلدان مثل أمريكا ينطوي على شراء كميات كسرية (أقل من 100 سهم) والذي يؤدي إلى ارتفاع تكاليف معاملات الشراء، إضافة إلى دفع سعر لشراء الأوراق المالية بسعر يفوق السعر الذي يشتري به كمية من الأوراق المالية الغير كسرية (100 سهم أو سند ومضاعفاتها)¹. كما أن عدم توافر الخبرة والمعرفة لإدارة المحافظ المالية الخاصة أو شراء وبيع الأوراق المالية يعد سبباً آخر لابتعاد العديد من المستثمرين عن الدخول في المتاجرة في الأسواق المالية،

استدعت هذه الأسباب المتنوعة إلى إنشاء الشركات المتخصصة التي عملت على تجميع مدخرات المستثمرين في مختلف فئاتهم وتحويلها إلى وعاء مالي عُرف باسم صندوق الاستثمار. ووجد في السنوات الأخيرة زيادة في صافي أصول الصناديق التابعة للأفراد والمؤسسات، وذلك في البورصات المتقدمة والناشئة على حدٍ سواء. حيث لعب المستثمرون الأفراد دوراً هاماً جداً في تحويل مدخراتهم إلى مدراء الاستثمار المتخصصين. فكان الناتج الطبيعي لذلك، ازدهار صناعة صناديق الاستثمار بفعل تعدد الفرص وبدائل الاستثمار عالمياً، وأيضاً لكون الطبقة المتوسطة واسعة الانتشار في اقتصاديات الدول الناشئة والمتقدمة على حدٍ سواء فلها دورٌ بارزٌ في زيادة توظيف الأموال في وثائق الاستثمار الصادرة عن صناديق الاستثمار.

وقد بلغت قيمة الاستثمارات عام 2004 في صناديق الاستثمار الأمريكية حوالي \$7.5 مليار دولار أمريكي، كما ارتفع معدل الأصول في صناديق الاستثمار حوالي 600%.²

¹ هندي ابراهيم منير/2003، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، ص 93 - 94.

² Reily .Frank and Norton .Edgar 2006 , " Investments" , Thomson South- Western , Canada, pp117.

وفي تناولنا لصناديق الاستثمار سوف تقوم الباحثة بعرض ماهية صناديق الاستثمار، أنواعها والعوامل المؤثرة في كفاءة عملها.

2-1-1 نشأة صناديق الاستثمار:

لا يوجد اتفاق بين الباحثين على تحديد المكان والزمان الذي شهد بداية ظهور صناديق الاستثمار. ترى دراسة (زرباوي) أن تطور صناديق الاستثمار بدأ في هولندا (Netherland) عام 1822 في عهد الملك (ويليام) وقام تاجر وسمسار هولندي يدعى (أدريان فان كيتوويتش) بجمع الاشتراكات من المستثمرين ليشكل صندوقه الاستثماري، سُمي (Ecndragt Maakt Magt) والذي يعني (Unity Creates Strength)، وقد اعتمد على التنوع الذي يزيد جاذبية المستثمرين الصغار بأقل رأس مال يمكن جمعه.¹

في حين دراسة (أشرف) وجدت أن إنجلترا هي أقدم دولة عرفت الإدارة الجماعية للمدخرات، وقد اعتمدت في هذا المجال على نظام (الترست)، (The trust) ويتمثل النظام في التزام شخص يسمى (الأمين)، يتلقى أموال الغير بغرض إدارتها لحسابهم (Cetuis que Trust). ومن ثم عبرت فكرة الصناديق إلى الولايات المتحدة الأمريكية، وبدأ التطوير بابتكار الأمريكيين صناديق الاستثمار المفتوحة، والتي تعمد على إصدار أسهم جديدة بطريقة متواصلة وإعادة شراء الأسهم القديمة دون المرور بالبورصة، وعدّ ذلك بداية حقيقية للصناديق بمفاهيمها الحالية، وتم في الولايات المتحدة إنشاء أول صندوق استثمار في بوسطن عام 1924 سمي (Masashotes Investment Trust) عمل هذا الصندوق كأداة استثمارية لأساتذة جامعة (هارفارد) بأصول لم تتجاوز 392 ألف دولار أمريكي، وفي عام 1929 تم إنشاء الصناديق المفتوحة لتغطي عن الصناديق المغلقة التي لم تصمد خلال انهيار سوق المال عام 1929 بسبب لجوؤها لعمليات المضاربة ولسوء إدارتها.²

تؤكد دراسة (هاشم) أن أول ظهور لصناديق الاستثمار كان في إنجلترا عام 1868 كأحد أشكال الإدارة الجماعية للمدخرات من خلال شركات تقوم بالعمل على تجميع مدخرات صغار المدخرين ثم القيام بالمضاربة بتلك الأرصدة في البورصة وتوزيع العوائد مرة أخرى على المدخرين، وأصبح لإنجلترا عدة شركات تعمل على إدارة الأموال وإعادة استثمارها، حيث أخذت شكل شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت أو صناديق الاستثمار المغلقة (Closed-Ends fund)، إلا أنها توقفت لفترة من 1876 حتى 1931 عندما عجز أحد الصناديق عن توزيع الأرباح.

¹ زوباري ريم، 2008، "التقارير المالية عن صناديق الاستثمار واستخدامها في اتخاذ القرارات الاستثمارية"، رسالة دكتوراه، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ص 3.

² دوابه محمد أشرف/2004، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، دار السلام، القاهرة، مصر، ص 50-51.

عادت الصناديق للظهور مرة أخرى في أبريل 1931 تحت اسم (Unit-Trust) بعد نجاحها الواضح في الولايات المتحدة.¹

وترى دراسة (عنتر) أن نشوء الصناديق بشكلها الحالي بدأ في الولايات المتحدة عام 1929، وكانت حوالي 29 صندوقاً بأصول لا تزيد عن 200 مليون دولار ثم ارتفعت إلى 25 بليون دولار عام 1980 بمشاركة من الشعب الأمريكي.²

ازدهرت صناعة الصناديق بعد الحرب العالمية الثانية بشكل كبير في أمريكا حيث بلغ عددها عام 1947 (352) صندوقاً صافي أصولها أربع مليار دولار وقد تطور هذا العدد على مدار الأعوام حتى بلغ عام 1966 (550) صندوق صافي أصولها 50 مليار دولار. وبحلول عام 1955، وصل عدد الصناديق في العالم إلى حوالي 5666 صندوقاً تتعامل في أصول يبلغ حجمها 2.7 تريليون دولار.³

إن المزايا العديدة التي قدمتها صناديق الاستثمار أدت إلى انتشارها بشكل كبير في باقي الدول الأوروبية، في (سويسرا، بلجيكا، هولندا، واليابان). وقد تميزت (فرنسا) بتجربتها في الصناديق الاستثمار، فعلى الرغم من دخولها المتأخر في صناعة الصناديق إلا أنها احتلت المرتبة الأولى ليس على المستوى الأوروبي فحسب وإنما على مستوى العالم في الإدارة الجماعية لمحافظ الاستثمار، وفي الجدول التالي يعرض تطور صناديق الاستثمار الفرنسية.⁴

¹ هاشم غادة ، 2007، مرجع سابق، ص 83- 82 .

² أحمد عنتر محمد ،2003، " نموذج مقترح لمحددات أداء محفظة الأوراق المالية بصناديق الإستثمار العاملة بسوق المال المصرى "، رسالة دكتوراه، كلية التجارة ، جامعة القاهرة، ص59.

³ زيني بن يوسف فريدة ،2006، " صناديق الأستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات، تجربة جمهورية مصر العربية وامكانية تطبيقها في سورية" رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق ، سوريا، ص 19 .

⁴ دوابه محمد أشرف / 2004، مرجع سابق ص 52- 53.

الجدول رقم (4)

تطور صناديق الاستثمار الفرنسية

اسم الصندوق	تاريخ الإنشاء	نوع الصندوق	ملاحظات
Sicav	1964	ذات النهاية المفتوحة	
FCP (Le Fonds Commun de placement)	1967	ذات النهاية المفتوحة	تتشابه مع صناديق Sivic وتختلف فقط بأنها أقل سيولة
Sicav Monetair	1980	قصيرة الأجل	تقدم عائداً مقارباً أو يزيد عن العائد المحقق في سوق النقد

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مرجع دوابية ، أشرف

وعند صدور قانون رقم 88-1201 والمعدل عام 1989 الذي وحد القوانين المنظمة لصناديق الاستثمار المفتوحة في فرنسا لتتناسب مع المنشور الأوروبي، دخلت فرنسا عام 1989 في منافسة خارجية لصناديق الاستثمار في أوروبا مما أدى إلى ظهور جيل جديد من صناديق الاستثمار المدارة بأساليب الكمية التي تستخدم نماذج رياضية أكثر من اعتمادها على التحليل المالي¹. انتقلت صناعة صناديق الاستثمار إلى كافة الدول الأخرى حتى أصبحت من أهم وسائل الاستثمار التي يلجأ إليها المستثمر الصغير الذي يفقد إلى الموارد الكبيرة والخبرة في التعامل مع البورصة والأوراق المالية.

اختلفت الدراسات السابقة على نشأة صناديق الاستثمار في الدول المتقدمة، ولكن شهدت الأسواق العربية أول نشأة للصناديق في السعودية عام 1979 من قبل البنك الأهلي. في حين صدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار السعودية بعد فترة 14 عاماً، وفي الكويت تم إنشاء أول صندوق استثماري عام 1985، ثم تبعها باقي الدول العربية. وفي مصر أجاز قانون سوق رأس المال رقم 95 الصادر عام 1992 بإنشاء صناديق الاستثمار في المادة 35 - 41². وتم إنشاء أول صندوق في مصر من قبل البنك الأهلي المصري عام 1994. تلاها المغرب 1995، ثم لبنان 1966 واثم الأردن عام 1997م. ويقدر إجمالي الموارد المالية المستثمرة في الصناديق العربية في الفترة الممتدة من 1993 - 1995 بأكثر من 830 مليون دولار أمريكي توزعت على حوالي

¹ إبراهيم حسني عبد السميع/2009، "استثمار الاموال في الشريعة الإسلامية"، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، مصر، ص 388.

² قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992 .

20 صندوق كان أكثرها صناديق الأسهم وتوزعت في كل من مصر، تونس، عمان والأردن والبحرين والمغرب العربي.¹

وفيما يلي جدول يبين عدد الصناديق في العالم و لبعض الدول من عام 2000 ولغاية 2005 موضحا فيها القيمة الصافية للأصول²

الجدول رقم (5)

عدد الصناديق والقيمة الصافية للأصول في العالم ما بين عام 2000-2005

القيمة الصافية للأصول بالقيم بالمليون دولار			عدد الصناديق			
2005	2002	2000	2005	2002	2000	
9763919	6776289	7419549	13763	13884	12549	القارة الأمريكية
8904822	6390358	6964667	7974	8244	8172	الولايات المتحدة
302927	96729	148538	2685	2755	2097	البرازيل
490518	248979	279511	1695	1956	1627	كندا
47253	30759	18488	416	364	305	مكسيك
6002249	3463000	3296015	30053	28972	25524	أوربة
109002	66877	56549	881	808	760	النمسا
115314	74983	70313	1391	1141	918	بلجيكا
75199	40153	32485	471	485	394	دانمارك
1362671	845147	721973	7758	7773	7144	فرنسا
296787	209168	238029	1076	1092	987	ألمانيا
546242	250116	137024	2127	1905	1344	إيرلندا
450514	378259	424014	1035	1073	967	إيطاليا
1635785	803869	747117	7222	6874	6084	لوكسمبرغ
40122	15471	16228	419	419	380	النرويج
316864	179133	172438	2672	2466	2422	اسبانيا
119059	57992	78085	464	512	509	السويد
116669	82622	83059	510	512	386	سويسرا
547103	288887	361008	1680	1787	1766	انجلترا
1939251	1063857	1134302	12668	10794	13167	آسيا
470044	303191	431996	2640	2718	2793	اليابان
198994	149544	110613	7279	5873	8242	كوريا الجنوبية
10332	7505	7802	563	577	629	نيوزيلندا
57301	62153	32074	459	351	156	تايوان
460517	164322	195924	1009	942	976	هونغ كونغ
17771366	11234129	11866788	56863	54110	51574	العالم

المصدر: Russell Ra, An Introduction to Mutual Funds Worldwide, pp23:

من خلال الجدول نلاحظ التطور في صناعة صناديق الاستثمار وازدياد عددها وقيمة أصولها بالمقارنة ما بين عامي 2000-2005، حيث بلغ عام 2000 إجمالي قيمة إجمالي أصول

¹ ابراهيم حسني عبد السميع/2009، مرجع سابق ص 389.

² Russell Ray, 2007, " An Introduction to Mutual Funds Worldwide" John wiley & Sons, West Sussex, Eng, and ,p23-24.

الصناديق 11866788 مليون دولار، وأصبح في عام 2005 قيمتهم 17771366 مليون دولار أي بنسبة زيادة 49.75%.

تصدرت الولايات المتحدة صناعة صناديق الاستثمار حيث بلغت قيمة أصولها عام 2005 بقيمة 8904822 مليون دولار أي بنسبة 50.11% من إجمالي قيمة أصول الصناديق في العالم.

نجد فرنسا في عام 2005 بلغ عدد صناديقها 7758 صندوقاً وهو قريب من عدد صناديق في الولايات المتحدة والتي بلغت 7974 صندوقاً إلا أن قيمة أصول صناديق فرنسا شكلت 7.67% من إجمالي قيمة أصول الصناديق في العالم في عام 2005. أما الدول الآسيوية فكان إجمالي قيمة أصول صناديقها 1939251 مليون دولار ويشكل فقط 1.09%.

2-1-2 تعريف صناديق الاستثمار:

إن الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي يحتاج إلى الخبرة والمعرفة فيها ويحتاج إلى الإمكانيات المالية العالية لبناء محفظة خاصة متنوعة، ولكن من لا تتوفر لديهم الخبرات أو الإمكانيات المادية، فإن صناديق الاستثمار تقدم لهم الفرصة الجيدة لدخول الاستثمار في الأسواق المالية. ويضم الصندوق الاستثماري تشكيلة واسعة من الأوراق المالية المختلفة مثل الأسهم، السندات، أدوات الخزينة، وغيرها من الأوراق المالية التي تُدار من قبل مدراء ذوي الخبرة والكفاءة والمعرفة في السوق المالي، وتستهدف المستثمرين الذين تتوفر لديهم مدخرات ولكنهم يفتقرون إلى الخبرة أو الوقت الكافي لإدارة محافظهم المالية، وكذلك الذين يملكون الوقت ولكنهم يفتقرون إلى الأموال اللازمة للاستثمار.

اختلفت التعاريف لصناديق الاستثمار، فقد يكون صندوق الاستثمار عبارة عن شركة مساهمة أو عبارة عن تجمع مالي يقوم بإنشائه بنك أو شركة تأمين وسنستعرض في التعاريف التالية الفرق بين الصناديق الاستثمارية كشركة وتعريف الصندوق كتجمع مالي.

عرفها (هلاي) بأنها ((شركات مساهمة استثمارية تعمل على تجميع مدخرات صغار المستثمرين بالدرجة الأولى واستثمارها في مختلف أنواع الأوراق المالية المسجلة بأسواق الأوراق المالية وكذلك شهادات الودائع التي تصدرها البنوك بالإضافة إلى بعض الاستثمارات الأخرى¹)).

بيّن التعريف بأن الصناديق هي شركات مساهمة وبالتالي فهي تتمتع بشخصية معنوية وذمة مالية مستقلة. يُنشئ هذا النوع من الصناديق شركات استثمارية مساهمة والتي تؤسس وفقاً لنظام الشركات العادية ويندرج ضمن هذا النوع:

¹ هلاي حسين مصطفى، 2005، مرجع سابق، ص 5.

1. صناديق الاستثمار المغلقة ذات رأس المال المحدد.
 2. صناديق استثمار ذات رأس المال الثابت.
 3. صناديق استثمار الشركات المصرية التي تنشئها الشركات وتتخذ شكل شركة مساهمة.¹
- أما دراسة (قاسم) فقد عرفت أنها ((وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية، فهي أحد الأساليب الحديثة في إدارة الأموال وفقاً لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم الخدمية ودرجة تقبلهم للمخاطر بما يعود بالفائدة على البنك الذي يؤسس صناديق الاستثمار أو الشركات التي تؤسسها، ويعود بالفائدة على المدخرين وعلى الاقتصاد القومي ككل.²)).
- بين التعريف أن صناديق الاستثمار عبارة عن وعاء مالي ينشئه البنك أو شركة كشركة تأمين، وبالتالي فإنه يتم إدارة الصناديق الاستثمارية من خلال وحدة قانونية مستقلة إدارياً ومحاسبياً عن الجهة التي تنشئها ولا يتمتع الصندوق الاستثماري بشخصية معنوية وإن كان له ذمة مالية مستقلة، ويندرج ضمن هذا النوع:³
1. صناديق ذات النهاية المفتوحة.
 2. صناديق الاستثمار الفرنسية (F.C.P).
 3. صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين.
- أما دراسة (محمد) فقد عرفت الصندوق بناء على المميزات التي يقدمها الصندوق فهي: ((وسيلة لتجميع الاستثمارات الصغيرة بغرض توظيفها في أدوات استثمارية مختلفة لتعظيم العائد وتوزيع المخاطر مع تحقيق السيولة لحاملي الوثائق وفق الطلب، وهي بذلك تفترض تحقيق عناصر مثلث الاستثمار من ربحية وأمان وسيولة⁴)).

¹ أبو غدة عبد الستار، 2005، "صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة فقهية تأصيلية موسعة"، بحوث المؤتمر العلمي الرابع عشر لمؤسسات المالية الإسلامية، معالم و آفاق المستقبل، غرفة تجارة و صناعة دبي، المجلد الثالث، ص 582.

² قاسم منى/ 1995، "صناديق الأستثمار للبنوك و المستثمرين"، دار المصرية اللبنانية، القاهرة، الطبعة الأولى ص 45.

³ أبو غدة عبد الستار، 2005، مرجع سابق ص 584 – 585.

⁴ محمد ماهر، 1977، "تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر" بحث مقدم الى ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل، مركز صالح عبدالله صالح للاقتصاد الاسلامي، جامعة الازهر، الجزء الاول، ص 163، 164.

بيّن التعريف أهم المميزات التي تقدمها صناديق الاستثمار من حيث توفير العائد المناسب وتحقيق السيولة اللازمة وتوفير الأمان للمستثمر بتنوع استثماراته، وتوفير صغار المستثمرين لتوجيه مدخراتهم نحو الاستثمار في الأسواق المالية. نستنتج من التعاريف السابقة:

صندوق الاستثمار عبارة عن وعاء مالي يمكن أن يؤسس كشركة مساهمة ويكون له شخصية معنوية، ويمكن أن يتم تأسيسه من خلال بنك أو شركة تامين ولا يتمتع بشخصية معنوية، ويهدف إلى تجميع الأموال من عدد من المستثمرين وتتم إدارتها وفقاً لإستراتيجية يضعها مدير الصندوق لتحقيق أرباح توزع على حملة وثائق الصندوق وتحقيق الأمان بتنوع الاستثمارات، والسيولة تصدر وثائق للمستثمرين تمثل كل وثيقة حصة المستثمر في أصول الصندوق.

2-1-3 أنواع صناديق الاستثمار:

يهتم المستثمرون غالباً بالخصائص العامة لاستثماراتهم فالأصل الذي ينطوي على مخاطرة مرتفعة إذا استثمر منفرداً، يكون أقل مخاطرة إذا ما استثمر ضمن مجموعة من الأوراق المالية الأخرى تعوض تلك المخاطر.

تختلف استراتيجيات المستثمرين تبعاً لاختلاف أولوياتهم ونادراً ما نجد مستثمر يقدم على استثمار ثروته في أصل واحد، فهو في النهاية يسعى إلى تحقيق عوائد مرتفعة ويعمل على تجنب المخاطر المرافقة لتلك العوائد وعلى ذلك ينقسم المستثمرين إلى:

❖ المستثمر المتحفظ الذي يعطي عنصر الأمان الأولوية ويختار الأصول ذات العائد الجيد والمخاطر الأقل.

❖ المستثمر المضارب الذي يعطي عنصر الربحية الأولوية.

❖ المستثمر المتوازن الذي يوجه اهتمامه لعنصري الربحية والمخاطر بشكل متوازن.

وتبعاً لاختلاف أنواع المستثمرين واستراتيجياتهم الاستثمارية، تختلف أنواع صناديق الاستثمار بحيث تلبي جميع رغبات المستثمر، فهناك صناديق تختص بالاستثمار في قطاع معين مثل العقارات أو المعادن الثمينة وغيرها، وصناديق تستثمر أموالها في الأوراق المالية كالأسهم ذات المخاطر، والسندات، أو أدوات الخزينة الأقل مخاطرة.

صنفت العديد من الدراسات صناديق الاستثمار لعدة أنواع مختلفة وقسمتها إلى أصناف رئيسية وتدرج تحت كل صنف أنواع فرعية للصناديق كما يلي:

2-1-3-1 صناديق الاستثمار وفقاً لمكونات المحفظة التي تقتنيها:

تصنف صناديق الاستثمار وفقاً للأوراق المالية المكونة منها وتقسّم إلى سبعة مجموعات رئيسية:

1- صناديق الأسهم:

صناديق الأسهم وتسمى أيضاً صناديق الملكية (equity funds)، حيث يشتري المستثمر وثائق من صناديق الأسهم ويصبح مالكاً بقيمة استثماره في أسهم ذلك الصندوق. تقوم صناديق الأسهم بتوظيف أموالها في أسهم الشركات المختلفة. ويحقق حامل الوثيقة عائداً بطريقتين:

- ❖ بارتفاع القيمة السوقية للأسهم المستثمرة في الصندوق.

❖ أن تقوم الشركة بتوزيع العوائد على المستثمرين بشكل دوري.

وفي حال فشل الشركة فإن حامل الوثيقة يتحمل خسائر انخفاض القيمة السوقية للأسهم المستثمرة¹، وعلى الرغم من أن تشكيلة الصندوق هي أسهم عادية لكنها تختلف فيما بينها بحسب اختلاف الخصائص والسمات المرتبطة بتلك الأسهم فهناك صناديق تركز استثماراتها على أسهم الشركات المحلية، وقد تنوعت أسهمها بخليط من الأسهم المحلية أو الدولية، وذلك لتحقيق عائد أكبر على أساس العائد والمخاطرة، وبعض الصناديق تركز على أسهم الشركات في منطقة جغرافية معينة أو سوق دولة معينة، وهناك صناديق تستثمر أموالها في قطاعات معينة مثل قطاع العقارات أو المعادن الثمينة وغيرها ويطلق عليها اسم صناديق الاستثمار المتخصصة.² والتي سيرد ذكرها لاحقاً.

2- صناديق السندات:

ويقصد بها الصناديق التي تتكون من السندات التي تصدرها منشآت الأعمال أو التي تصدرها الحكومة. تتناسب صناديق السندات مع أنواع مختلفة من المستثمرين، فالراغبين في تحمل مخاطر أعلى يستثمرون في صناديق السندات ذات جودة منخفضة، والتي تولد عائد مرتفع نسبياً مقارنة بالصناديق التي تستثمر في سندات ذات جودة مرتفعة ومخاطر أقل، وتحقق عائداً منخفضاً. كذلك توجد الصناديق المختلطة التي تشمل على سندات متباينة من حيث الجودة والمخاطر والعائد المتولد، بما يتناسب مع فئات مختلفة من المستثمرين.³

3 - الصناديق المتوازنة:

¹ ICI Investment company institute,2007, A guide to understanding mutual funds, Washington, pp6 .

² دوايه محمد أشرف/2004، مرجع سابق، ص 64.

³ هندي ابراهيم منير/1994،"صناديق الاستثمار في خدمة كبار وصغار المستثمرين"، منشأة المعارف، الاسكندرية، ص 35.

يقصد بالصناديق المتوازنة تلك التي تتكون أصولها من أسهم عادية وممتازة، وسندات منشآت الأعمال أو الحكومية، ويختلف الوزن النسبي لكل نوع من الأوراق تبعاً لأهداف الصندوق، فعندما يهدف الصندوق لتحقيق عائد مرتفع فإنه ترتفع نسبة الاستثمار في الأسهم العادية، أما عندما يهدف الصندوق إلى تخفيض مخاطر الاستثمار عندها ترتفع نسبة الأموال المستثمرة في الأوراق المالية ذات العائد الثابت.¹

4 - صناديق سوق النقد:

ويقصد بها الصناديق التي تتشكل أصولها من أوراق مالية قصيرة الأجل لا يتجاوز وقت استحقاقها عن سنة مثل شهادات الإيداع، أذونات الخزانة، الكمبيالات المصرفية، اتفاقيات إعادة الشراء، شهادات المديونية التي تصدرها الحكومة، ويتم تداولها في سوق النقد من خلال المؤسسات المالية المتخصصة مثل بيوت السمسة والبنوك التجارية.

ظهرت صناديق النقد لأول مرة في الولايات المتحدة عام 1973 وذلك عندما وصل العائد المتولد عن الاستثمار في تلك الأوراق مستوى مرتفعاً لم يسبق لها الوصول إليه.² تتميز صناديق سوق النقد بالسيولة والأمان حيث إن أوراقها المالية قصيرة الأجل ذات جودة مرتفعة تصدر عن مؤسسات مالية وحكومية ذات مراكز ائتمانية قوية، وقد نجحت في جذب المستثمرين المحافظين لأنها تعطي عائداً يفوق الحد الأقصى لسعر الفائدة المقرر على الودائع. وشُجع رواج صناديق النقد لأن الأوراق المالية المستثمرة في الصندوق يمكن لحاملها التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر أو دون خسائر مطلقاً.³ ومن هنا أعطت صناديق الاستثمار سوق النقد الحق للمستثمر الانسحاب منها في أي وقت دون تعرضه للغرامة.

5 - الصناديق المتخصصة:

تهدف هذه الصناديق لتحقيق أرباح رأسمالية مرتفعة في الأجل القصير وتضم:⁴

صناديق الاستثمار بالعملات.

صناديق الاستثمار في المعادن الثمينة.

صناديق الاستثمار في القيم المنقولة.

صناديق الاستثمار في العقارات.

¹ مرجع سابق ص 36.

² هندي ابراهيم منير/2003، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال (الأوراق المالية و صناديق الاستثمار)"، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، ص 124.

³ هندي ابراهيم منير/1993، "الاوراق المالية و اسواق المال"، منشأة المعارف، اسكندرية، مصر، ص 52.

⁴ حسن عبد العزيز أمين/2007، "الاسواق المالية" دار قباء الحديثة للنشر، القاهرة، مصر، ص 86.

صناديق الاستثمار في السلع.

صناديق الاستثمار في الصناعات.

صناديق الاستثمار في القطاعات.

6- صناديق المؤشرات:

تعد من الصناديق ذات النهاية المفتوحة، و تتكون أصولها من الأوراق المالية التي يتكون منها أحد المؤشرات العالمية S & P500, Dow-Jones, Nasdaq,... تقوم فكرة الاستثمار على أن السوق كفاء، وسعر السهم يعكس كافة المعلومات المتاحة. تشتري إدارة الصندوق الأسهم التي تحقق عائداً يحاكي عائداً أحد المؤشرات العامة مع مرور الزمن، ويتبع مدير الصندوق إستراتيجية الإدارة السلبية في إدارة الصندوق أي شراء والحياسة طويلة الأجل وبالتالي فإن الشراء في مؤشر معين يؤدي إلى عائدات مرتفعة في الأجل الطويل. يُقِيم أداء صناديق المؤشرات بمدى قدرتها على محاكاة المؤشر المرتبطة به وليس تخطيه. ولكن وجود تدفقات نقدية الداخلة والخارجة وحالات الإفلاس والاندماج للشركات يؤدي ذلك إلى نشوء فروقات بين عوائد محفظة الصندوق وعوائد المؤشر، تسمى تلك الفروقات خطأ التعقب¹ (Tracking error) تعد أفضل صناديق المؤشرات التي يكون فيها أخطاء التعقب مساوياً للصفر وهو ما يعني تحقيق عائد يساوي عائد المؤشر الأمر الذي يصعب تحقيقه، ولكن يمكن القول بأن الأداء المحقق لنسبة 0.25 أقل من المؤشر مقبول نسبياً.²

تتميز هذه الصناديق بسهولة متابعة أداء محفظة الصندوق عن طريق متابعة حركة المؤشر الذي يعكس حركة الأسهم. ولكن يؤخذ على هذه الصناديق بأن أدائها مضمون على المدى الطويل، أما على المدى القصير فقد يتأثر بالعوامل الخارجية مثل الهبوط الاقتصادي، والاندماج بين الشركات، أو خروج أحد الشركات من المؤشر لتحل أسهم شركات أخرى محلها.³

7 - صندوق الصناديق:

¹ خطأ التعقب: وهو المدى الذي لا ترتبط فيه تقلبات عائد محفظة الصندوق مع تقلبات عائد المؤشر و يقاس وفق

$$TE = \sigma \Delta / p \quad \text{المعادلة}$$

TE : خطأ التعقب.

$\sigma \Delta$: الانحراف المعياري للفرق بين محفظة عائد محفظة السوق و عائد المؤشر.

P: عدد فترات العائد في السنة.

² Ferri Richard. A , 2007 , "All About Index funds: The easy way to start" , 2ed Edn McGraw-Hill , New York, U.S.A pp16.

³ لطفي السيد أحمد أمين/2005، " التحليل المالي لاغراض تقييم و مراجعة الاداء و الاستثمار في البورصة الدار الجامعية الاسكندرية، مصر، ص460.

وهي صناديق تحتوي محافظها على وثائق صناديق أخرى وتهدف إلى تحقيق أكبر قدر ممكن من التنوع.

2-3-1-2 صناديق الاستثمار وفقاً للأهداف المقررة:

يتحدد هدف الصندوق بجذب فئة معينة من المستثمرين. وهناك خمسة أهداف رئيسية للصناديق هي:

1 - صناديق الدخل:

تهدف هذه الصناديق إلى تأمين دخل ثابت لمستثمريها عن طريق توظيف أموالها في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، مثل السندات، وأذونات الخزينة، والسندات الحكومية، أو التي توزع عوائد مرتفعة مثل أسهم شركات كبيرة ومستقرة.

تتميز صناديق الدخل بما يلي: ¹

- ❖ تتكون أصول صناديق الدخل من سندات حكومية وغير حكومية وأسهم الشركات التي توزع الجزء الأكبر من إيراداتها وبالتالي ينطوي الاستثمار على مخاطر منخفضة.
- ❖ تحقق صناديق الدخل عائداً ثابتاً مع الاحتفاظ بقيمة رأس المال ضد التضخم.
- ورغم ذلك تتعرض صناديق الدخل لنوعين من المخاطر: ²
- ❖ المخاطر المالية الناتجة عن الاستثمار في سندات الشركات الكبيرة.
- ❖ مخاطر سعر الفائدة الناتجة عن استثمارها في سندات طويلة الأجل. فإذا انخفضت أسعار الفائدة ارتفعت قيمة السند والعكس صحيح.

2 - صناديق النمو:

تنقسم هذه الصناديق إلى نوعين:

أ - صناديق النمو المجازفة:

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق النمو، من خلال الاستثمار في أسهم شركات حديثة نسبياً يتوقع لها التوسع، أو الشركات التي يتوقع لها النمو بمعدل أعلى من المتوسط في المستقبل، والتي تتبع سياسات متقدمة وأبحاث مكثفة لاختراق أسواق جديدة. وتظهر القوائم المالية للشركات نمواً كبيراً في حجم المبيعات، حيث تقوم باحتجاز الجزء الأكبر من أرباحها لعمليات

¹ حنفي عبد الغفار/2000، "الاستثمار في الأوراق المالية أسهم - سندات - وثائق استثمار - الخيارات"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، ص 429.

² مرجع سابق، ص 429.

التوسع.¹ تتصف هذه الصناديق بالمخاطر العالية لأنها تتبع استراتيجيات خطيرة بغرض تحقيق أكبر قدر ممكن من تنمية رأس المال، عدا عن استثمارها في أسهم شركات تتميز بالنمو، وتلجأ إدارة هذه الصناديق في بعض الأحيان إلى الاقتراض من البنوك بغرض استثمار في شركات النمو وتحقيق أرباح إضافية باستخدام الرافعة المالية، وكذلك تقوم وبهدف تحقيق أرباح أكثر بالمضاربة في خيارات الأسهم.²

ب- صناديق النمو غير مجازفة:

تتبع هذه الصناديق سياسة توظيف أموالها في شركات لا زالت تتمتع بإمكانيات النمو وتبتعد عن الاستثمار في أسهم شركات نامية، وبالعكس صناديق نمو المجازفة تبتعد هذه الصناديق عن الاقتراض بغرض زيادة رأس المال ولكنها تستخدم الخيارات بغرض حماية استثماراتها، وتقوم بتوزيع ضئيل لأرباحها على حملة الوثائق، وإن الجزء الأكبر منه يوجه لإعادة الاستثمار.³ تناسب صناديق النمو بنوعها المستثمرين الراغبين في تحقيق عائد مستقبلي مرتفع مقابل تحمل درجة عالية من المخاطر.

3 - صناديق الدخل والنمو:

تهدف هذه الصناديق إلى المحافظة على أصولها وتحقيق عائد دوري إضافة إلى تحقيق نمو في قيمة الوثائق مع أقل قدر ممكن من المخاطر، لذا تتكون أصولها من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات والأسهم العادية، التي تكون في تشكيلة المحفظة ذات النسبة الأكبر. وتنقسم إلى نوعين:

أ - صناديق الدخل والنمو: تعطي الأولوية لهدف الدخل فتزيد من استثماراتها في السندات وتقلل من الاستثمار في الأسهم.

ب - صناديق النمو والدخل: تعطي الأولوية لهدف النمو فتزيد من استثماراتها في الأسهم وتقلل من استثماراتها في السندات.

تتناسب هذه الصناديق مع المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق دخل ثابت جزئياً وفي الوقت نفسه لتحقيق قدرٍ من النمو في استثماراتهم.

4 - صناديق الأهداف المزدوجة:

¹ قاسم منى/ 1995، مرجع سابق، ص53.

² حمادي عبد الكريم/2000، "صناديق الاستثمار المشتركة، سلسلة طرق الاستثمار المالي الحديث، الطبعة الأولى، فُصلت للدراسات والترجمة و النشر، حلب، سوريا، ص 25.

³ مرجع سابق ص 28 - 29.

تصدر هذه الصناديق نوعين من الوثائق لتلبي حاجة فئتين من المستثمرين:¹ فالمستثمر الذي يرغب بعائد دوري يمكنه الاستثمار بأسهم الدخل، أما المستثمر الذي يرغب في تحقيق نمو في استثماراته فيمكنه الاستثمار في أسهم النمو التي يتولد عنها أرباح رأسمالية من خلال ارتفاع القيمة السوقية لمكونات المحفظة.

تنتمي عادة هذه الصناديق إلى الصناديق ذات النهاية المغلقة التي لها تاريخ انقضاء يسترد بعد تصفيته، المستثمرون في أسهم الدخل، قيمة الاستثمار الأصلي مضافاً إليه إيرادات غير موزعة، في حين يحصل المستثمرين في أسهم النمو على ما تبقى من قيمة المحفظة المكونة للصندوق.

5 - صناديق الإدارة الضريبية:

هي الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمار الأرباح المحققة بشراء أسهم إضافية بما يعادل قيمتها، وبما أن الضريبة تستحق عند بيع الأسهم وحصول حامل الوثيقة على التوزيعات فليس هناك محل لدفع حامل الوثيقة للضريبة طالما لم يحصل على توزيعات نقدية.

تناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين يخضعون لشريحة ضريبية عالية في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة على الربح الايرادي أكبر من مثيله على الربح الرأسمالي، أو المستثمرين الذين يرغبون بتأجيل دفع الضريبة لسنوات لاحقة.²

¹ حنفي عبد الغفار و قرياص رسمية/ 1997،"الاسواق و المؤسسات المالية (البنوك و شركات التأمين والبورصات و صناديق الاستثمار) "، مركز الاسكندرية للكتاب، الاسكندرية، مصر، ص 373.

² مبروك عبد المقصود نزيه/ 2006،"صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الاسلامي والاقتصاد الوضفي"، الطبعة الاولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر ، ص 100.

6 - الصناديق الإسلامية:

هي صناديق تهدف إلى تجميع أموال المدخرين واستثمارها في الأوجه والمجالات التي تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية للحصول على الربح الحلال، بعيداً عن الربا، ويمكن القول إن الصناديق الإسلامية أنشئت لفئة من المستثمرين الذين يحرصون على الحصول على الدخل المباح وفق الضوابط الإسلامية ولذلك لا تستثمر هذه الصناديق في أسهم مؤسسات ربوية مثل المصارف وأسهم شركات تعمل في إنتاج وبيع الخمر مثلاً.

وتختلف الصناديق الإسلامية عن صناديق الاستثمار التقليدية بأن نشاطها لا يقتصر فقط على دور الوسيط بين المدخرين وشركات الأخرى، أو تكوين محافظ الأوراق المالية وإدارتها كما في الصناديق التقليدية، إنما يشتمل على الدخول في عمليات استثمارية مباشرة في مختلف القطاعات الاقتصادية، سواء في المجال التجاري، أو في مشروعات استثمارية عقارية، أو أنشطة أخرى كالمرابحة، والسلم، والاستصناع.¹

يقوم الاستثمار في الصناديق الإسلامية على عدة مبادئ:²

- ❖ أن يكون عمل الشركة مباحاً ونشاطها موافق للضوابط الإسلامية.
- ❖ يجب تقدير الدخل غير الشرعي الناتج عن الاستثمار في شركات يعد نشاطها مباحاً، ولكنها تمارس بعض الأنشطة غير الجائزة كالاقتراض، واستبعاده من الإيرادات الموزعة على حملة الوثائق.
- ❖ يتقيد مدير الصندوق بشروط صحة البيع، فلا يشتري أسهم شركة تكون أصولها من الديون، أو النقود، وذلك لعدم جواز بيع الدين للغير.
- ❖ عدم ممارسة عمليات غير جائزة، مثل بيع الأسهم القصير، أو شراء الخيارات المالية وما إلى ذلك.

تنقسم الصناديق الإسلامية إلى:³

- ❖ صناديق الأسهم الإسلامية: وتستثمر في أسهم شركات يكون نشاطها مباحاً أو متوافقاً مع الشريعة الإسلامية.

¹ عوض الله عبد السلام صفوت، 2005، "صناديق الاستثمار، دراسة و تحليل من منظور الاقتصاد الاسلامي" بحوث المؤتمر العلمي العاشر، مؤسسات المالية الاسلامية، معالم الواقع و آفاق المستقبل، غرفة تجارة و صناعة دبي، المجلد الثالث، ص 827.

² مبروك عبد المقصود نزيه/2006، مرجع سابق، ص 108.

³ عوجان هويل وليد، 2007، "صناديق الاستثمار دراسة و تحليل"، بحوث المؤتمر العلمي الخامس عشر، مؤتمر الاسواق المالية و البورصات، آفاق و تحديات، غرفة تجارة و صناعة دبي، المجلد الخامس، ص 36 -

- ❖ صناديق السلع: يكون نشاطها في شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل.
- ❖ صناديق المربحة: تهدف هذه الصناديق إلى تمويل بالأجل عن طريق المربحة، وتستثمر أموال الصندوق في شراء سلعة ثم بيعها إلى طرف ثالث.
- ❖ صناديق التأجير: تستخدم أموالها في شراء الأصول التي يمكن تأجيرها، وتعد الإيجارات المحصلة هي مصدر دخل الصندوق وتوزع على حملة الوثائق بالنسب.

2-3-1-3 صناديق الاستثمار وفقاً لهيكل رأس المال:

1 - صناديق ذات النهاية المفتوحة:

وتسمى أيضاً صناديق ذات رأس المال المتغير، حيث يتغير هيكل رأسمالها ويتغير حجم أصولها من الأوراق المالية بالزيادة أو النقصان كرد فعل لعمليات الشراء والبيع لحاملي الوثائق.¹ لا تتداول وثائق هذه الصناديق في السوق المالي، إنما يتم بيعها عن طريق الوكالات أو من خلال الصندوق نفسه، وتدار هذه الصناديق بواسطة الشركاء أو بتكوين من مجلس أمناء المساهمين أنفسهم (Board of trustee).

يتحدد سعر الوثيقة بحساب متوسط سعر مختلف الأوراق المالية التي تتكون منها محفظة الصندوق، ويتم تقييم الصندوق يومياً وتساوي القيمة التي تمثل حالة التصفية للصندوق وتسمى قيمة التسييل (Liquidated value).²

توفر هذه الصناديق ميزة للمستثمرين هي حرية الدخول والخروج من وإلى الصندوق في أي وقت يشاء إلا أن هذه الميزة تمثل عبءاً على مدير الصندوق لاضطراره الاحتفاظ بجزء من أموال الصندوق لمواجهة طلبات الاسترداد، وقد يضطر إلى بيع بعض الأوراق المالية الجيدة إذا ما ارتفعت طلبات الاسترداد عن الحد الطبيعي.³

2 - صناديق استثمار ذات النهاية المغلقة:

تصدر هذه الصناديق عدداً محدداً من الوثائق يتم توزيعها على المستثمرين كل حسب حصته أي إن الموارد المالية المستثمرة في الصندوق ثابتة، على عكس الصناديق ذات النهاية المفتوحة لا تبدي هذه الصناديق أي استعداد لإعادة شراء وثائقها إذا ما أراد المستثمر التخلص منها ويبقى الطريق متاح له هو بيعها في السوق المنظمة (البورصة) أو في السوق الغير المنظمة التي

¹ حسين عصام/ 2008، "أسواق الأوراق المالية" الطبعة الأولى، دار أسامة، عمان، الاردن، ص 216.

² هاشم غادة، 2007، مرجع سابق، ص 88 .

³ حماد عبد العال طارق/ 2005، " دليل المستثمر الى بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، ص 32.

يطلق عليها المعاملات عبر المنضدة ("Over- the-Counter "OTC") من خلال التجار وبيوت السمسة.¹

هذا ما يجعل الوثائق عرضة لعوامل العرض والطلب، بحيث يختلف سعر الوثيقة عن القيمة الصافية إما زيادة أو نقصانا بعكس الوثائق في صناديق الاستثمار المفتوحة التي يتم تسعيرها بحسب القيمة الصافية (NAV). أهم ما يميز هذه الصناديق هي ثبات قيمة أصولها وعمر وثائقها وعدم الحاجة إلى توفير سيولة نقدية لمواجهة طلبات الاسترداد، وبالتالي تعطيه ميزة نسبية لمدير الصندوق باستثمار كافة الأموال المتاحة في الصندوق دون أن يضع في حسبانته طلبات الاسترداد مفاجئة.²

ويمكن من خلال الجدول مقارنة صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة.³

الجدول رقم (6)

مقارنة بين الصناديق المفتوحة والصناديق المغلقة

الصناديق المغلقة	الصناديق المفتوحة	
محدد	غير محددة	عدد الوثائق
لا، يقيم بخصم أو علاوة من صافي قيمة الأصول	نعم	تقييم الأصول عند صافي قيمة الأصول
يتم عرض الوثائق في السوق وتحتاج إلى 3 أيام عمل على الأقل لتسييلها	مرتفعة بسبب القدرة على استرداد	السيولة
يعاد استثمارها وفقا لشروط الصندوق	يمكن إعادة استثمارها	التوزيعات والإرباح الرأسمالية
محدود	فوري	الاشتراك
سوق الأوراق المالية	مباشر من الصندوق	طريقة البيع
منخفضة	عالية	المرونة
يتم تحميل عمولة للمستثمر	محملة أو غير محملة	العمولة

المصدر: Conostas Michael and Shim Jae, Investment Sourcebook , pp273

¹ هندي ابراهيم منير/2003، مرجع سابق ص 103.

² حماد عبد العال طارق/2005، مرجع سابق، ص 33.

³ Conostas Michael and Shim Jae, 2001, "Investment Sourcebook : The complete Guide to Finding and Understantnding Invesrment Information" , GPCo , Chicago , USA , pp273.

2-1-3-4 صناديق الاستثمار وفقاً لتحمل تكلفة البيع: ¹

1 - صناديق الاستثمار المحملة:

هي الصناديق التي تقوم بتسويق وثائقها من خلال بيوت السمسرة مقابل رسوم يتم تحميلها على المستثمر وتتراوح عادة من 3 - 8.5%، ويمكن تمييز نوعين من الرسوم المحملة وهي:

أ- الرسوم المحملة المقدمة: والتي تدفع لمرة واحدة وتكون 5.57% أو أقل، وتقدم لمستثمريها حسم مقابل الاستثمار بقيمة معينة أو تعهد المستثمر الصغير بإعادة استثمار عوائده.

ب- الرسوم المحملة المؤخرة: وهي رسوم تدفع عند تسهيل الوثائق وتتراوح ما بين 5 - 6% للسنة الأولى وتنخفض في باقي السنوات.

2 - صناديق الاستثمار غير المحملة:

هي الصناديق التي تقوم بتسويق وثائقها في وسائل الإعلان المختلفة، وبالتالي لا تحمل مستثمريها أي رسوم شراء، وقد تواجه هذه الصناديق بعض الصعوبات في جذب المستثمرين بسبب عدم قدرتها بالقيام بالحملة الإعلانية الكافية تستوجبها للتحويل للصناديق المحملة.

2-1-3-5 صناديق الاستثمار من حيث الضمان:

1- صناديق الاستثمار المضمونة:

تتمتع هذه الصناديق بعمولة أعلى وذلك بسبب تحمل مدير الصندوق الالتزام بضمان سلامة رأس مال الصندوق المستثمر، أو نسبة منه، أو سلامته مع نسبة محددة من العائد، إذا ما تجاوزت نسبة العائد المحقق قيمة معينة يطلق عليها مصطلح (نقطة القطع) خلال الدورة الواحدة للصندوق، متحملاً بذلك وحده مخاطر انخفاض قيمة أصول الصندوق.²

2 - صناديق الاستثمار غير مضمونة:

هي الصناديق التي تكون فيها مستوى المخاطر مطلق وبالتالي يتحمل المستثمر نوعين من الخسائر، خسارة العائد وخسارة رأس مال الصندوق أو جزء منه.³

¹ Madura Jeff, 2008, "financial Institutions and markets" Thomson South, Western, USA, pp620- 621.

² الشبيلي يوسف/2005، "الخدمات الاستثمارية في المصارف و أحكامها في الفقه الاسلامي (الصناديق والودائع الاستثمارية)"، الجزء الاول، دار ابن الجوزي، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص 103.

³ مرجع سابق، ص 103.

2-1-3-6 صناديق الاستثمار وفقاً لسياسة الاستثمار¹:

1 - الصناديق الدفاعية أو المتحفظة:

تتبع سياسة تتسم بالتحفظ اتجاه المخاطر، وتركز على تحقيق الأمان، والسيولة، وينعكس ذلك بالتأكيد على مكونات المحفظة التي تتكون غالباً من الأسهم الممتازة، وسندات طويلة الأجل، والأسهم العادية، التي تضمن عائداً ثابتاً لفترة زمنية، عادة ما يستثمر فيها المستثمرين الذين يحتاجون لدخل دوري ثابت.

2 - الصناديق الهجومية:

تعتبر الصناديق الهجومية نقيضاً للصناديق الدفاعية، حيث تسعى من خلال استثماراتها إلى تحقيق عوائد مرتفعة نتيجة تغيرات أسعار الأوراق المالية، وتتكون محافظها من الأسهم العادية، حيث يتم شرائها في فترة الركود حين تنخفض أسعارها ومن ثم بيعها في فترة الانتعاش وارتفاع الأسعار. وتناسب هذه الصناديق محبي المخاطر والذين لديهم الفرص لتعويض الخسائر في حالة حدوثها.

3 - الصناديق المتوازنة:

هي النوع الشائع من صناديق الاستثمار، يتم فيها تطبيق كلا السياستين المتحفظة والهجومية في آن واحد، فهي تسعى إلى تحقيق الأمان، والاستقرار، والعائد الدوري، مع تحقيق الأرباح الرأسمالية، وينعكس ذلك على مكونات المحفظة التي تتكون من سندات طويلة وقصيرة الأجل وأسهم عادية وممتازة.

2-1-3-7 صناديق الاستثمار تبعاً لحجم أصول الصندوق²:

صناديق صغيرة جداً: يقل حجم أصولها عن عشرة مليون.

صناديق صغيرة: يتراوح حجم أصولها بين (10 - 100 مليون).

صناديق متوسطة: يتراوح حجم أصولها بين (100 - 500 مليون).

صناديق كبيرة: يتراوح حجم أصولها بين (500 - 1000 مليون).

2-1-3-8 صناديق الاستثمار وفقاً للأساس الجغرافي:

صناديق استثمار محلية: هي صناديق تستثمر أموالها في أوراق مالية محلية.

¹ خلف فليح حسن/ 2006، "الأسواق المالية والنقدية"، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، ص 158.

² هاشم غادة، 2007، مرجع سابق، ص 95.

صناديق استثمار دولية: هي صناديق توجه استثماراتها نحو أسهم وسندات شركات مقامة في دول أخرى، وعند الاستثمار في هذه الصناديق لأبد من مراعاة الأوضاع المالية للشركة والقيود القانونية والفنية التي تتضمنها التشريعات المنظمة لأعمال هذه الشركات والقوانين الناظمة للمستثمرين الأجانب.¹

صناديق استثمار عبر القارات : تهدف هذه الصناديق إلى الاستثمار في الأسواق الناشئة التي تتميز بالنمو السريع حيث توفر صناديق الاستثمار في هذه الأسواق فرص جيدة للاستثمار على المدى المتوسط في محافظ استثمارية متوازنة.² اختلفت الدراسات في تحديد أنواع الصناديق وذلك بسبب اختلاف المعايير التي اعتمدت عليها الأبحاث في تحديد تلك الأنواع ولكن في الواقع العملي لا تتحدد صناديق الاستثمار وفق تصنيف واحد حيث ينتمي الصندوق إلى أكثر من نوع في آن واحد، مثلاً صندوق استثماري يهدف إلى تحقيق النمو في استثماراته ويقوم بإشراك عدد غير محدد من المستثمرين ويضم أسهم شركات ناشئة ولا يتم تحميل مصاريف بيع على مستثمريه.

2-1-4 مزايا وأهمية صناديق الاستثمار:

يقوم نشاط سوق رأس المال على التعامل ما بين الشركات المساهمة والمؤسسات والأفراد المستثمرين في تداول وإصدار الأوراق المالية. وهناك ثلاثة عوامل رئيسية يعتمدها المستثمر للقيام بعملية الاستثمار هي:³

1. العائد المتوقع أن يحققه المستثمر خلال فترة زمنية محددة.

2. المخاطر التي ينطوي عليها استثماره.

3. السيولة التي تعتبر العنصر الرئيسي الأخير الذي يأخذه المستثمر بعين الاعتبار.

تقدم صناديق الاستثمار لمستثمريها العديد من المزايا مثل العائد من توزيعات الصندوق، والأرباح الرأسمالية، والفوائد المستحقة للسندات التي يتضمنها الصندوق، والتي يعاد استثمارها من دون رسوم، والتنوع الذي يعمل على تخفيض المخاطر، وأخيراً السيولة التي يحققها المستثمر، إما باسترداد الوثائق من قبل الصندوق أو بيعها.⁴

يحقق المستثمر من خلال صناديق الاستثمار أهدافه الاستثمارية المخطط لها، فكل صندوق يتكون من مجموعة من المستثمرين متماثلي الأهداف، يدير الصندوق مجموعة من أصحاب

1 هلالى مصطفى حسين، 2005، مرجع سابق، ص 104.

2 حسن عبد العزيز أمين / 2007، " الأسواق المالية - دار قباء الحديثة للنشر، القاهرة، مصر، ص 87.

3 لطفى السيد أحمد أمين / 2005، مرجع سابق، ص 432 - 434.

4 Conostas Michael and Shim Jae K, 2001 OP.Cit, pp267.

الخبرة والكفاءة، والذين يستثمرون أموال المستثمرين في شراء وبيع الأوراق المالية متماشية مع أهدافهم.

وبسبب هذه المميزات في الصناديق الاستثمارية، سعت شركات الاستثمار والبنوك وشركات التأمين لإنشاء صناديق الاستثمار التي تعمل على جذب مدخرات المستثمرين وتوجيهها نحو الاستثمار في السوق المالي بما يعود بالفائدة على المستثمر، البنوك وشركات المؤسسة للصناديق للاقتصاد القومي.

2-1-4-1 مزايا الصناديق الاستثمارية للفرد المستثمر:

تمثل الصناديق الاستثمارية وسيلة تلبية رغبات الكثير من المستثمرين، كالمستثمر الذي ليس لديه الخبرة الكافية في السوق المالية، أو المستثمر الصغير والذي لا تمكنه أمواله القليلة من تحقيق التنوع في القطاعات المختلفة، أو المستثمر الكبير والمتخصص الذي ليس له الوقت الكافي لمتابعة استثماراته ودراسة أحداث السوق والبحث عن مصادر المعلومات. يمكن تمييز العديد من المزايا التي تقدمهم الصناديق الاستثمارية للمستثمرين المختلفين وهي:¹

1. الاستفادة من الإدارة المحترفة حيث يتولى إدارة الصندوق مجموعة من الأفراد ذوي خبرة جيدة في توقيت السوق وكفاءة عالية باختيار الأوراق المالية التي تحقق إلى جانب ربح التداول، ربحاً رأسمالياً، أما المستثمر الفرد فيقع على عاتقه متابعة محفظته لتحديد المخاطر وبناء تشكيلة مناسبة.

2. المرونة في الاستثمار، ففي صناديق الاستثمار المفتوحة يحق للمستثمر تحويل استثماراته من صندوق إلى آخر مقابل رسوم ضئيلة. تخدم هذه الميزة المستثمرين الذين يغيرون أهدافهم الاستثمارية من وقت لآخر.

¹ انظر:

1. عوجان هويل وليد، 2007، مرجع سابق، ص 9 - 13.

2. قاسم منى/1995، مرجع سابق، ص 49.

3. الصلاحين عبد المجيد، 2008، "صناديق الاستثمار الإسلامية مفهومها خصائصها و أحكامها" بحوث المؤتمر العلمي الخامس عشر، مؤتمر الاسواق المالية و البورصات، آفاق و تحديات، غرفة تجارة و صناعة دبي، المجلد الرابع، ص 8.

4. نصار محمد خالد، 2006، "آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية (دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة)"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، كلية التجارة، المحاسبة والتمويل، غزة، ص 154.

3. التنوع في تشكيلة الأصول المكونة لمحافظ صناديق الاستثمار، تشمل مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي بحيث إذا نتجت خسارة معينة من الاستثمار في ورقة مالية ما، فإنه يتم تغطيتها بالأرباح المحققة من الاستثمار في الأوراق المالية الأخرى. هذا التنوع يصعب على الفرد المستثمر تحقيقه لأنه يتطلب شراء كميات كبيرة من الأوراق المالية المختلفة.
4. تحقيق الأمان للمستثمر، لأن الصندوق الاستثماري يهدف إلى تخفيض المخاطر وتوزيعها من خلال تنوع أصوله المالية وتعدد منافذ الاستثمار.
5. تتميز وثائق الاستثمار في الصناديق بقدر كبير من الشفافية والإفصاح عن أدائها ويتم تقييمها بشكل أسبوعي، الأمر الذي يسمح للمستثمر التعرف على العائد، والأداء، واتخاذ القرار المناسب بالاستثمار، أو التسييل، أو زيادة الاستثمار.
6. تخضع صناديق الاستثمار لرقابة مستمرة من قبل جهاز هيئة سوق المال، لمتابعة أي أخطاء أو مخالفات قد تحدث.
7. الاستفادة من الخدمات الخاصة التي تقدمها الصناديق للمستثمرين سواء كان متعلقاً بعمليات الاسترداد التي تقوم بها إدارة الصناديق لإعادة شراء الوثائق التي بيعت للمستثمرين، أو خدمة إعادة استثمار الأرباح.
8. تحقيق أرباح إضافية للمستثمرين بالاقتراض: يستطيع مدير الصندوق اقتراض الأموال اللازمة بضمان الأوراق المالية لشراء أصول مالية أخرى مستفيداً بذلك من الرافعة المالية، حيث أن سعر الفائدة على القرض أقل في أغلب الأحيان من العائد على الاستثمار في الأسهم.
9. زيادة الربحية للمستثمر الفرد والذي يحصل عليه من قيمة الوثيقة أو العائد على الأسهم المقدره قيمته في الوثيقة بالإضافة إلى الإرباح الرأسمالية التي تتمثل بالفرق بين قيمة الأسهم الاسمية والسوقية وهذا يختلف عن العوائد البنكية التي يحصل عليها المودع والتي تتمثل بالعائد على قيمة الوديعة فقط، والتي تتآكل بفعل التضخم.

2-4-1-2 مزايا الصناديق الاستثمارية للبنوك:

تقدم صناديق الاستثمار العديد من المزايا للبنوك من خلال استثمارها لثرواتهم و تنمية خدماتهم التي يقدمونها للمستثمرين، ومن أهم مزايا الصناديق للبنوك:¹

¹ انظر:

1. هويلم عوجان وليد، 2007، مرجع سابق ص 15.
2. عبد العزيز حسن أمين/2007، مرجع سابق ص 78.
3. دوابه محمد أشرف/2004، مرجع سابق ص 56.

1. تدوير محافظ الأوراق المالية للبنوك، ببيع جزء من أصولها لصناديق الاستثمار مما يوفر ربحاً للبنك الناتج عن فرق قيمة الأوراق المالية التي معظمها لم يتحرك منذ تم الاكتتاب به بالقيمة الاسمية.
2. تعظيم العمليات المصرفية خارج الميزانية، عن طريق ما تحصل عليه البنوك من أتعاب وعمليات ناتجة عن أداء مهامها في إدارة الصندوق.
3. توظيف الفائض من السيولة لدى البنوك في صناديق الاستثمار.
4. تعتبر صناديق الاستثمار نشاطاً جديداً ومكماً لخدمات البنوك.

2-1-4-3 مزايا صناديق الاستثمار للاقتصاد القومي:

تمثل صناديق الاستثمار إحدى قنوات تحويل مدخرات الأفراد من الأموال المعطلة في الاقتصاد إلى الأموال النشطة، وتساهم في رفع مستوى الاستثمارات المتاحة، ومن أهم مزاياها للاقتصاد القومي:¹

1. تنشيط حركة الأسواق المالية بجذبها للمستثمرين المختلفين ومن ذوي موارد مالية متنوعة للاستثمار في الأوراق المالية، وتظهر الحاجة للصناديق الاستثمار في البلدان النامية من خلال ما تقدمه من أدوات مالية مختلفة تناسب ظروف المستثمرين المحتملين الأمر الذي يساعد على تنشيط حركة التداول في أسواق تلك الدول.
2. حماية المدخرات الوطنية، ومنعها من التسرب للخارج حيث تفتح الصناديق الاستثمارية مجالات عديدة ومتنوعة أمام المدخرين لاستثمار مدخراتهم وخاصة المدخرين الذين لا يناسبهم الإيداعات المصرفية تقدم لهم الصناديق الاستثمارية فرص مختلفة حتى لا تتسرب مدخراتهم من دورة النشاط الاقتصادي القومي.
3. تمثل قوة شرائية في سوق الأوراق المالية بتوفيرها السيولة اللازمة للشركات، مما يساعد هذه الشركات على الاتجاه لسوق المال لتمويل نشاطها بدلاً من اللجوء إلى البنوك للاقتراض.
4. تساهم صناديق الاستثمار في رفع كفاءة السوق نظراً لأن قرارات المدراء تتم بناء على دراسة لحالة السوق ومصادر المعلومات لمعرفة أثرها على الأوراق المالية بشكل صحيح بعيدة عن الشائعات مما يجعل دور الصناديق قريباً من دور صانعي السوق في المحافظة على توازن الأسعار.

¹ انظر:

- عوض الله عبد السلام صفوت، 2005، مرجع سابق ص 803.
- دوابه أشرف محمد/2004، مرجع سابق ص 57.
- أحمد عنتر محمد، 2003، مرجع سابق، ص 62-63.

5. سيطرة الصناديق على نسبة مرتفعة من حجم التعامل اليومي في سوق التداول للأوراق المالية، حيث بلغت هذه النسبة % 80 في بورصة نيويورك عام 1995 و73% ببورصة لندن، % 77 في بورصة طوكيو، % 85 في بورصة المكسيك.

2-1-5 العوامل المؤثرة في كفاءة وعمل وأداء الصناديق الاستثمارية:

2-1-5-1 التكاليف:

تتحمل صناديق الاستثمار تكاليف تختلف حسب نوع الصندوق وشروطه، وتلجأ بعض الصناديق إلى الاستعانة بالمختصين وأصحاب الخبرة الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاستثمار مقارنة بالعائد المحقق، والذي يؤثر سلباً على أداء الصندوق من حيث العائد. فالعلاقة بين التكاليف والأداء عكسية بافتراض ثبات العوامل الأخرى وطردية بين الكفاءة والعائد بافتراض ثبات التكاليف.¹

وقد وجدت دراسة (Olson, Dellva) أن الصناديق ذات الأداء الأفضل تكون نسبة تكاليفها أقل كما أن تكاليف التحميل المقدمة تخفض من الأداء المعدل بالمخاطرة.²

2-1-5-2 التنوع:

إن للتنوع أثراً جوهرياً وإيجابياً على الأداء المالي لصناديق الاستثمار وقد توصلت دراسة (وهيبة) على أن التنوع الأفضل لمحافظ الصناديق هو الذي يزيد من معامل التحديد بين عوائد الصندوق وعوائد السوق عن 60%.³

ويتمثل المعيار الأساسي للحكم على نجاح أو فشل سياسة التنوع، في مدى تحقيق الهدف الرئيسي لهذه السياسة ممثلاً في تخفيض مخاطر الصندوق إلى حدها المناسب، مع ضمان تحقيق العائد المرجح المتوقع منها، وتعتمد سياسة التنوع لمدير الصندوق على ثلاثة عوامل رئيسية، هي تنوع المخاطر الاستثمارية، وعدد الأصول في الصندوق، ومعامل الارتباط بين أصول الصندوق.⁴

¹ خلف فليح حسن /2006، مرجع سابق ص 159.

² Dellva, W. and G. Olson, 1998, "The Relationship Between Mutual Fund Fees and Expenses and Their Effects on Performance," Financial Review, pp33, 85-103.

³ رائد وهيبة عبد الرحمن، 2005، "أثر التنوع على الاداء المالي لصناديق الاستثمار المصرية (دراسة تطبيقية)"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة.

⁴ عبد القادر متولي السيد/ 2010، "الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير" الطبعة الاولى، دار الفكر، عمان، الأردن، ص 212 - 211.

وفي كل الأحوال يجب عدم المغالاة في عملية التنويع للأسباب التالية:¹

1. صعوبة إدارة المحفظة نتيجة تعدد أنواع الاستثمارات إذ يتطلب ذلك دراسة عدد كبير من المراكز المالية لجهات الإصدار المصدرة للأوراق المالية.
2. ارتفاع تكاليف الشراء نتيجة الشراء بكميات صغيرة من كل نوع من أنواع الأوراق المالية مما يؤدي إلى ارتفاع متوسط العمولات المدفوعة للسماسة.
3. اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة إذ عندما يكون التنويع فيه مغالاة تكون فرصة وجود قرارات خاطئة أكبر.

2-1-5-3 حجم الصندوق:

إن زيادة حجم الصندوق يعطي للمدير السيولة الزائدة، والمرونة، والقدرة على الاختيار الجيد للأسهم تبعاً لتوقيت السوق بالإضافة إلى تخفيض تكاليف المعاملات بيع وشراء الأوراق المالية. طرحت العديد من الدراسات علاقة حجم الصندوق أو المحافظ الاستثمارية بالأداء وعُدت دراسة (Rolf, Banz) من أوائل الدراسات التي اهتمت بذلك وقد اختبرت الدراسة أثر حجم محافظ الاستثمار على أداءها وتوصلت إلى وجود علاقة سلبية بينهما، فقد ارتفع العائد في المحافظ ذات الحجم الصغير عن نظيره للمحافظ ذات الحجم الكبير.²

ووجدت دراسة (Reinganum) أن هناك علاقة عكسية بين الحجم والعائد فقد اختبرت الدراسة العائد غير العادي للمحافظ الكبيرة والصغيرة خلال فترة 24 شهراً، ووجدت تفوق العائد في المحافظ الصغيرة على المحافظ الصغيرة.³

أما دراسة (Fama & French) توصلت إلى وجود علاقة معنوية سلبية بين الحجم مقاساً بالقيمة السوقية، وأداء محافظ لأوراق المالية، كما توصلت إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين الحجم المادي مقاساً بنسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية وبين أداء محافظ الأوراق المالية. واعتبرت أن الحجم هو المحدد الأكثر تأثيراً على أداء المحافظ، والذي يمكن من خلاله تفسير الجزء الأكبر من تغيرات عوائد المحافظ.⁴

ومن خلال تلك الدراسات نجد أن الحجم الكبير للصندوق يؤدي إلى انخفاض الأداء الذي يعود إلى زيادة تكاليف مع ازدياد حجم الصندوق عن حد معين، بحيث يصعب إدارة الصندوق مع

¹ مرجع سابق، ص 233-234.

² Rolf. W. Banz.,1981, "The Relationship Between Return and Market Value of Common stocks", Journal of Financial Economics, Vol.9, No.1 pp.3-17.

³ Marc R. Reinganum,1981 "Abnormal Returns in small firm Perfolios", "Financial Analysts Journal", pp 52-55.

⁴ Eugene F. Fama & Kenneth R. French,1992 "The Cross-section of Expected Stock Returns", Journal of Finance, Vol. XLVII, No. 2, pp427-455.

الحجم الكبير، ولذلك على الإدارة الكفاء أن تختار حجم الصندوق المناسب ليحقق أعلى عائد وأقل تكلفة.

2-1-5-4 مدى تكرار عمليات التعامل:

إن تكرار عملية البيع والشراء التي قد يقوم بها مدير الصندوق بهدف التغير في سعر الأوراق المالية وتحقيق الأرباح الرأسمالية، يرتب على الصندوق تكاليف إضافية. ولذلك يجب على المدير الجيد عدم تكرار عمليات البيع والشراء غير الضروري والتي من الممكن أن ترفع تكاليف العمليات الاستثمارية نتيجة العمولات والمصاريف التي يتم تحميلها بصورة مكررة.¹

2-1-5-5 عوامل اقتصادية:

تؤثر العوامل الاقتصادية في أداء صناديق الاستثمار كالتضخم، وتغير سعر الفائدة، وسعر الصرف، وقد بينت دراسة (يحيى) أثر كل من عامل التضخم، ومعدل الفائدة، وسعر الصرف، ومؤشر الأسهم، والنتائج المحلي الإجمالي، والاقتراض الحكومي، على أداء صناديق الاستثمار وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية بين كلا من التضخم وسعر الصرف الاسمي وأداء صناديق الاستثمار، وذات دلالة غير معنوية بين الاقتراض الحكومي وأداء الصناديق، وإن القائمين على إدارة صناديق الاستثمار، يأخذون بعين الاعتبار علاقة التضخم بالعائد عند حساب القيمة الحقيقية للاستثمار بعكس المستثمر الفرد الذي وبسبب قلة الخبرة وعدم إدراكه للعوامل الاقتصادية لا يولي اهتمامه إلى أثرها على أداء الصندوق.²

¹ خلف فليح حسن/ 2006، مرجع سابق، ص 162.

² أبو الفتوح عبد الغني يحيى، 2005، "تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية في أداء صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية الناشئة في مصر" دورية الإدارة العامة، المجلد الخامس والأربعون العدد الرابع ص 711-771.

المبحث الثاني

صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية

عملت المملكة العربية السعودية على تنشيط أسواقها المالية وتحقيق المزيد من الحماية للأموال الوطنية من التسرب إلى الخارج، وفي سبيل ذلك نشطت صناعة صناديق الاستثمار مما أدى إلى نمو كبير في عدد الصناديق وازداد نشاطها ليصل عام 1998 إلى 114 صندوقاً يستثمر فيها أكثر من 24 بليون ريال ووصل عدد المستثمرين إلى أكثر من 70 ألف مستثمر¹.

2-2-1 نشأة صناديق الاستثمار في السعودية:

معظم الصناديق السعودية أسستها البنوك ذلك لأن هذا النوع من المؤسسات المالية تتوفر فيها الخبرة اللازمة لإنشاء المحافظ من جهة، وتوفر رؤوس الأموال من جهة أخرى، وقد ظهر أول صندوق استثماري في السعودية عام 1979م من قبل البنك الأهلي التجاري وهدف الصندوق إلى الاستثمار قصير الأجل بالدولار الأمريكي².

لاقت صناديق الاستثمار الإقبال الكبير من قبل المستثمرين لما وفرته من مزايا كبيرة وتمكن العديد من الأفراد الدخول إلى الأسواق المالية واستثمار مدخراتهم في صناديق الاستثمار، التي عملت من خلال إدارة كفاء على تقديم العديد من المزايا الاستثمارية للأفراد كالتنويع، والعائد المرتفع، ومخاطر منخفضة نسبياً بالمقارنة بمخاطر الاستثمار في الأسهم والسندات للفرد المستثمر.

بسبب ازدهار صناعة الصناديق، تبنت مؤسسة النقد العربي السعودي مهمة الرقابة على صناديق وأصدرت القرار الوزاري رقم 2025\3 تاريخ 1417\7\24 الذي عمل على تنظيم إدارة الصناديق والاشتراك فيها واضعاً لها صيغة تتضمن التعاريف والإطار التنظيمي وكيفية الترخيص لها والبيانات المالية المطلوبة والإحكام المختلفة المتعلقة به.

نص القرار الوزاري على البنود التالية:

- ❖ حماية جميع المستثمرين.
- ❖ التحقق من أن المؤسسات التي تقدم هذه الخدمات هي فقط المؤسسات ذات رأس المال القوي والسمعة الطيبة والإدارة المؤهلة.
- ❖ التأكد من أن نوعية هذه الخدمات ووضع السوق في تحسن مما يقوي ثقة المستثمرين فيها.
- ❖ تطوير معايير الإشراف في مجموعة دول منطقة الخليج.

¹ الشيبلي يوسف/ 2005، مرجع سابق، ص86.

² مرجع سابق، ص 86.

إلا أنه حسب القرار الوزاري فإن إنشاء الصناديق كان حصراً على البنوك، وقد جاء في تعريف صناديق الاستثمار:

((هو برنامج استثمار مشترك ينشئه البنك المحلي بموافقة مسبقة من مؤسسة النقد العربي السعودي بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعياً في نتائج أعمال البرنامج وتتم إدارته من قبل البنك مقابل أتعاب محددة.))¹.

بلغ عدد صناديق الاستثمار لدى البنوك السعودية وفي نهاية 2005، 199 صندوقاً تتوزع 178 صندوق مفتوح و13 صندوق مغلق.² في نهاية 2006 تبنت هيئة السوق المال الرقابة على صناديق الاستثمار، وبناءً على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 وتاريخ 1424/6/2هـ أصدر مجلس هيئة السوق المالية قراره رقم 1 - 219 - 2006 وتاريخ 1427/12/3هـ الموافق 24/12/2006 م لائحة صناديق الاستثمار.

يبين الجدول التالي نمو عدد صناديق الاستثمار في السعودية وإجمالي أصولها ما بين عام 1992-2009م.

¹ قرار وزير المالية والاقتصاد الوطني السعودي، مؤسسة النقد العربي السعودي، رقم 2052\3 تاريخ 1413\7\24.

² منشورات هيئة السوق المالي السعودي - دليل صناديق الاستثمار، ص 2.

الجدول رقم (7)

معدل نمو أصول وعدد المشتركين في الصناديق في السعودية (1992 - 2009)

معدل التغير	عدد المشتركين	معدل النمو	إجمالي الأصول مليار ريال	عدد الصناديق العامة	نهاية الفترة
	33162	0	12.40	52	1992
%3.04	34170	%15	15.80	60	1993
%-9.44	30945	%17	12.11	61	1994
%6.81	33051	%37	12.96	71	1995
%36.56	45136	%60	16.66	83	1996
%40.26	63307	%100	21.43	104	1997
%9.85	69543	%133	25.01	121	1998
%14.06	79322	%158	34.68	134	1999
%20.77	95800	%165	38.56	138	2000
%81.63	173999	%165	50.06	138	2001
%-5.15	165044	%175	48.82	143	2002
%4.33	172197	%227	53.87	170	2003
%15.19	198357	%262	60.32	188	2004
%186.50	568284	%283	136.97	199	2005
%-12.02	499968	%312	84.10	214	2006
%-14.78	426085	%385	105.10	252	2007
%-12.00	374975	%404	74.81	262	2008
%-4.97	356331	%369	89.55	244	2009

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات مؤسسة النقد السعودي

بالنظر إلى الجدول السابق نجد ما يلي:

- تطور نمو الصناديق وازداد عددها ما بين عام 1992 وعام 2005 حيث نما عدد الصناديق إلى ما نسبته 283% عام 2005، وفي بداية عام 2006 انتقل الإشراف على صناديق الاستثمار إلى هيئة السوق المالي.
- ازداد عدد الصناديق عام 2007 بنسبة 385% بالمقارنة بعام 1992 وفي عام 2009 انخفض عدد الصناديق المدارة من قبل الشركات إلى 244 صندوق أي بنسبة 6.9% عن عدد الصناديق عام 2008 بينما ازداد إجمالي الأصول بنحو 14,7 مليار أي بمعدل 19.7%.
- ازدياد عدد المشتركين في صناديق الاستثمار بنسبة 186% عن عام 2004.

- انخفاض عدد المشتركين في الصناديق في عام 2009 بنسبة 4.97 % عن عام 2008 و ذلك نتيجة الأزمة المالية التي مرّ بها السوق المالي السعودي.

2-2-2 تعريف الصناديق الاستثمار السعودية:

عرفت الهيئة العامة للسوق المالي السعودي صناديق الاستثمار هي ((أوعية استثمارية تشتمل على مجموعة من الأوراق المالية يتم اختيارها وفقاً لأسس ومعايير محددة تحقق فائدة التنوع الذي يؤدي إلى خفض مستوى المخاطرة الإجمالية للاستثمار))¹

2-2-3 خصائص صناديق الاستثمار السعودية:

تتميز صناديق الاستثمار وفقاً للائحة بعدة خصائص:

أ- صندوق الاستثمار هو عقد ثنائي الأطراف: تبرم الاتفاقية بين مدير الصندوق وحاملي الوثائق في الصندوق لإدارة واستثمار أصول الصندوق وبذلك يختلف عن القانون في كثير من الدول الأخرى الذي يعتبر الصندوق عقد ثلاثي الأطراف وهم مدير الصندوق كطرف أول وأمين الاستثمار كطرف ثاني والمستثمر كطرف ثالث.²

وجاء في لائحة الصناديق ((يتم تأسيس صندوق الاستثمار بتوقيع عقود بين مدير الصندوق وحاملي الوثائق وتكون تلك العقود على شكل شروط وأحكام بالصيغة الموضحة في ملحق اللائحة))³ حيث لم تلزم لائحة الصناديق وجود أمين الاستثمار وإنما تبرم الاتفاقية مع أمين الاستثمار حسب حاجة مدير الصندوق.

ب- ملكية وثائق الصندوق ملكية جماعية: إن ملكية وثائق الصندوق الاستثماري هي للمستثمرين مجتمعين ولا يحق لمدير الصندوق أو أمين الحفظ أي مصلحة في أصول الصندوق، أو بالادعاء بملكية أصول الصندوق إلا إذا امتلك المدير جزء من وثائق الصندوق، وبالتالي بناء على ذلك لا يحق لدائني هؤلاء الحق في المطالبة بأي مستحقات في أموال الصندوق.⁴

¹ منشورات هيئة السوق المالي السعودي، دليل صناديق الاستثمار مرجع سابق، ص 3.

² سلامة السيد زينب/ 1999، "ماهية صناديق الاستثمار و إدارتها في المملكة العربية السعودية" مجلة الإدارة العامة، المجلد التاسع و الثلاثون، العدد الاول، ص3.

³ لائحة صناديق الاستثمار، مادة رقم 15.

⁴ لائحة صناديق الاستثمار السعودية المادة 31 .

ج- يتمتع الصندوق بشخصية اعتبارية تطبق عليها معايير الرقابة والحوكمة: حيث يشكل لكل صندوق مجلس إدارة خاص به ويحق أن يدير المجلس أكثر من صندوق في آن واحد وذلك بعد موافقة هيئة سوق المال.¹

كما تلتزم الصناديق بإعداد ميزانية مستقلة للصندوق عن البنك أو الشركة المؤسسة للصندوق.

2-2-4 أنواع صناديق الاستثمار السعودية:

2-2-4-1 أنواع الصناديق وفق لائحة صناديق الاستثمار:

فرقت اللائحة بين أربعة فئات متخصصة من صناديق الاستثمار، وحددت لكل فئة شروط تكوينه وإنشائه وآلية العمل به كما يلي:

أ- صناديق القابضة:

أجازت الهيئة إنشاء صناديق قابضة على أن يلتزم بشروط وأحكام اللائحة. وألزامت مدير صندوق القابض الاستثمار في ثلاثة صناديق على الأقل، وأن يلتزم بنسبة 5% على الأقل ولا تزيد عن 50% عن إجمالي صافي قيمة أصوله في صندوق واحد.²

ب- صناديق أسواق النقد:

يهدف صندوق أسواق النقد وفقاً للائحة الصناديق الاستثمار في الودائع قصيرة والأوراق المالية قصيرة الأجل وعقود تمويل التجارة.

تحدد أسعار الوثائق وفقاً للعرض والطلب وقابلة للصعود أو الهبوط في قيمها ولا يعد مدير الصندوق ملزماً بقبول طلبات الاسترداد بقيمة الطرح.³

ت- الصناديق العالمية:

تؤسس هذه الصناديق بعد موافقة الهيئة بعد تزويدها بصورة العقد بين الصندوق العالمي والصندوق الأجنبي على أن تستثمر أصول الصندوق في الأوراق المالية لأي صندوق تم تأسيسه ويعمل خارج المملكة ويستثمر جميع أصوله خارج المملكة.⁴

ث- الصناديق المتخصصة:

وهي صناديق تؤسس للاستثمار في قطاع معين وقد حددت اللائحة شروط الاستثمار لهذه الصناديق وعلى مدير الصندوق الالتزام بها ما لم تحدد الهيئة خلاف ذلك.

¹ لائحة صناديق الاستثمار السعودية المادة 29 .

² لائحة صناديق الاستثمار السعودية المادة 43 .

³ لائحة صناديق الاستثمار السعودية المادة 44 .

⁴ لائحة صناديق الاستثمار السعودية، المادة 41 .

2-2-4-2 أنواع الصناديق المدرجة في سوق تداول:

ويمكن تصنيف أنواع صناديق الاستثمار السعودية والمسجلة في هيئة السوق المالي كما يلي¹

2-2-4-2-1 وفقاً لهيكل رأس المال:

صناديق استثمار مفتوحة وصناديق استثمار مغلقة، وتعد معظم الصناديق السعودية هي صناديق مفتوحة وذلك لقدرتها على تحقيق المرونة للمستثمر بحرية استرداد أمواله في الوقت المناسب الأمر الذي شجع على رواج صناديق ذات النهاية المفتوحة.

2-2-4-2-2 وفقاً لمجال الاستثمار:

أ- صناديق الأسهم وتضم:

- صناديق الأسهم المحلية.
- صناديق الأسهم الخليجية.
- صناديق الأسهم العالمية.

ب- صناديق أدوات الدين.

ت- صناديق السندات الدولية.

ث- صناديق أسواق النقد (المرابحة).

ج- صناديق العملات.

2-2-4-2-3 وفقاً للتقيد بالضوابط الشرعية:

أ- صناديق متوافقة مع الشريعة.

ب- صناديق التقليدية.

2-2-4-2-4 وفقاً للأهداف:

أ- صناديق الدخل أو المحافظة على رأس المال.

ب- صناديق نمو والدخل.

ت- صناديق النمو أو تنمية رأس المال.

ويبين الجدول التالي عدد صناديق الاستثمار حسب تقرير هيئة السوق المالي السعودي.

¹ سوق التداول السعودي www.tadawel.com

الجدول رقم (8)

عدد صناديق الاستثمار ونسبة التغير من 2006 - 2009

نوع الصندوق	2009	النسبة %	2008	النسبة %	2007	النسبة %	2006	النسبة %
الأسهم المحلية	57	21%	45	17%	35	15%	27	13%
الأسهم الخليجية	21	8%	16	6%	13	5.6%	12	5.8%
الأسهم العالمية	73	28%	74	28%	74	13.8%	68	32.7%
أدوات الدين	6	2%	7	2%	11	4.7%	9	4.3%
أسواق النقد	61	23%	57	22%	49	21%	44	21.2%
عقاري	6	6%	4	2%	4	1.7%	3	1.4%
قابض	30	11%	34	13%	33	14.2%	33	15.8%
أخرى	12	5%	25	10%	14	6%	12	5.8%
الإجمالي	244	100%	262	100%	233	100%	208	100%

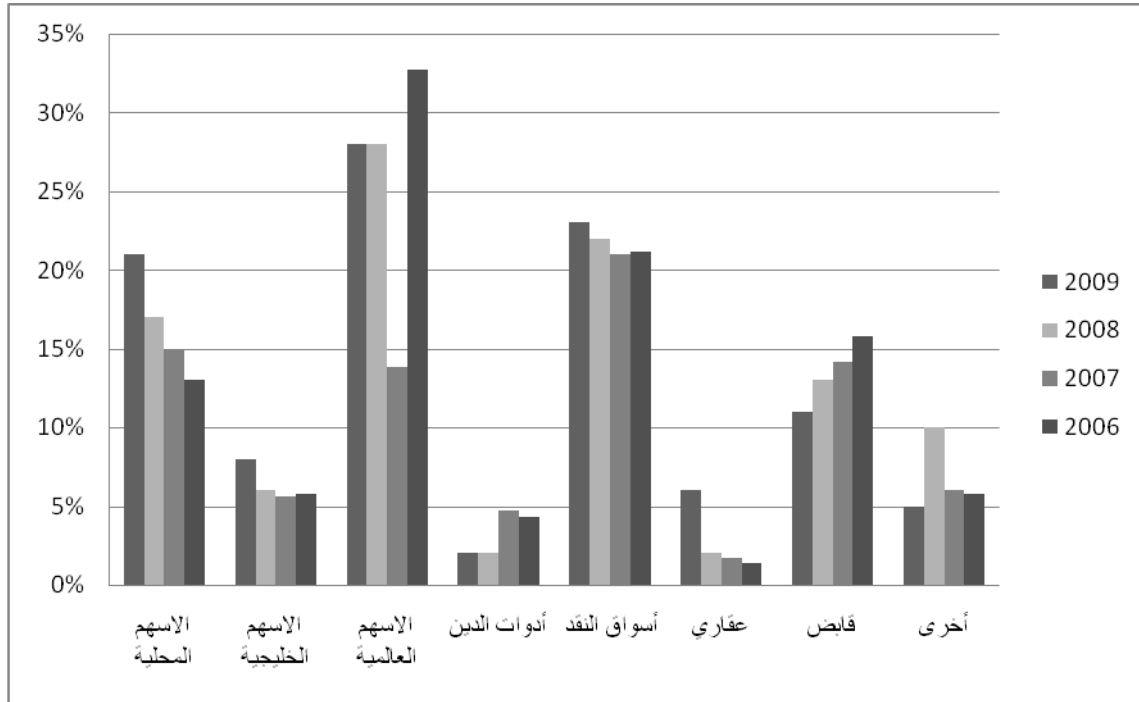
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير سوق المالي السعودي

من خلال الجدول نجد:

- في عام 2009 بلغ عدد صناديق الأسهم المحلية 57 صندوقاً أي بنسبة شكلت 21% من إجمالي عدد الصناديق البالغ عددها 266 صندوقاً ونجد أيضاً ازدياد عدد صناديق أسواق النقد في عام 2009 لتصل إلى 61 صندوقاً وتشكل نسبة 23% من إجمالي عدد الصناديق وبذلك يكون مستوى نموها عن عام 2006 نسبة 39%.
- نجد ازدياد عدد صناديق العقارية حيث بلغ عددها 6 صناديق عام 2009 وشكلت 6% من إجمالي صناديق 2009 ولكن لا نجد لها نشاطاً كبيراً مقارنة بباقي الصناديق رغم إصدار لائحة خاصة للصناديق العقارية تاريخ 15\7\2006 بموجب قرار هيئة السوق المالي رقم 1-193 .
- نجد من الجدول انخفاض عدد الصناديق الأخرى في عام 2009 من إجمالي الصناديق مقارنة بعام 2008 بنسب تتراوح 25%.
- انخفاض عدد صناديق القابضة تدريجياً من عام 2006 ووصولاً لعام 2009 ويبلغ عددها 30 صندوق أي انخفاضها بنسبة 12% مقارنة بعام 2008.

الشكل رقم (2)

عدد صناديق الاستثمار وفقاً لنوعها من 2006 - 2009



أما بالنسبة لنمو أصول الصناديق فيبين الجدول التالي تطور أصول صناديق الاستثمار في السعودية ما بين عام 1991 - 2009م.

الجدول رقم (9)

أصول صناديق الاستثمار في الفترة الممتدة ما بين 1996 - 2009

إجمالي الأصول	استثمارات عقارية	أصول أجنبية أخرى	أصول محلية أخرى	أدوات نقدية أجنبية	أدوات نقدية محلية	سندات أجنبية	سندات محلية	أسهم أجنبية	أسهم محلية	نهاية الفترة
16657	--	2762	1536	2970	3858	863	1280	2926	463	1996
21433	--	3512	2200	3424	4192	528	1923	3945	1708	1997
25009	--	5188	2659	4358	4119	533	2495	4452	1207	1998
34682	--	8544	4251	4717	6231	576	2108	6686	1569	1999
38556	--	12019	7367	2064	7849	193	7	7697	1360	2000
50059	--	8619	14332	3999	13723	180	7	6844	2355	2001
48827	--	7140	14864	3398	15516	122	10	5339	2437	2002
53866	--	5773	17008	3105	15360	134	7	7638	4841	2003
60317	--	4962	19512	2276	10379	128	27	8461	14572	2004
136974	--	4960	19696	1607	6501	79	20	14667	89444	2005
84108	--	3502	3749	3512	23951	168	1683	15583	31960	2006
105100	--	4799	4611	3518	29362	264	531	16809	45206	2007
74814	2149	995	2145	2252	38289	559	1618	9749	17058	2008
89548	2332	974	1167	4099	49402	324	1960	10009	19281	2009

المصدر : مؤسسة النقد السعودي (الأرقام بمليون ريال)

يبين الجدول السابق أصول صناديق الاستثمار في الفترة الممتدة ما بين 1996 - 2009 ونلاحظ:

- في عام 2009 ارتفع إجمالي الاستثمار في أسواق الأسهم العالمية بنسبة ٧,٢ في المئة ليبلغ ١٠ مليون ريال. وتمثل الأسهم العالمية ما نسبته ٢,٣٤ في المئة من إجمالي استثمارات صناديق الاستثمار في الأسهم مقابل ٤,٣٦ في المئة نهاية عام 2008.
- ارتفع حجم الاستثمار في عام 2009 في الأسهم المحلية بنسبة ٠,١٣ في المئة، وتمثل الأسهم المحلية ما نسبته ٨,٦٥ في المئة من إجمالي استثمارات صناديق الاستثمار في الأسهم مقابل ٦,٦٣ في المئة نهاية عام 2008 .
- ويمثل الاستثمار في أسواق الأسهم المحلية والعالمية في نهاية عام ٢٠٠٩ م نحو ٧,٣٢ في المئة من إجمالي أصول صناديق الاستثمار، وفي المقابل كانت هذه النسبة في نهاية عام ٢٠٠٨ حوالي ٨,٣٥ في المئة. بينما انخفضت استثمارات الصناديق في السندات الدولية في نهاية عام ٢٠٠٩ م بنسبة ٠,٤٢ في المئة لتبلغ ٠,٣٢٤ مليون ريال، في حين ارتفعت استثمارات

الصناديق في السندات المحلية من ١٦١٨ مليون ريال في نهاية عام ٢٠٠٨ إلى ١٩٦٠ مليون ريال في نهاية عام ٢٠٠٩ بنسبة ارتفاع بلغت حوالي ١,٢١ في المئة.

- مثل الاستثمار في أسواق السندات المحلية والأجنبية في نهاية عام ٢٠٠٩ م نحو ٦,٢ في المئة من إجمالي أصول صناديق الاستثمار مقارنةً بنحو ٩,٢ في المئة في نهاية عام 2008. تتوزع أصول الصناديق على مختلف القطاعات ويسعى مدراء الصناديق استثمار أصول صناديقهم بما يتناسب مع أهدافهم الاستثمارية .

وفي توزيع الأصول حسب القطاعات نلاحظ في الجدولين التاليين توزيع أصول الصناديق حسب القطاعات للعامين 2006-2007 و 2008-2009 كما يلي:

الجدول رقم (10)

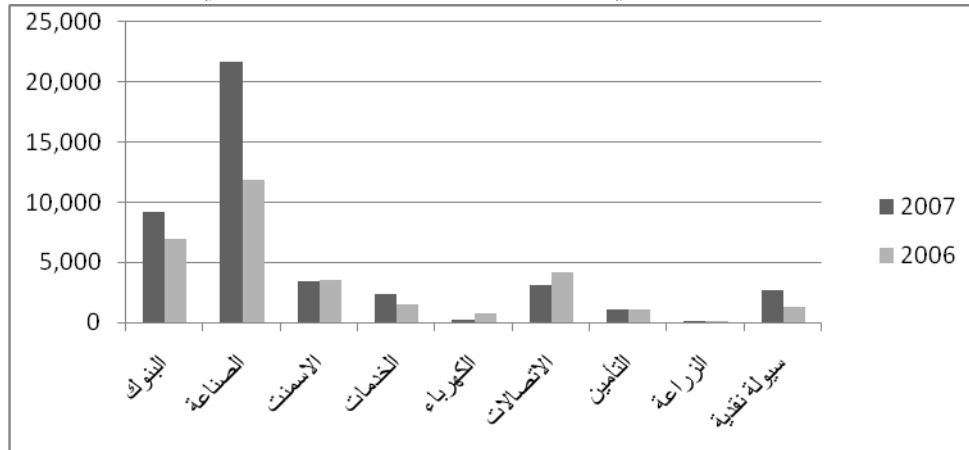
حجم أصول صناديق الاستثمار في قطاعات السوق المالية السعودية عامي 2006-2007

القطاع	2006		2007		التغير
	النسبة	الحجم بالمليون ريال	النسبة	الحجم بالمليون ريال	
البنوك	%22.5	6,975	%21	9,175	%31.5
الصناعة	%38.3	11,891	%49.5	21,640	%82.0
الاسمنت	%11.2	3,469	%7.8	3,401	%2.0-
الخدمات	%4.9	1,535	%5.3	2,300	%49.8
الكهرباء	%2.2	686	%0.4	191	%-72.2
الاتصالات	%13.2	4,114	%7.2	3,137	%-23.7
التأمين	%3.3	1,017	%5.2	1,087	%6.9
الزراعة	\$0.3	97	%0.3	127	%30.9
سيولة نقدية	%4.1	1,279	%6	2,620	%104.8
الإجمالي	%100	31,063	%100	43,678	%40.6

المصدر هيئة السوق المالي السعودي

الشكل رقم (3)

حجم أصول صناديق الاستثمار في قطاعات السوق المالية السعودية عامي 2006 و 2007



- تركزت أكثر الاستثمارات في صناديق الاستثمار في قطاع الصناعة حيث بلغ إجمالي حجم الاستثمار نحو 216 مليون ريال عام 2007 وبنسبة 49.5% من إجمالي الاستثمارات في جميع القطاعات أما في عام 2006 فقد بلغت نسبة استثمار صناديق الاستثمار نسبة 38.3%.

- ارتفع حجم أصول الصناديق عام 2007 في قطاعات البنوك، الصناعة، خدمات، التأمين، والزراعة بنسبة تتراوح بين 6.9% في قطاع التأمين و31.5% في قطاع البنوك.

- انخفض حجم أصول الصناديق عام 2007 في قطاعات الاسمنت والكهرباء والاتصالات بنسبة تتراوح بين 2% قطاع الاسمنت و72.2% قطاع الكهرباء.

إلا أنه توسع نشاط صناديق الاستثمار ليشمل العديد من القطاعات الأخرى كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (11)

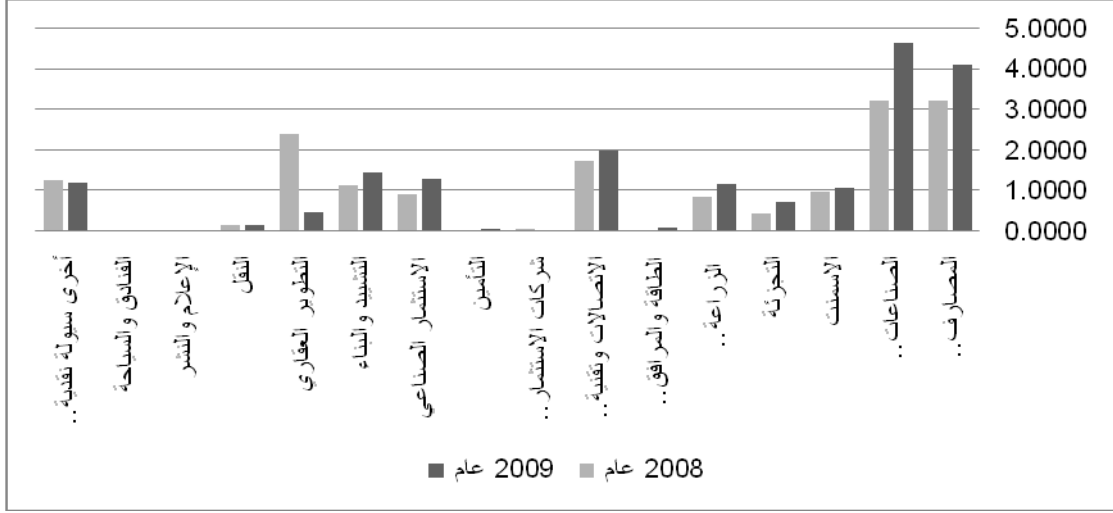
حجم أصول صناديق الاستثمار في قطاعات السوق المالية السعودية عامي 2009 و2008

التغير	2008		2009		القطاع
	النسبة	الحجم بالمليار ريال	النسبة	الحجم بالمليار ريال	
%27	%19.7	3.237	%22	4,119	المصارف والخدمات المالية
%44	%19.6	3.22	%25	4,640	الصناعات البتر وكيمياوية
%9	%6.0	0.981	%6	1,067	الاسمنت
%58	%2.8	0.458	%4	0,725	التجزئة
%38	%5.1	0.843	%6	1,167	الزراعة والصناعات الغذائية
%71	%0.3	0.049	%0.5	0,084	الطاقة والمرافق الخدمية
%15	%10.5	1.728	%11	1,981	الاتصالات وتقنية المعلومات
%25-	%0.4	0.06	%0.2	0,045	شركات الاستثمار المتعدد
%31	%0.01	0.002	%0.2	0,064	التأمين
%43	%5.5	0.912	%7	1,304	الاستثمار الصناعي
%28	%6.9	1.144	%8	1,467	التشييد والبناء
%80-	%14.5	2.396	%3	0,489	التطوير العقاري
%1	%1	0.172	%1	0,173	النقل
%40	%0.1	0.015	%0.1	0,021	الإعلام والنشر
-	%0	0	%0.002	0,0004	الفنادق والسياحة
%5-	%7.6	1.253	%6.0	1,196	أخرى (سيولة نقدية وأسواق النقد)
%13	%100	16.470	%100	18,542	الإجمالي

المصدر هيئة السوق المالي السعودي

الشكل رقم (4)

حجم أصول صناديق الاستثمار في قطاعات السوق المالية السعودية والسيولة النقدية



- تركز معظم استثمارات صناديق الاستثمار في قطاعي "الصناعات البتروكيماوية والمصارف والخدمات المالية بلغ حجم الاستثمار في قطاعي الصناعات البتروكيماوية و"المصارف والخدمات المالية" نحو 4,64 مليار ريال و 4,1 مليار ريال في عام 2009 م بنسبة مقدارها 25 % و 22 % على التوالي من إجمالي حجم الاستثمارات في جميع القطاعات. جاء الاستثمار في قطاع الفنادق والسياحة في المرتبة الأخيرة من حيث الحجم بمبلغ يقارب 400 ألف ريال بنسبة 0,002 %.

- ازداد عدد القطاعات التي تستثمر فيها أصول الصناديق لتشمل 16 قطاعاً وقد تركز معظم الاستثمارات في قطاعي المصارف.

من خلال ما سبق نجد تطور ونمو عدد صناديق الاستثمار في السعودية وازدياد عدد أصولها وتنوع أنواعها لتلبي احتياجات كافة المستثمرين المحليين والأجانب.

المبحث الثالث

دور تطبيق الحوكمة في إدارة صناديق الاستثمار

بدأت الأزمة المالية في الولايات المتحدة نتيجة توفر ما يعرف بالأموال الرخيصة أي انخفاض سعر الفائدة ورفع الطلب على القروض وخاصة العقارية، وتسهيل وتيسير هذه القروض وتزايد الطلب عليها مما أدى إلى رفع أسعار العقارات في الولايات المتحدة وظهور الفقاعة السعرية للأصول العقارية. هذه الفقاعة أغرت المؤسسات المالية ومنها صناديق الاستثمار بالدخول في سوق القروض العقارية كما أن غياب الرقابة اللازمة وعدم الالتزام بقواعد هيئات سوق المال، أدى إلى نشر مخاطر القروض العقارية على نطاق أوسع وبانت صناديق الاستثمار من دول أخرى تدخل في الاستثمار بسوق القروض العقارية الأمريكية.¹

وقد كشفت الممارسات العملية العديد من الثغرات التي يمكن أن تهدد المستثمرين بل وتهدد البورصة بكاملها ومن هنا يأتي دور آليات الحوكمة بالرقابة على تعاملات صناديق الاستثمار وحماية أموال المستثمرين وتشجيعهم على الاستثمار في وثائقها وإلزام المدراء بالهدف الذي أنشأ من أجله الصندوق ضماناً لتحقيق التوازن والاستقرار في السوق.

2-3-1 الرقابة كأحد آليات الحوكمة في صناديق الاستثمار:

2-3-1-1 الرقابة الداخلية على صناديق الاستثمار:

يعتبر نظام الرقابة في أي شركة بمثابة خط الدفاع الأول الذي يحمي مصالح المساهمين وكافة الأطراف ذات الصلة بالشركة، كما يوفر الحماية لعملية إنتاج المعلومات المالية التي يمكن الاعتماد عليها في اتخاذ قرارات الاستثمار السليمة، وقد عرفت لجنة إجراءات المراجعة التابعة لمجمع المحاسبين القانونيين الأمريكيين (AICPA) الرقابة الداخلية بأنها ((خطة التنظيم وكل الطرق والإجراءات والأساليب التي تضعها الإدارة والتي تهدف إلى المحافظة على أصول الشركة وضمان دقة وصحة المعلومات المحاسبية وزيادة درجة الاعتماد عليها وتحقيق الكفاءة التشغيلية والتحقق من التزام العاملين بالسياسات الإدارية التي وضعتها الإدارة)).²

من خلال التعريف يتبين أن الرقابة تهدف إلى المحافظة على أصول الشركة، وضمان دقة المعلومات المحاسبية، والتأكد من التزام العاملين في الشركة بالقوانين والأنظمة والسياسات التي وضعتها الإدارة، وتحقيق الضبط الداخلي للشركة.

¹ عبد القادر السيد متولي/ 2010، مرجع سابق، ص 335.

² الصحن عبد الفتاح وآخرون/2008"المراجعة التشغيلية و الرقابة الداخلية"الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، ص13.

تخضع صناديق الاستثمار إلى رقابة داخلية من خلال مراقبي الحسابات التي تهدف إلى توجيه أموال الصندوق نحو أفضل المجالات التي يمكن أن تحقق عائد مستقر، ويكون لمراقب الحسابات الحق في الإطلاع على كافة السجلات المتعلقة بإدارة الصندوق وفقاً للمبادئ المتعارف عليها.¹

كما تخضع الصناديق لرقابة أمين الحفظ الذي يراقب أعمال الصندوق ويحتفظ بأمواله والتأكد من أن الأموال تُستثمر في حدود الأساليب والسياسات المحددة بنظام السوق. وتتطلب الرقابة الداخلية في هذا الشأن أن يكون أمين الحفظ مستوفياً للشروط والمواصفات القانونية ويتبع إجراءات معينة ومحددة لمتابعة إدارة الصناديق، ومدى التزام مدير الصندوق بقواعد الاستثمار والمساءلة المحاسبية والقانونية والمالية، كما يتوجب على أمين الحفظ القيام بإجراءات الرقابة على عمليات إصدار الوثائق واستردادها سواء تمت عمليات الإصدار والاسترداد عن طريق الشركة المنشئة للصناديق أو عن طريق أحد الوكلاء أو مدير استثمار يعهد له بمهمة الإصدار والتداول والاسترداد.²

وقد لاحظت الباحثة من خلال الاطلاع على شروط وأحكام الصناديق السعودية أن مهمة الحفظ تتوالها شركة مدير الصندوق نفسها ويستطيع مدير الصندوق تعيين أمين حفظ خارجي عند الحاجة، مما يؤدي الضعف في عملية الرقابة على الأداء والإشراف على أعمال مدراء الصناديق. تقوم الرقابة الداخلية في صناديق الاستثمار وفق ما سبق على مجموعة من المرتكزات الأساسية هي:³

أ- وجود هيكل تنظيمي فعال:

هو الهيكل الذي تتحدد فيه المسؤوليات والسلطات المختلفة لكافة الإدارات والأشخاص بدقة واضحة وتحدد الواجبات والمسؤوليات تتناسب مع قدرات العاملين، وتطبيق مبدأ الفصل بين المهام المختلفة.

¹ اللائحة التنفيذية لقانون رقم 31 سة 1991 في شأن تنظيم تداول الأوراق المالية و انشاء صناديق الاستثمار في الكويت، المادة 81.

² علي نصر عبد الوهاب و شحاته السيد شحاته/2008، "مراجعة حسابات البنوك التجارية والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وفقاً للمعايير الدولية للمراجعة والتأكد المهني"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص454-464.

³ الصحن عبد الفتاح و أخرون/2008، مرجع سابق، ص 14 - 17.

ب- وجود سياسات و إجراءات لحماية أصول الصناديق الاستثمار:

من المقامات الأساسية لوجود نظام كفاء للرقابة الداخلية على صناديق الاستثمار وجود مجموعة من السياسات والإجراءات اللازمة لحماية الأصول وضمان صحة البيانات المالية. وتُعد الرقابة على الاستثمارات من أهم إجراءات الرقابة على صناديق الاستثمار، ولوجود رقابة فعّالة على الاستثمارات يجب مراعاة ضوابط الاستثمار في الأوراق المالية للشركة المصدرة ونسبة الاستثمار إلى إجمالي أموال الصندوق، وإتباع سياسة محددة لمتابعة عمليات مدير الصندوق ووكيل الاستثمار في حاله تواجده، كما يجب الأخذ بعين الاعتبار إجراءات تقييم ومراقبة أداء مدراء الصناديق استناداً إلى معايير الأداء والرقابة المالية والإدارية.¹

ج- وجود إجراءات للتحقق من صحة البيانات المالية:

تعد التقارير المالية هي نقطة الأساس المرجعية التي يعتمد عليها المستثمر في اتخاذه للقرار الاستثماري لذلك لا بد من وجود إجراءات للتحقق من صحة ودقة تلك البيانات والتقارير المحاسبية، ويتطلب ذلك وجود مراجعة لكل عملية من الناحية المستندية والتسجيلية ووجود إدارة مستقلة للمراجعة الداخلية تلعب دوراً كبيراً في تحقيق ذلك.

د- وجود إجراءات لزيادة كفاءة أداء العاملين و التزامهم بالقوانين والأنظمة:

يجب أن تكون هناك إجراءات تعمل على زيادة كفاءة الأداء وتشجيع العاملين على الالتزام بالسياسات الموضوعية فقد تكون البيانات المالية دقيقة وصحيحة ولكن لا يوجد بالمقابل استغلال الأمثل للموارد المتاحة في الصناديق الاستثمارية.

من خلال ما سبق نجد أن وجود رقابة داخلية فاعلة يؤدي إلى خلق نظاماً متطوراً يساعد على تحقيق الرقابة المالية والإدارية على القائمين على إدارة الصندوق وأداءهم مما يعزز تطبيق الحوكمة الجيدة في صناديق الاستثمار.

وتخضع صناديق الاستثمار السعودية للرقابة الداخلية من خلال إلزام مدير الصندوق بالإفصاح عن الهيكل التنظيمي وتحديد مسؤوليات اتخاذ القرار سواء من قبل مدير الصندوق أو أي شخص مسجل مشترك في تلك القرارات مثل مدير محفظة الاستثمار، كما يلتزم مدير الصندوق بإعداد سجل لحملة الوثائق يتضمن اسم مالك الوثيقة ورقم سجله المدني وجنسيته وعدد الوثائق التي يملكها وتاريخ التسجيل في السجل، ويعد ذلك السجل دليلاً قاطعاً على ملكة الوثائق.²

¹ علي نصر عبد الوهاب و شحاته السيد شحاته/2008، مرجع سابق، ص456.

² لائحة صناديق الاستثمار السعودية، المادة 5 ، 32.

2-1-3-2 الرقابة الخارجية لصناديق الاستثمار:

تشرف الجهات الإشرافية على صناديق الاستثمار بهدف حماية الادخار العام والاقتصاد الوطني الذي يؤدي إلى تطوير عمل صناديق الاستثمار وتجنب أي ممارسات تؤدي بالإخلال بالحقوق والالتزامات بين الأطراف ذات العلاقة بالصندوق.¹

تنقسم الرقابة الخارجية في الصندوق إلى:

أ- **رقابة سابقة:** هي الرقابة التي تخضع لها عملية تأسيس الصندوق والحصول على الموافقة من قبل الجهات الإشرافية وقد حددت العديد من المعايير شروط إنشاء الصناديق على أن تلتزم بما يلي:²

1. سبب من أجله تم إنشاء الصندوق، ألزمت لائحة صناديق الاستثمار السعودية وصف هدف الصندوق وأغراضه، بما في ذلك فئته ونوعه، وإذا كان الهدف هو الاستثمار في قطاع معين فيجب أن يشمل الإفصاح المعايير اللازمة لتحديد مجال الاستثمار.

2. الإفصاح عن تشكيلة الأسهم والسندات أو غيرها من الأوراق المالية التي يستثمر فيها الصندوق أمواله. ألزمت لائحة صناديق الاستثمار مدراء الصناديق الإفصاح عن نوع الأوراق المالية التي سوف يستثمر فيها الصندوق بشكل أساسي.

3. وجود مدير وإدارة محترفة تقوم بإدارة الصندوق لتحقيق أهدافه.

و قد حددت هيئة السوق المال السعودي في لوائحها التنظيمية شروط إنشاء والترخيص للصندوق حيث على الشركات التي تريد إنشاء صندوق استثماري الالتزام به وقسمته إلى الطرح العام والطرح الخاص.

أولاً: الطرح العام:

تطرح صناديق الطرح العام وثائقها للمستثمرين كافة وتتحد شروط إنشائها وفقاً لشروط إنشاء والترخيص لصندوق الاستثمار وحددت اللائحة شروط طرح وثائق الصناديق للمستثمرين وألزمت جميع المؤسسات المالية وشركات الاستثمار الراغبة بإنشاء صناديق الحصول على موافقة من قبل هيئة السوق المالي ويجب أن يتضمن طلب الطرح:

1. كافة المعلومات المتعلقة بالهيكل التنظيمي لمدير الصندوق أو أي شخص مسجل ومشارك في اتخاذ القرارات في الصندوق مثل المحلل المالي.

2. يجب ذكر أعضاء لجنة المطابقة والالتزام أو مسؤولها بحال عدم وجود لجنة.

¹ حلمي خالد، 2007 "النظام القانوني للرقابة على المحافظ و صناديق الاستثمار" بحوث المؤتمر العلمي الخامس عشر، مؤتمر الاسواق المالية و البورصات، آفاق و تحديات، غرفة تجارة وصناعة دبي، المجلد الخامس ص 17 - 18.

² عوجان هويل وليد، 2007، مرجع سابق ص 5.

3. تحديد السياسات الاستثمارية التي يتبناها مدير الصندوق والنظم الإدارية المتبعة في عمليات الصندوق.

4. إيضاح أحكام وشروط الصندوق التي تتضمن أهداف الصندوق، وشروط الاشتراك ونماذج الاسترداد، والمصاريف والأتعاب، ومخاطر الصندوق، وانتهاء الصندوق وطرق تقييم أصوله.

5. يجب الإفصاح عن كافة العقود المبرمة بين مدير الصندوق مع الجهات والأطراف الأخرى التي لها علاقة بإدارة الصندوق مثل العقود المبرمة مع أمين الحفظ، وعقود مع مراجعي الحسابات.

تقوم الهيئة بعد تسلمها كافة المعلومات المطلوبة بإشعار مقدم الطلب بالموافقة الكلية على الطرح أو موافقة جزئية أو رفض الطلب وعندها يحق لصاحب الطلب التقدم بطلب التظلم إلى اللجنة لإعادة دراسة طلبه.

ثانياً: الطرح الخاص:

تطرح صناديق الطرح الخاص وثائقها لفئة معينة من المستثمرين وهم حكومة المملكة، مؤسسة النقد، الأسواق المالية المعترف بها من قبل الدول، مركز الإيداع، أشخاص أو شركات استثمارية تتصرف لحسابها، كما يعتبر الطرح خاصاً إذا كانت الوثائق صادرة عن حكومة المملكة أو هيئة دولية تعترف بها الهيئة.

وحددت اللائحة شروط إنشاء الطرح الخاص كما يلي:

1. أن يتم الطرح عن طريق مدير الصندوق حصراً.

2. ألا يقل قيمة الوثائق المطروحة عن مليون ريال سعودي أو ما يعادله.

ويتوجب على القائمين على الرقابة الخارجية مثل هيئة السوق المالي السعودي التحقق من التزام الشركات بشروط الطرح العام والخاص وتقييدها بالقوانين والأنظمة وشروط إنشاء صناديق الاستثمار.

ب- الرقابة اللاحقة: تهدف إلى متابعة عمل الصندوق وأداءه ليكون متفقاً مع الأحكام والقوانين واللوائح والنظم الإدارية. وتتولى هيئة السوق المالي السعودي مهمة الرقابة على صناديق الاستثمار السعودية وعلى مدير الصندوق تزويد الهيئة بالقوائم المالية السنوية المراجعة والقوائم المالية الأولية المدققة كل ستة أشهر.¹

¹ لائحة صناديق الاستثمار السعودية المادة 10.

2-3-2-2-3-2-2 المراجعة كأحد آليات الحوكمة في صناديق الاستثمار:

تهدف المراجعة إلى فحص أنظمة الرقابة الداخلية والبيانات المحاسبية والسجلات بهدف إبداء الرأي المحايد عن مدى تعبير القوائم المالية الختامية عن نتائج أعمال صناديق الاستثمار وعن مركزها المالي في نهاية الفترة المالية، ومن أجل ممارسة حوكمة الشركات الجيدة في صناديق الاستثمار، يُلزم مراجعتها بهدف إبداء الرأي بشأن مدى صدق وعدالة القوائم المالية في التعبير عن المركز المالي للصندوق ونتائج أعماله والتدفقات النقدية له، سواء كانت تلك القوائم مرحلية أو سنوية، ويمكن القول أن المراجعة في صناديق الاستثمار هي مراجعة مالية خارجية بالدرجة الأولى والتي تفرضها طبيعة نشاط وأهداف الصندوق.¹

تنقسم المراجعة في صناديق الاستثمار إلى:²

أ- **مراجعة داخلية:** تقوم المراجعة الداخلية بمراجعة جميع عمليات الصندوق ومستنداته بواسطة موظفين، والكشف عن الأخطاء والغش ومعالجته والإشراف على تقديم البيانات المالية اللازمة للإدارة لاستخدامها في التخطيط واتخاذ القرارات.

ب- **مراجعة خارجية:** تقوم بالمراجعة الخارجية جهة مستقلة عن مدير الصناديق ولا تخضع لإشراف الإدارة بل تمارس عملها كوكيلة عن حملة الوثائق وتراعي تطبيق الإدارة القانون الأساسي لها، وكذلك اللوائح والقوانين المعمول بها.

ترتبط المراجعة في صناديق الاستثمار بعدة عوامل يجب على المراجع تحديدها واستكشافها، وتعد بيئة المراجعة هي أولى تلك العوامل، ذلك أن بيئة صناديق الاستثمار بيئة جديدة إلى حد ما على مراجع الحسابات في الدول العربية، ولذلك تتطلب من المراجع مجهوداً كبيراً في اكتشافها قبل تنفيذ عملية المراجعة، ويلتزم المراجع بالإلمام بعدة نواحي هي:

أولاً: الإطار التشريعي لصناديق الاستثمار:

على مراجع حسابات الصندوق الإطلاع على شروط وأحكام صناديق الاستثمار واللوائح والأنظمة التي تلتزم بها.

ثانياً: طبيعة نشاط صناديق الاستثمار:

يتوجب على مراجع الحسابات الإلمام بالسياسات المتبعة في إدارة استثمارات الصناديق ولا بد أن تتسجم هذه السياسات مع أهداف الصندوق المحددة وفق شروطه وأحكامه، بحيث لا تركز استثمارات الصندوق على ورقة مالية معينة أو في بلد معين أو منطقة جغرافية أو صناعية أو

¹ علي نصر عبد الوهاب و شحاته السيد شحاته/2008، مرجع سابق، ص433.

² جربوع محمود يوسف/2007، "مراجعة الحسابات بين النظرية و التطبيق" الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 18 - 19.

- قطاع معين إلا إذا تم الإفصاح عن ذلك، كما لا يجب تحمّل الصندوق أي مخاطرة استثمارية غير ضرورية تتعلق بأهدافه. وحددت لائحة صناديق الاستثمار شروط الاستثمار وفق ما يلي:¹
1. ألا تزيد نسبة ما يستثمر في شراء الأوراق المالية لشركة واحدة عن 10% من أصول الصندوق باستثناء الأوراق المالية الصادرة عن حكومة المملكة وحكومات دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية والدول أعضاء في مجلس التعاون لدول الخليج.
 2. ألا تتجاوز نسبة ما يستثمره الصندوق من وثائق التي تصدرها صناديق استثمار أخرى عن 10% من صافي قيمة أصول الصندوق الذي تم تملك وثائقه.
 3. لا يجوز لصندوق الاستثمار امتلاك نسبة تزيد عن 5% من الأوراق المالية المُصدرة لأي مُصدر.
 4. يجب ألا تتجاوز استثمارات الصندوق لمصدر واحد عن نسبة 15% من صافي قيمة الأصول الصندوق.
 5. لا يجوز لصناديق الاستثمار المفتوحة استثمار أكثر من 10% من صافي قيمة أصوله في استثمارات غير قابلة للتسييل.
 6. يجوز لصناديق الاستثمار في الأسهم المدرجة في السوق أن تستثمر أكثر من 10% من صافي أصولها في أسهم أي شركة مساهمة أو قطاع معين شرط ألا يتجاوز ذلك نسبة القيمة السوقية للشركة إلى إجمالي القيمة السوقية للسوق أو القطاع المعين.
 7. يحق للصندوق تملك أدوات دين وفقاً لأهداف الصندوق ويجب ألا تتجاوز نسبة الاقتراض في الصندوق عن 10% من صافي قيمة أصوله باستثناء الاقتراض من مديره أو أي من تابعيه لتغطية طلبات الاسترداد.

ثالثاً: السياسات المحاسبية لإعداد القوائم المالية لصناديق الاستثمار:

يتوجب على مراجع الحسابات في الصندوق الإلمام بالسياسات المحاسبية التي يتبعها المحاسبون في الصندوق لإعداد القوائم المالية وأوجبت لائحة صناديق الاستثمار أن يكون إعداد القوائم المالية وفق المعايير المحاسبية الصادرة عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين.²

تتمثل متطلبات حوكمة الشركات لتحقيق فعالية جيدة للمراجعة في صناديق الاستثمار تعيين لجان المراجعة التي تعتبر أحد ركائز الحوكمة³، وتقوم لجان المراجعة التأكد من عملية المراجعة

¹ لائحة صناديق الاستثمار السعودية المادة 38 .

² لائحة صناديق الاستثمار السعودية، المادة 36.

³ حماد عبد العال طارق/2007، مرجع سابق، ص171.

الخارجية والتحقق من استقلالية المراجع الخارجي وأن القوائم المالية محل المراجعة قد تم مراجعتها بشكل سليم واحتوائها على المعلومات المحاسبية التي يحتاجها حملة الوثائق، كذلك يأتي دور لجنة المراجعة للنظر في كفاية نظام الرقابة الداخلية وتقديره إذا ما كان إطار الرقابة المنقح عليه يتم إتباعه، وأن هذا الإطار يرتفع بمستوى الرقابة الجيدة،¹ وتقوم لجنة المراجعة بتقييم الإجراءات الإدارية للتأكد من الالتزام بالقواعد والقوانين وفحص ومراجعة السياسات المحاسبية المطبقة والإجراءات التي تتبع في إعداد القوائم المالية بالإضافة إلى تقييم ومتابعة أعمال إدارة المراجعة الداخلية.²

لكي تكون لجنة المراجعة فعّالة ينبغي أن تتوفر فيها العناصر الرئيسية التي تتحدد بالعنصر الأول وهو الاستقلال، والذي يقضي بأن تضم اللجنة أغلبيتها من أعضاء مجلس الإدارة من ذوي الأشخاص القادرين على ممارسة الحكم واتخاذ القرار بشكل موضوعي ومستقل عن إدارة الصندوق، وتقييم كفاءة الإفصاح المالي، والتقارير المتممة لأداء الصندوق، والرقابة الداخلية بعيداً عن الإجراءات التي قد يواجهها الموظفون في ممارستهم المشكوك فيها عند إعداد التقارير المالية التي تناسب توقعات السوق.

أما العنصر الثاني الواجب توفره في لجنة المراجعة، هو الخبرة الجيدة والقدرة على تحليل القوائم المالية والمعلومات المنشورة، وتحليل أداء الصناديق، وتقييم مدى الوفاء بأهدافه التي أنشئ لأجله، ومتابعتهم لمدى التزام بالقيم الأخلاقية وترتيبات الحوكمة.³

نظراً للدور الذي تقوم به لجان المراجعة فقد وضعت هيئة السوق المالي السعودي القواعد المنظمة لتكوين لجان المراجعة والشروط الواجب توفرها في أعضائها والمهام المترتبة عليهم بالشكل الذي يؤدي إلى تعظيم المنفعة المتوقعة منها اتجاه عملية إعداد القوائم المالية وكل من المراجعة الداخلية والخارجية، والتي تتمثل بما يلي:⁴

يشكل مجلس الإدارة لجنة من أعضاء غير التنفيذيين تسمى لجنة المراجعة، لا يقل عدد أعضائها عن ثلاثة، يكون من بينهم مختص بالشؤون المالية والمحاسبية. وتصدر الجمعية العامة للشركة بناءً على اقتراح من مجلس الإدارة قواعد اختيار أعضاء لجنة المراجعة ومدة عضويتهم وأسلوب عمل اللجنة.

¹ مرجع سابق، ص 173-175.

² أبو السعود ممدوح، 2005، "دور المراجعة الداخلية في حوكمة الشركات" المؤتمر العربي الأول، التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، القاهرة، مصر، ص. 138.

³ سوليغيان جون وآخرون/2003، ص 208 - 214.

⁴ لائحة حوكمة الشركات السعودية، المادة 14.

أما مهمات لجنة المراجعة فتشمل الإشراف على إدارة المراجعة الداخلية في الشركة، ودراسة نظام الرقابة الداخلية ووضع تقرير مكتوب عن رأيها وتوصياتها في شأنه ودراسة تقارير المراجعة الداخلية ومتابعة تنفيذ الإجراءات التصحيحية للملاحظات الواردة فيها، كما يتحدد على لجان المراجعة التوصية لمجلس الإدارة بتعيين المحاسبين القانونيين وفصلهم وتحديد أتعابهم، بالإضافة إلى متابعة القوائم المالية والسياسات المحاسبية المتبعة والإشراف على عمل المحاسب القانوني.

2-3-3 الإفصاح كأحد آليات الحوكمة في صناديق الاستثمار:

تعتمد نزاهة الأسواق المالية على نوعية البيانات المالية التي تنشرها الشركات للمستثمرين. ويعتبر الإفصاح السليم والواضح، ضرورياً لتحقيق كفاءة السوق المالي، وكلما ازدادت درجة الشفافية في المعلومات، ازدادت ثقة بالمساواة والعدالة التي يعتقد المستثمرين بوجودها في السوق المالي وازدادت استثماراتهم في الأوراق المالية المتداولة. نظراً لوعي الدول والهيئات الحكومية بأهمية إعداد التقارير المالية لاستقرار الأسواق ونجاح الشركات التي تعمل فيها، فقد قامت بتنفيذ إجراءات قانونية وأصدرت المعايير المحاسبية واللوائح التنظيمية التي تنظم عملية نشر المعلومات في الوقت المحدد، وتحدد معلومات مبادئ الإفصاح.¹

إن تطبيق قواعد الحوكمة للإفصاح السليم في صناديق الاستثمار يستلزم وجود آليات تضمن للمستثمرين الحصول على معلومات دقيقة عن أداء الصناديق وأداء المدراء القائمين على إدارته ولذلك جاءت ضرورة الإفصاح العام عن البيانات المالية الخاصة بصناديق الاستثمار بهدف تلبية المتطلبات القانونية والاقتصادية باعتباره وسيلة لتطبيق الحوكمة وتحقيق الرقابة الإدارية الفاعلة التي تمكن الأطراف الراغبة بالاستثمار من اتخاذ قرار المشاركة أو الانسحاب من هذه الصناديق، كما أن المتطلبات الأخلاقية تستدعي التحقق من الصدق في عرض البيانات المالية للصناديق الاستثمارية من الكشف والإفصاح عن مركزها المالي ونتائج أعمالها مع ضرورة الإفصاح عن مخاطر التي يتعرض لها الصندوق. إن الإخفاق في الإفصاح عن المعلومات من قبل القائمين على إدارة صناديق الاستثمار له آثار سلبية وعكسية على الكيفية التي يتم بها تطوير التقارير المالية التي يعدها مدير الصندوق.

لكي تؤدي صناديق الاستثمار دورها كاملاً بفاعلية في تنشيط سوق الأوراق المالية وجذب المدخرات الوطنية والأجنبية والتشجيع على الاستثمار فيها، لابد من توفر كافة المعلومات التي تخدم جميع الأطراف ذات الصلة بالنشاط وتكون البيانات ملائمة يمكن الاعتماد عليها، تعد التقارير والقوائم المالية من المصادر الجوهرية التي يتم الاعتماد عليها تقييم أداء الصناديق

¹ سوليفيان جون وآخرون/2003، مرجع سابق، ص 206.

الاستثمارية التي تساعد المستثمرين على اتخاذ قرار سليم بخصوص الاستثمار المقترح لذا يجب أن تتضمن القوائم المالية المفصّل عنها:

- قائمة المركز المالي.

- قائمة الدخل.

- قائمة التدفقات النقدية.

- قائمة تغيير في حقوق الملاك و الإيضاحات المتممة.

نظراً لطبيعة نشاط صناديق الاستثمار فإن طبيعة المعلومات التي يتم الإفصاح عنها تختلف عن المعلومات المفصّل عنها في الوحدات الاقتصادية، ألزمت لائحة صناديق الاستثمار السعودية مدراء صناديق الاستثمار بالإفصاح عن شروط وأحكام الصندوق والمصاريف والرسوم سواء كانت مستحقة على حملة الوثائق أو من أصول الصندوق وأجور الاشتراك في الصندوق مثل مصاريف التعامل في الصندوق، وأتعاب إدارة الاستثمار، وأتعاب مدير الحفظ، ومصاريف استبدال وثائق الصندوق بوثائق صندوق آخر، ورسوم الاسترداد، كما ألزمت اللائحة الإفصاح عن الأداء السابق والعائد الكلي للفترة سنة، وثلاث، وخمس، وعشر سنوات مع بيان توضيحي يقارن العائد الكلي مع عائد مؤشر مناسب، وتزويد حاملي الوثائق بتقارير كل ثلاثة أشهر على أن تتضمن صافي قيمة أصول الصندوق وعدد الوثائق التي يملكها مالك الوثائق وقيمتها وسجل بصفقات كل مالك¹، والأوراق المالية التي يقوم الصندوق بالاستثمار فيها.²

إن التطبيق السليم لحوكمة الشركات في صناديق الاستثمار يشكل المدخل الفعّال لتحقيق جودة التقارير المالية والمعلومات الناتجة عنها، كذلك تسعى الحوكمة إلى إيجاد نظام قوي يشجع على الشفافية والمساءلة في التقارير المالية وإصدار المعلومات في الوقت المناسب.³

2-3-4 حوكمة الشركات و هيكلية مجلس الإدارة في صناديق الاستثمار:

في ظل الحوكمة يقع على مجلس الإدارة، وضع الخطط الإستراتيجية لسياسات الاستثمار التي تحقق ميزة تنافسية للصندوق وخلق مصدر فريد من القيمة التي تقدم للسوق، وتعكس أهداف الصندوق، وأعماله، ومساءلة المديرين التنفيذيين، ومحاسبتهم عن أدائهم لتحقيق تلك الأهداف. يعتبر صياغة الاستراتيجيات مهمة صعبة تتطلب خبرة جيدة وتوفر بيئة ملائمة لتتناسب فرص

¹ لائحة صناديق الاستثمار السعودية، المادة 13.

² لائحة صناديق الاستثمار السعودية، المادة 14.

³ أبو حماد ماجد اسماعيل، 2009، مرجع سابق، ص 60 -61.

السوق مع القدرات والتزامات الشركة، لذلك فإنه لا بد من وجود مجالس إدارة نشطة¹ تتمتع بدرجة كافية من الاستقلالية تمكنها من اتخاذ القرار الأفضل وزيادة الرقابة على المدراء التنفيذيين وفصلهم إذا لم يحققوا الأداء المطلوب.²

يؤدي أعضاء مجلس الإدارة عملهم بناءً على المعلومات التي تقدمها لهم الإدارة وعلى التقارير الصادرة عن المراجعين، وعليه فهم مسؤولون أمام حملة الوثائق عن التوجهات الإستراتيجية للشركة والرقابة الفعالة على الإدارة التنفيذية، وقد نصت لائحة حوكمة الشركات السعودية على أهم وظائف مجلس الإدارة وأكدت بضرورة تحديد مسؤوليات مجلس الإدارة بوضوح في نظام الشركة الأساسي وتحديد الصلاحيات التي تفوضها للإدارة التنفيذية، والعمل بحسن نية وجدية واهتمام، والالتزام بما يحقق مصالح المستثمرين وأهداف الشركة،³ ويستمر عضو مجلس الإدارة أداء مهامه لمدة لا تتجاوز ثلاث سنوات، على أنه يجوز إعادة تعيينه ما لم ينص نظام الشركة غير ذلك، وحرصت اللائحة ضرورة تواجد الأعضاء غير المستقلين من ضمن أعضاء مجلس الإدارة، وأن يكون أغلبية الأعضاء من غير التنفيذيين، واشترطت اللائحة ألا يشغل العضو عضوية مجلس إدارة الشركة أكثر من خمس شركات في آن واحد.⁴

نظراً لطبيعة الإدارة وسياسات الاستثمار في الصناديق واختلافها عن بقية الوحدات الاقتصادية فقد أضافت هيئة السوق المالي السعودي في لائحة صناديق الاستثمار الوظائف الأساسية لمجلس إدارة الصناديق الاستثمارية و تتمثل بـ:⁵

1. الموافقة على كافة العقود والقرارات والتقارير الجوهرية مثل عقود خدمات الحفظ أو عقود تسويق الوثائق وأي عقود يكون الصندوق طرفاً فيها.
2. الاجتماع مع مدير المطابقة والالتزام مرتين على الأقل في السنة للتأكد من التزام مدير الصندوق بجميع اللوائح والأنظمة المتبعة.
3. إقرار التصفية التي يرفعها المصفي والتي تتعلق بتصفية أو استمرار عمل الصندوق.
4. التأكد من اكتمال والتزام أحكام الصندوق وشروطه بما في ذلك الإفصاح المتعلق بالصندوق بأحكام لائحة صناديق الاستثمار الصادرة عن هيئة السوق المالي.
5. التأكد من إتمام مدير الصندوق مهامه بما يحقق مصلحة حاملي الوثائق وفقاً لأحكام الصندوق وأحكام اللائحة.

¹ مرجع سابق، ص 30.

² سليمان محمد مصطفى/2008، مرجع سابق ص 29.

³ لائحة حوكمة الشركات السعودية ، المادة 11.

⁴ لائحة حوكمة الشركات السعودية، المادة 13.

⁵ لائحة صناديق الاستثمار السعودية المادة 30 .

6. الإشراف والمصادقة على أي تضارب في المصالح يفصح عنه مدير الصندوق.
7. بذل الحرص والاهتمام والإخلاص اتجاه حاملي الوثائق والعمل بأمانة ولمصلحة الصندوق وحاملي الوثائق.

ينقسم أعضاء مجلس الإدارة في الشركة إلى:¹

أ- **العضو التنفيذي:** هو العضو الذي يشغل المنصب التنفيذي في الشركة من أمثله المدير التنفيذي، ترجع أهمية تواجده في مجلس الإدارة إلى المعرفة الشاملة بالشركة وبالمشاكل والمخاطر التي تواجهها الإدارة.

ب- **العضو غير تنفيذي:** هو العضو الذي لا يشغل منصب تنفيذي في الشركة ولا يكون متفرغاً لإدارة الشركة، أو لا يتقاضى راتباً شهرياً أو سنوياً منها.

ت- **العضو المستقل:** هو العضو الذي يتمتع باستقلالية تامة، وقد حددت هيئة السوق المالي السعودي

صفات العضو المستقل وفقاً لما يلي:²

- أن لا يكون مالكاً لما نسبته خمسة في المئة أو أكثر من أسهم الشركة أو أي شركة من مجموعتها.

- أن لا يكون ممثلاً لشخص ذي صفة اعتبارية يملك ما نسبته خمسة في المئة أو أكثر من أسهم الشركة أو أي شركة من مجموعتها.

- أن لا يكون من كبار التنفيذيين خلال العامين الماضيين في الشركة أو في أي شركة من مجموعتها.

- أن لا تكون له صلة قرابة من الدرجة الأولى مع أي من أعضاء مجلس الإدارة في الشركة أو في أي شركة من مجموعتها.

- أن لا تكون له صلة قرابة من الدرجة الأولى مع أي من كبار التنفيذيين في الشركة أو في أي شركة من مجموعتها.

- أن لا يكون عضو مجلس إدارة في أي شركة ضمن مجموعة الشركة المرشح لعضوية مجلس إدارتها.

- أن لا يكون موظفاً خلال العامين الماضيين لدى أي من الأطراف المرتبطة بالشركة أو بأي شركة من مجموعتها كالمحاسبين القانونيين وكبار الموردين، أو أن يكون مالكاً لحصص سيطرة لدى أي من تلك الأطراف خلال العامين الماضيين.

¹ سليمان محمد مصطفى/2008، مرجع سابق، ص37.

² القرار رقم 1-10-2010 الصادر عن هيئة السوق المالي السعودي.

وجدت الباحثة في دراسة صفات العضو المستقل وفق لائحة حوكمة الشركات، أن صلة القرابة في اللائحة تقتصر فقط على الدرجة الأولى ومن ثم عُرفت صلة القرابة من الدرجة الأولى أنها تمثل الأب ، والأم، والزوجة، والأولاد. إلا إن معظم الشركات السعودية هي شركات عائلية وتشكل ما نسبة 95% من مجمل الشركات السعودية،¹ وهذا يعد قصوراً في الاستقلال.

حتى يكون مجلس الإدارة قادراً على القيام بمهامه في إدارة الشركة، يجب أن يكون قادراً على ممارسة الحكم الموضوعي. ويتطلب هذا في المقام الأول الاستقلالية والموضوعية، وعادة ما يتطلب استقلال مجلس الإدارة وجود عدد كاف من أعضاء مجلس إدارة مستقلين عن إدارة الشركة. يأتي دور الأعضاء المستقلة في الإسهام بعمليات اتخاذ القرار وتقييم أداء مجلس الإدارة والإدارة بعيداً عن مصالح الشركة، مثل تحديد مكافآت التنفيذيين، والتغيرات في السيطرة على الشركة، والدفاعات ضد عمليات الاستحواذ، ووظيفة المراجعة.²

نظراً لتلك الأهمية فقد حددت هيئة السوق المالي موضوعية مجلس الإدارة واستقلالها عن إدارة الشركة، بوجود أعضاء مستقلين على ألا يقل عددهم في مجلس الإدارة عن عضوين، أو ثلث أعضاء المجلس، أيهما أكثر.³ وأيضاً بعدم الجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة وأي منصب تنفيذي مثل العضو المنتدب، أو الرئيس التنفيذي، أو المدير العام،⁴ لتعارض المهام التي يقوم كلاً منهم، فدور رئيس المجلس هو دور إشرافي رقابي، أما دور العضو المنتدب أو الرئيس التنفيذي أو المدير العام هو دور تنفيذي من الدرجة الأولى لهذا فإن الجمع بين الوظيفتين في شخص واحد يؤدي إلى الشك في فعالية المجلس.⁵

إن مجلس الإدارة الجيد يضمن للحملة الوثائق في الشركة بأن الأصول التي قاموا باستثمارها في الصندوق يتم إدارتها واستخدامها من قبل مديري الشركة بغرض تحقيق أهداف الصندوق التي وافقوا عليها عند شراءهم لوثائقه، ويضمن عدم ضياع أو إساءة استخدام أموالهم بل يستخدم لتحسين أداء الصندوق والأداء الاقتصادي للشركة، والذي يؤدي بدوره إلى زيادة قيمة وثائقهم،⁶ كما أن التطبيق الفعال لقواعد الحوكمة في تحديد مهام مجلس الإدارة ومساءلتهم أمام حملة

¹ الذكير مقبل صالح أحمد، 2011، "التحالفات الإستراتيجية خيار فعال لاستمرار الشركات العائلية السعودية"، صحيفة الاقتصاد الإلكترونية، العدد 6291، www.aleqt.com.

² The Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD), Principles of Corporate government, OP.Cit, pp54.

³ لائحة حوكمة الشركات، المادة 13.

⁴ مرجع سابق، المادة 13.

⁵ سليمان محمد مصطفى/2008، مرجع سابق، ص 39.

⁶ سوليفيان جون وآخرون/2003" مرجع سابق، ص 33.

الوثائق وتحقيق مصالحهم والتعامل العادل مع أصحاب المصالح بما في ذلك مصالح العاملين، والدائنين، والعملاء، والموردين، يؤدي إلى حماية حقوق حملة الوثائق وتحقيق عائد مناسب ومنع تعارض المصالح وتحقيق التوازن بين الطلبات المتنافسة على الشركة.¹

2-3-5 الأطراف المعنية بتطبيق الحوكمة في صناديق الاستثمار:

تنقسم الأطراف ذات العلاقة بالحوكمة في صناديق الاستثمار إلى أطراف داخلية وأطراف خارجية وتتمثل الأطراف الداخلية في مجلس الإدارة والمديرين وإدارة المراجعة الداخلية ولجنة المراجعة في حين تتمثل الأطراف الخارجية في حملة الوثائق ومراقبي الحسابات الخارجيين وأصحاب المصالح والجهات الرقابية الخارجية مثل هيئة سوق المال.²

أولاً الأطراف الداخلية:

1- الإدارة:

يتم إسناد إدارة صندوق الاستثمار إلى إدارة متخصصة في إدارة واستثمار أموال الغير وعدم تركيزها في يد شخص واحد ويجب على هذه الإدارة أن تتمتع بخبرة وكفاءة جيدة وذكرت اللائحة مهمات وقيود مدير الصندوق كما يلي:

يجب على مدير الصندوق أن يكون شخصاً مرخصاً له بمزاولة أعمال إدارة الصندوق ويكون مسؤولاً عن إدارة الصندوق وحفظ أصوله وخدمات إدارته إضافة إلى:³

❖ العمل لمصلحة حاملي الوثائق ويلتزم باللائحة وأحكام لائحة صناديق الاستثمار .
❖ الالتزام بمعايير الأمانة والإخلاص اتجاه حاملي الوثائق وبذل الجهد في إدارة الصندوق وتحقيق أهدافه.

❖ الالتزام بالقيام بعمليات استثمار بما يحقق مصالح حاملي الوثائق وحدهم دون غيرهم ويتوافق مع الظروف التي يطلع عليها مدير الصندوق .

❖ يحق لمدير الصندوق تعيين طرف آخر لتقديم خدمات استشارية.

❖ يجب على مدير الصندوق أداء جميع مهماته فيما يتعلق بسجل ملكية الوثائق .

❖ يتوجب على مدير الصندوق تعيين محاسب قانوني بعد أخذ موافقة مجلس الإدارة .

أما القيود التي وضعتها اللائحة على مدير الصندوق فهي:⁴

¹ The Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD), Principles of Corporate government, OP.Cit, pp49.

² علي نصر عبد الوهاب و شحاته السيد شحاته / 2008، مرجع سابق، ص28.

³ لائحة صناديق الاستثمار السعودية المادة 18، 21، 32، 36.

⁴ لائحة صناديق الاستثمار السعودية المادة رقم 31.

- ❖ يجوز لمدير الصندوق الاستثمار أو الاشتراك في وثائقه لحسابه الخاص عند أو بعد تأسيس الصندوق.
- ❖ لا يجوز لمدير الصندوق استثمار أصول الصندوق في أوراق مالية صادرة عن مدير الصندوق المؤسس لصندوق الاستثمار أو من تابعيه.
- ❖ لا يجوز لمدير الصندوق إيداع أموال العملاء لدى مدير الصندوق المؤسس لصندوق الاستثمار، وقد ألزمت لائحة مدير الصندوق فتح حساب منفصل لدى بنك محلي باسم كل صندوق استثمار يتم تأسيسه لإيداع جميع المبالغ فيه والتي يتم استخدامها لتمويل الاستثمار ومصاريف التشغيل وخدمات الإدارة.
- ❖ لا يجوز لمدير الصندوق التصرف كأصيل لحسابه الخاص مع صناديق الاستثمار التي يديرها فيما عدا صناديق أسواق نقد وذلك وفقاً لأحكام اللائحة.
- ❖ لا يجوز لمدير الصندوق العمل كأعضاء مجلس إدارة أو تولي أي منصب في شركة أو جهة أخرى تشكل أوراقها المالية جزءاً من أصول الصندوق الذي يديره المدير.

2- مجلس الإدارة :

يعتبر بناء مجلس إدارة فعال يعمل على تطبيق نظام الحوكمة، نقطة البداية للتطبيق السليم لحوكمة الشركات. فمجلس الإدارة يقوم وبالنيابة عن المستثمرين بوضع الخطط الاستراتيجية التي تعكس أهداف الشركة، ومساءلة المديرين التنفيذيين ومحاسبتهم عن الأداء لتحقيق تلك الأهداف وتحقيق مصالح حملة الوثائق. ولبناء مجلس إدارة فعال، يجب الأخذ بعين الاعتبار العديد من العوامل الهامة، مثل تحدد الحجم الأمثل للمجلس، وتوافر المهارات المهنية والعلمية اللازمة لقيام كل عضو بأداء واجباته.¹

ومجلس الإدارة المثالي، هو ذلك الذي يضم أعضاء من نطاق واسع من مختلف التخصصات، من ذوى المهارات فى الأمور المالية أو الفنية أو التسويقية ووجود آخرين من ذوى الخبرات الأخرى. وفى إحدى التشريعات الحديثة الصادرة فى الولايات المتحدة الأمريكية، ينص التشريع ضرورة أن يكون أحد أعضاء المجلس عضواً بلجنة المراجعة، وأن يكون على درجة جيدة من الخبرة والمعرفة بالشئون المالية.²

¹ سليمان مصطفى محمد/2008، مرجع سابق، ص 29 - 30.

² تشاركهام جوناتان، 2003، " إرشادات لأعضاء مجالس إدارة البنوك " البنك الدولي للإنشاء و التعمير www.worldbank.org ص14.

3- لجنة المراجعة وإدارة المراجعة الداخلية:

تلعب لجنة المراجعة وإدارة المراجعة الداخلية دوراً كبيراً في حوكمة الشركات عن طريق قيام إدارة المراجعة الداخلية بتقييم العمليات والأنشطة التي يقوم بها الصندوق،¹ وقيام لجنة المراجعة بدورها في تقديم المساعدة لمجلس الإدارة بالربط بين مجلس الإدارة والمراجع الداخلي والخارجي من خلال التقارير التي تقدمها للمجلس إضافة إلى دورها في الرقابة والإشراف وتقييم مدى تطابق أعمال الإدارة مع سياسات مجلس الإدارة.

إن وجود لجان مراجعة تتمتع بالاستقلالية والخبرة الجيدة سوف يؤدي إلى زيادة الشفافية في المعلومات والتقارير المحاسبية الصادرة والتأكيد على التزامها بتطبيق قواعد حوكمة الشركات ويؤدي ذلك إلى زيادة ثقة حملة الوثائق والمستثمرين المحتملين بحسن أداء صناديق الاستثمار.²

ثانياً الأطراف الخارجية:

1- حملة الوثائق:

هم من يقوم بتقديم رأس المال للصندوق عن طريق شراء وثائقه للحصول مقابلها على الأرباح، ويلعب حملة الوثائق دوراً هاماً في تحقيق الحوكمة من خلال اختيارهم لمجلس الإدارة الذي يتولى تعيين المدراء التنفيذيين الأكفاء، ويهدف حملة الوثائق من شراء وثائق الصندوق إلى زيادة ثروتهم من خلال زيادة قيمة الأوراق المالية المكونة لأصول الصندوق في السوق. يتمتع حملة الوثائق بملكيته للوثائق بالحقوق التي يتوجب على إدارة الشركة حمايتها، والعمل على تحقيق هدف الصندوق.

2- الجهات الإشرافية والرقابية:

إن تطبيق الحوكمة في صناديق الاستثمار يرتبط بقيام الجهات الرقابية مثل هيئة سوق المال بالإشراف والرقابة على الشركات التي تدير صناديق الاستثمار ومراقبة مدى التزامها بالقوانين واللوائح التي تضعها بهدف التقليل من المخاطر التي قد تتعرض لها تلك الشركات.

3- المراجعين الخارجيين:

يؤدي المراجع الخارجي دوراً هاماً في حوكمة الشركات في صناديق الاستثمار من خلال تقييم كافة المعلومات المالية التي تقوم بها الإدارة بإعدادها بالإضافة إلى تقييم المخاطر المالية التي يتعرض لها الصندوق و إبداء الرأي في القوائم المالية.³

4- أصحاب المصالح:

¹ علي نصر عبد الوهاب و شحاته السيد شحاته/ 2008، مرجع سابق، ص30.

² سليمان مصطفى محمد/2008، مرجع سابق، ص 92-95.

³ علي نصر عبد الوهاب و شحاته السيد شحاته/ 2008، مرجع سابق، ص30.

هم الأطراف الذين لهم مصلحة مع الشركة التي تدير صناديق الاستثمار مثل الدائنين والعملاء والموظفين والموردين، وقد تتعارض مصالح أصحاب المصالح فيما بينهم فالدائنون على سبيل المثال يهتمون بقدرة الشركة على الايفاء بالتزاماتها، في حين يهتم العاملون بقدرة الشركة على الاستمرار .

2-3-6 دور الحوكمة في أداء صناديق الاستثمار :

إن حوكمة الشركات ليست هدفاً في حد ذاته، فهي لا تتعلق بالتزام التدقيق بإرشاداتها أو بملاحظة السلوك الإداري، إنما تهدف إلى تحسين أداء الشركات وضمان حصولها على رأس المال الكافي لتمويل استثماراتها، وتحقيق أداء التنافسي يمكن للشركة تحقيقه في نطاق بيئتها الاقتصادية إلى جانب قدرتها على المنافسة الدولية بالحصول على التمويل اللازم لعملياتها، فهناك علاقة ما بين الحوكمة الجيدة والأداء الاقتصادي للشركات إذ أن الشركة التي تتمتع بالحوكمة الجيدة فيها مديرين جيدين و شفافية جيدة، وهي تعطي الثقة للمستثمر بأداء الشركة، وتعمل على تخفيض مخاطر الاستثمار والذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال.¹

ووجدت دراسة (Brown) أن الشركات التي تتمتع بمستوى حوكمة أفضل نسبياً وربحية أعلى وتقوم بتوزيعات أكثر لحملة الأسهم.²

ووجدت دراسة (قباجة) بوجود علاقة طردية بين فاعلية تطبيق الحوكمة من جهة وبين العائد على حقوق الملكية والعائد على الاستثمار وسعر السهم والقيمة السوقية الدفترية من جهة أخرى.³ وتوصلت دراسة (Core) أن الشركة التي تعاني من ضعف في حقوق المساهمين تعاني من ضعف الأداء التشغيلي لها.⁴

كما بين (La porta) أن زيادة في ممارسة الحوكمة يساعد الشركات على خفض تكلفة التمويل عن طريق زيادة مصادر التمويل الخارجية وميل المستثمر لدفع سعر أعلى لأسهم الشركات التي تمتاز بحوكمة جيدة.⁵

¹ سوليفيان جون وآخرون/2003، مرجع سابق، ص 32-33.

² Brown, D. and Caylor, L. (2006). Corporate Governance and Firm Valuation. Journal of accounting and Public Policy, vol 25 No4 pp 409-454.

³ قباجه عدنان، 2008، "أثر فاعلية الحوكمة المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية" رسالة دكتور غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، كلية الدراسات الإدارية و المالية العليا، ص174.

⁴ Coles, J.L. m Lemmon, M.L. and Mescke, J.F. (2003). "Structural Models and Endogeneity in Corporate Finance" Unpublished Working paper. Arizona State University pp1-40.

⁵ La Porta, R., Lopez-de Silances, F, Shleifer, A. and Vishny, R. (2002). "Investor Protection and Corporate Valuation". The Journal of Finance VOL. LVII, NO. 3 , pp 1147 -1160.

وجدت دراسة (Wellman, Zhou) إلى ضرورة تبني الحوكمة في صناديق الاستثمار لما لها دور في زيادة الأداء، وثقة حاملي الوثائق الذين يعتمدون إلى بيع الوثائق في الصناديق ذات مستوى حوكمة أقل وشراء الوثائق في الصناديق ذات درجة حوكمة أعلى.¹

لا يمكن الجزم بأن الحوكمة الفعالة للصندوق يمكن أن تضمن الأداء الجيد لجميع الصناديق على حدة إذ أن هنالك عوامل أخرى تؤثر على أداء صناديق الاستثمار، إلا أن الحوكمة الجيدة من خلال إشراف ورقابة مجلس الإدارة، وإتباع معايير الممارسة السليمة للشركات تزيد من قدرة الشركة والقائمين على إدارة الصناديق على الاستجابة للتغيرات في بيئة الأعمال، والأزمات، وفترات الركود، بما يؤكد لحملة الوثائق أن استثماراتهم ستظل في أمان وحماية.²

2-3-7 قواعد الممارسات الأفضل لحوكمة الشركات في صناديق الاستثمار:

تلعب الحوكمة دوراً هاماً في تحسين الأداء وإن غياب الحوكمة يؤدي إلى الكثير من المظاهر السلبية على أداء الشركة ومن أهمها التعثر المالي والإداري وارتفاع المخاطر، وضعف الرقابة وثقة المستثمرين بالشركة³ ولا بد من الشركات التي تُدير صناديق الاستثمار والتي تسعى إلى رفع الأداء وخفض التكاليف، تبني معايير الحوكمة الأفضل من خلال زيادة الشفافية في معاملات الشركة وإتباع الاستراتيجيات السليمة لها والعمل على حماية مصالح المساهمين وأصحاب المصالح.

وقد تم وضع عدة قواعد للممارسات السليمة لحوكمة الشركات في صناديق الاستثمار من قبل شركة (CALpers) و (National Association of Corporate Directors) كما يلي:⁴

1. الفصل بين أعضاء مجلس الإدارة ومدراء الصناديق أي يجب أن يكون للصندوق مجلس إدارة مستقل عن مجلس إدارة الشركة.
2. وجود طرف ثالث مستقل عن مدير الصندوق يقدم الإرشاد والنصح لمجلس الإدارة والتحليلات اللازمة عن المصاريف.
3. ممارسة حق حملة الوثائق في تقديم الشكاوي فيما يتعلق بالرسوم، والأداء، والمخاطر، دون وجود أي عوائق.
4. ممارسة أعضاء مجلس الإدارة الرقابة على العاملين في الصندوق.

¹ Wellman.J . and Zhou. J, 2007," Corporate governance and mutual fund performance : A first look at the Morningstar Stewardship Grades" pp1-33, www.ssrn.com.

² سوليفيان جون وآخرون/2003 ، مرجع سابق، ص 34.

³ درويش عدنان/2007، مرجع سابق، ص 39.

⁴ Management Practice, Inc., 1999,"Strengthening Mutual Fund Governance" New York www.MFGovern.com pp14- 16.

5. الإفصاح عن أعضاء مجلس الإدارة (الخبرات، المؤهلات العلمية، الكفاءات).
6. الإفصاح عن قيمة استثمارات في وثائق الصندوق للمدراء في صناديق الاستثمار التي يديرونها ذلك لأنه يرتفع أداء الصناديق عندما ما يمتلك المدراء وأعضاء مجلس الإدارة حصصاً في أصوله.
7. الإفصاح عن التقييم السنوي لاستقلالية أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين للصناديق

خلاصة الفصل الثاني

تسهم صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال جذب المزيد من المستثمرين للاستثمار في الأوراق المالية، وتقوم الصناديق بدور فعال في زيادة حجم الاستثمارات المتاحة للاستثمار في أسواق الأوراق المالية، وبدور مهم في توجيه وترشيد استثمارات المستثمرين والتأثير في قراراتهم في البيع والشراء في أسواق الأوراق المالية ويمكن زيادة دور صناديق الاستثمار في توجيه الاستثمارات إذا ما تم الاهتمام بها على الناحية التشريعية والرقابية، وقد جاء دور تطبيق الحوكمة في صناديق الاستثمار بهدف تلبية المتطلبات القانونية والاقتصادية باعتبارها وسيلة للرقابة الإدارية الفاعلة التي تمكن الأطراف الراغبة بالاستثمار من اتخاذ قرار المشاركة أو الانسحاب من هذه الصناديق كما أن المتطلبات الأخلاقية تستدعي التحقق من مدى التقيد بمعايير الدولية للرقابة والإفصاح والمراجعة المالية للصناديق.

الفصل الثالث

الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

بعد أن تناولت الباحثة في الفصول السابقة عن الجوانب الفكرية لحوكمة الشركات، وكيف نشأت صناديق الاستثمار، وعرضت التجربة السعودية في إدارة صناديق الاستثمار، وتطرقَت الباحثة إلى دور الحوكمة في إدارة صناديق الاستثمار. سوف تتناول الباحثة في هذا الفصل دراسة أثر تطبيق لائحة حوكمة الشركات السعودية على تحسين أداء صناديق الاستثمار التقليدية، من خلال عرض خصائص عينة الدراسة، وتحليل النتائج، واختبار الفرضيات بالطرق الإحصائية المحددة في منهجية البحث، واستخدام برنامج (SPSS) لإجراء التحليل الإحصائي للبيانات المجمعة من الاستبيانات التي تم توزيعها على أفراد عينة الدراسة. وقد تم توزيع 64 استبانة على الأشخاص المكلفين بممارسة حوكمة الشركات (أعضاء مجلس الإدارة، مدقق داخلي وخارجي، مدير مالي، ومدير إدارة المخاطر والاستثمار) وبلغ عدد الاستبيانات محل الدراسة 48 استبانة، حيث تم استخدام الإحصاء الوصفي لعرض إجابات عينة الدراسة عن فقرات الاستبانة باستخدام التكرارات، والنسب المئوية، والوسط الحسابي، والانحراف المعياري، والتحليل العاملي، وتحليل (ANOVA) كما تم استخدام اختبار (One-Sample T-Test) لاختبار فرضيات الدراسة.

3-1 منهج البحث وطرق جمع البيانات وتحليلها:

3-1-1 عينة ومجتمع الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات السعودية التي تدير صناديق الاستثمار التقليدية وعددها 10 شركات، وقد تم استبعاد شركتين وهم شركة عودة كابيتال، وشركة المجموعة المالية هيرمس السعودية لعدم التمكن من الحصول على البيانات حيث تمنع الإدارة توزيع الاستبيانات على العاملين فيها. وبذلك تتكون عينة الدراسة من 8 شركات سعودية تدير صناديق استثمار تقليدية. وقد تم توزيع الاستبانة على الأشخاص المكلفين بتطبيق وممارسة حوكمة الشركات (أعضاء مجلس الإدارة، المدقق الداخلي، المدقق الخارجي، المدير المالي، ومدير إدارة المخاطر والاستثمار).

ويوضح الجدول التالي أسماء الشركات وعدد الاستبيانات المستردة من كل شركة

الجدول رقم (12)

شركات صناديق الاستثمار في عينة الدراسة

الشركة	الاستبيانات المستردة
الأهلي المالية	5
رياض مالية	6
السعودي الهولندي	7
العربي الوطني للاستثمار	7
سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	6
صائب بي إن بي باريبا لإدارة الأصول	5
كام السعودي الفرنسي	5
اتش اس بي سي العربية السعودية المحدودة	7
المجموع	48

المصدر: من إعداد الباحثة

3-1-2 منهجية الدراسة و أسلوب جمع بيانات الدراسة:

تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي والذي يعرّف بأنه أسلوب من أساليب التحليل المرتكز على معلومات كافية ودقيقة عن ظاهرة أو موضوع محدد في البحث حيث تتناول أحداث وظواهر وممارسات موجودة متاحة للدراسة والقياس، كما هي دون تدخل في مجرياتها والتفاعل معها، بغرض التعرف على مدي تأثير قواعد لائحة حوكمة الشركات السعودية على تحسين أداء صناديق الاستثمار التقليدية في السعودية.

وقد اعتمدت الباحثة بالإضافة إلى المصادر الثانوية التي تمثلت في المراجع، والدراسات السابقة، والمؤتمرات، ودوريات، والتقارير السنوية، وعلى المصادر الأولية حيث تم تصميم استبانته بأسئلة سهلة، وواضحة، ومتسلسلة منطقياً، ولا تحتاج إلى وقت طويل للإجابة عنها، كما تم اعتماد وحدة القياس ليكرت (Likart) ذي الخمس نقاط، وطلب من المشاركين في الإجابة أن يبدو رأيهم كما يلي: موافق بشدة، موافق، محايد، معارض، معارض بشدة.

لجمع بيانات البحث اللازمة للإجابة عن تساؤلات البحث، قامت الباحثة باستخدام الاستبانته البريدية، وفي هذه الطريقة يقوم الباحث بإرسال الاستبيانات إلى المبحوثين عن طريق البريد على عناوينهم، وتتميز هذه الطريقة بإمكانية تغطية مساحة شاسعة في البحث. غير أن من أهم عيوبها أن معدل الردود يكون منخفض مما يؤدي إلى صعوبة تمثيل العينة المختارة للمجتمع.¹ وتم اتخاذ العديد من الإجراءات التي تشمل: توزيع الاستبانته عن طريق وسيط على الشركات

¹ فهمي بهاء الدين شامل محمد/2005، "الإحصاء بلا معاناة، المفاهيم مع التطبيقات باستخدام برنامج SPSS" منشورات معهد الإدارة العامة، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص38.

والمصارف التي تدير صناديق الاستثمار التقليدية، مكالمات هاتفية مع المشاركين، مراسلة العاملين والقائمين على إدارة صناديق الاستثمار بالبريد الإلكتروني، وتقديم رسالة دعم من المعهد إلى السوق المالي السعودي، وضمان سرية المعلومات من خلال خلو الاستبانة من اسم المجيب في قسم المعلومات الوصفية.

3-1-3 أدوات الدراسة الميدانية:

تتناول الدراسة الميدانية إلى الأسئلة التي تم طرحها خلال العرض النظري لمشكلة البحث، حيث قامت الباحثة بتصميم استبانة، وإجراء مسح إحصائي لأراء العينة المستهدفة، وقامت الباحثة بتوزيع 64، بلغت الردود 53 استبانة، وبعد الفحص تم استبعاد 5 استبانات لعدم اكتمال الإجابات المطلوبة، ليكون عدد الاستبانات محل الدراسة 48 استبانة أي بنسبة 75% و هي نسبة جيدة من أجل إجراء التحليل الإحصائي، وقد تكونت الاستبانة من ستة محاور رئيسية ضم كل محور مجموع من الأسئلة المغلقة التي تغطي محاور لائحة حوكمة الشركات، ولتصميم الاستبانة تم تقسيمها إلى قسمين كما يلي:

القسم الأول: ويضم البيانات الوصفية للعينة مثل المؤهل العلمي وسنوات الخبرة والمنصب الوظيفي.

القسم الثاني: ويضم مجموعة من الأسئلة تم تصميمها بالاعتماد على الدراسات السابقة (Shaeen, Nishat) و (Arce, Robles) و (Kong, Tang) و(أبو حمام)¹ كما تم دراسة لائحة حوكمة الشركات ومقارنتها مع مبادئ حوكمة الشركات الصادرة عن منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية وتقسيمها وفق تلك المبادئ كما يلي:

- وجود إطار فعال لحوكمة الشركات.
- حقوق المساهمين.
- المعاملة المتساوية للمساهمين.
- مسؤوليات مجلس الإدارة.
- الإفصاح والشفافية.
- دور أصحاب المصالح والأطراف ذوي العلاقة.

¹ انظر:

- Shaeen.R. and Nishat.M.2004,"corporate Governance and Firm Performance – An Exploratory Analysis"www.ssrn.com
- Arce.G.F. and Robles.E.A,2005 "Corporate Governance In Costa Rica" www.ssrn.com
- Kong.X.S. and Tang.D.Y.2007." Unitary Boards and Mutual Fund Governance"www.ssrn.com
- أبو حمام ماجد اسماعيل،2009،"أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي و جودة التقارير المالية دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية" رسالة ماجستير غير منشورة،كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة

وبناء على ذلك التقسيم تم بناء ستة محاور لدراسة مدى أثر ممارسة شركات التي تدير صناديق الاستثمار التقليدية لللائحة حوكمة الشركات على تحسين أداء صناديق الاستثمار، وتمثلت المحاور كما يلي:

المحور الأول: يؤثر وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار. ويضم المحور عشرة أسئلة.

المحور الثاني: يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين أداء صناديق الاستثمار. ويضم المحور عشرة أسئلة.

المحور الثالث: يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار. ويضم المحور عشرة أسئلة.

المحور الرابع: يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار. ويضم المحور عشرة أسئلة.

المحور الخامس: يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار. ويضم المحور عشرة أسئلة.

المحور السادس: يؤثر وجود إطار فعال، يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار. ويضم المحور عشرة أسئلة.

3-1-4 أدوات تحليل بيانات الدراسة

تم تحليل بيانات الدراسة وطبقاً لمجموعة الأدوات الإحصائية التالية :

- التوزيعات التكرارية لأغراض عرض وتبويب بيانات البحث.
- اختبار المصدقية معامل ألفا كرونباخ لاختبار مصداقية الاستبانة وقياس مدى الاتساق الداخلي لها.
- استخدام مقياس ليكرت الخماسي لتحويل الآراء الوصفية إلى صيغ كمية.
- اختبار T-Test لمقارنة المتوسط الحسابي لإجابات العينة مع المتوسط الفرضي.
- استخدام تحليل ANOVA لاختبار الفروق بين متوسطات البيانات الوصفية للعينة و قواعد لائحة حوكمة الشركات السعودية وفق المحاور الستة.
- اختبار العامل للتعرف على العلاقات المشتركة للمتغيرات، والتوصل إلى مسببات هذه العلاقة.

3-1-5 طريقة الدراسة الإحصائية

أولاً: عرض وتحليل خصائص العينة باستخدام التكرارات والنسب المئوية لتوصيف العينة
ثانياً: قامت الباحثة بحساب النسب المئوية لتوزيعات البيانات في كل متغير من المتغيرات لمعرفة
الاتجاه العام لهذه الآراء وذلك بعد أن تم استخدام مقياس (Likert ليكرت) مع تحويل الآراء
الوصفية إلى صيغ كمية إذ تم التعبير عن الإجابات الوصفية بصيغة رقمية كما يلي :

القيمة 1 تدل على غير موافق بشدة.

القيمة 2 تدل على غير موافق.

القيمة 3 محايد.

القيمة 4 موافق.

القيمة 5 موافق بشدة.

وتم تصنيف الإجابات وفق ثلاث مستويات: عال ومتوسط ومنخفض، وعلى أساس أن درجة
المحايد هي درجة متوسطة من التأثير، وبذلك يكون المدى (من 1 إلى أقل من 3) للوسط
الحسابي دالاً على مستوى تأثير منخفض، و المدى (من 3 و أصغر من 4) للوسط الحسابي
دالاً على مستوى تأثير متوسط، والمدى (من 4 إلى 5) للوسط الحسابي دالاً على مستوى تأثير
عال. ويبين الجدول التالي مستويات التأثير كما يلي

جدول رقم (13)

مستويات التأثير لتصنيف إجابات العينة

الدرجة المعيارية	المقياس
من 4 إلى 5	عال
من 3 وأصغر من 4	متوسط
من 1 و أصغر من 3	منخفض

المصدر: من إعداد الباحثة

ثالثاً: تمت معالجة البيانات التي تم جمعها من خلال الاستبيانات باستخدام برنامج (SPSS)
الإحصائي، حيث تم دراسة التوزيع النسبي وحساب المتوسطات، والانحرافات المعيارية، ومن ثم
اختبار معنوية قيمة المتوسطات الحسابية باستخدام اختبار (T-test) لقياس الفروقات المعنوية
بين المتوسطات عند درجة دلالة (Sig) 5% ، ومقارنة مستوى الدلالة القياسية (sig=0.05)
مع مستوى الدلالة الحسابي فإذا ما كانت قيمة مستوى الدلالة الحسابية $sig < 0.05$ فإننا نرفض
فرضية العدم ونتبنى الفرضية البديلة بوجود الفروق المعنوية والقيمة الثابتة التي اعتمدت عليها
الباحثة في المقارن هي (3) كون المقياس الذي نقيس به هو ليكرت الخماسي فمتوسط القيم
هو (15/5) يساوي 3 .

رابعاً: دراسة الأهمية النسبية لكل متغير في كل محور واعتمدت الباحثة على نظام ليكرت الخماسي (موافق بشدة - موافق - محايد - غير موافق - غير موافق بشدة) حيث أخذت القيم الكمية التي تمثل بالأرقام التالية (1-2-3-4-5) على التوالي ومن ثم دراسة أثر كل سؤال من خلال إعطاء كل سؤال القوة الناتجة من نظام ليكرت.

ثالثاً: قامت الباحثة بإجراء طريقة التحليل العاملي والذي يستخدم للتعرف على العلاقات المشتركة للمتغيرات، والتوصل إلى مسببات هذه العلاقة وتتم من خلال بناء مجموعة جديدة من المتغيرات المحددة على العلاقات في مصفوفة الارتباط ، حيث يحوّل التحليل العاملي مجموعة المتغيرات إلى مجموعة جديدة من المتغيرات المركبة، وينتهي إلى الكشف عن العوامل التي أدت إلى ذلك الارتباط.¹ وتدعى التوافق الخطية للمتغيرات باسم العوامل التي تنتج عن حساب التباين في مجموعة البيانات ككل. ويشكل التوفيق الأفضل المكونات الأساسية الأولى، وهي العامل الأول. ويحدد المكون الأساسي الثاني التوفيق الخطي الأفضل للمتغيرات لتفسير التباين غير المحسوب في العامل الأول ويمكن أن يكون هناك عامل ثاني وثالث ورابع وأكثر. وتستمر العملية حتى تصبح جميع التباينات محسوبة ، حيث يتم إيقافها بعد استنتاج عدد صغير من العوامل. والخطوات التي بنيت عليها هذه الطريقة في هذا الدراسة هي:

1. حساب مصفوفة معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة وتفسيرها.
2. حساب التباين المفسر على أساس القيم (الجذور) الكامنة (Eigenvalues) والتشعبات (Loadings).

وقد قسمت الباحثة مراحل التحليل وفقاً لهذه الطريقة إلى:

1. تطبيق طريقة التحليل العاملي في دراسة العوامل والعناصر الفرعية التي بني عليها مكونات المحور الأول، يؤثر وجود أساس لإطار فعّال لحوكمة الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار.
2. تطبيق طريقة التحليل العاملي في دراسة العوامل والعناصر الفرعية التي بني عليها مكونات المحور الثاني، يؤثر وجود إطار فعّال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين أداء صناديق الاستثمار.
3. تطبيق طريقة التحليل العاملي في دراسة العوامل والعناصر التي بني عليها مكونات المحور الثالث، يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار.

¹فهمي بهاء الدين شامل محمد/2005، مرجع سابق، ص 760 - 762.

4. تطبيق طريقة التحليل العاملي في دراسة العوامل والعناصر الفرعية التي بني عليها مكونات المحور الرابع، يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار.

5. تطبيق طريقة التحليل العاملي في دراسة العوامل والعناصر الفرعية التي بني عليها مكونات المحور الخامس، يؤثر إتباع معايير الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة، و الشفافية الجيدة، على أداء صناديق الاستثمار.

6. تطبيق طريقة التحليل العاملي في دراسة العوامل، والعناصر الفرعية التي بني عليها مكونات المحور السادس، يؤثر وجود إطار فعال، يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار.

خامساً: تم اعتماد تحليل (ANOVA) لاختبار الفروق بين البيانات الوصفية للعينة والتي تتضمن (التخصص العلمي، والتخصص الوظيفي، وعدد سنوات الخبرة) والمحاور الأساسية للدراسة، واعتمدت الباحثة لتحليل على وجود الفرضية الصفرية والتي تفترض عدم وجود اختلاف بدرجة الفرضية المدروسة حسب البيانات الوصفية، وبعد ذلك نقارن من جدول (ANOVA) مستوى الدلالة الإحصائية (Sig) عند كل فرضية، ونقوم بدراسته، فإن كانت قيمته عند الفرضية المدروسة أقل من 0.05 نرفض الفرضية الصفرية ونؤكد على وجود اختلاف بدرجة الفرضية المدروسة حسب البيانات الوصفية، وإن كانت قيمته عند الفرضية المدروسة أكبر من 0.05 نقبل الفرضية الصفرية. وفي حال وجود اختلاف بدرجة الفرضية المدروسة نبحث من جدول (Descriptive) عن البيانات الوصفية التي تحقق الفرضية المدروسة بنسبة متغيرة.

3-2 الدراسة الإحصائية لبيانات الدراسة:

تعتمد الدراسة الإحصائية على مجموعة من الأدوات الإحصائية التي استخدمتها الباحثة بغرض تحليل البيانات واختبار صحة الفرضيات ودراسة الأهمية النسبية لمتغيرات الدراسة.

3-2-1 اختبار مصداقية والموثوقية أداة الدراسة وثباتها :

لغرض التأكد من الصدق المنطقي للاستبانة ووضوحها، تم عرضها على عدد من الأساتذة من ذوي الاختصاص، ثم قامت الباحثة بقياس مدى الاتساق الداخلي لأسئلة الاستبانة حيث استخدم معامل ألفا كرونباخ (Cronbachs coefficient Alpha) الذي يقيس نسبة تباين الإجابات، ومدى الثبات، والترابط الداخلي لأسئلة الاستبانة، بحيث تكوّن مع بعضها البعض مجموعة واحدة مما يساعد على مقدرتها في إعطاء نتائج متوافقة لردود المستجيبين تجاه أسئلة

الاستبانة، وعادة تتراوح قيمة معامل ألفا كرونباخ (1 - 0) وكلما اقتربت من الواحد كلما عكس قوة التماسك الداخلي للمقياس، وقد وجدت الباحثة أن قيمة معامل ألفا كرونباخ هي (Alpha = 79 %) وهي نسبة جيدة تدل على الاتساق الداخلي لأسئلة الاستبانة.

3-2-2 عرض وتحليل خصائص عينة الدراسة:

تم استخدام الإحصاء الوصفي لاستخراج التكرارات والنسب المئوية لوصف عينة الدراسة، حيث تم تلخيص النتائج في الجداول التالية:

المنصب الوظيفي:

جدول رقم (14)

توزع المنصب الوظيفي لعينة الدراسة

الوظيفة الحالية	تكرار	نسبة
عضو في مجلس الإدارة	8	16.7%
مدقق داخلي	7	14.6%
مدقق خارجي	4	8.33%
مدير مالي	13	27.1%
مدير مخاطر واستثمار	16	33.3%
المجموع	48	100%

المصدر: من إعداد الباحثة

يتضح في الجدول أن النسبة الكبرى من أفراد عينة الدراسة هم من مدرء المخاطر بنسبة 33.3% ثم المدير المالي بنسبة 27.1% ومن ثم أعضاء مجلس الإدارة 16.7% .

المؤهل العلمي:

جدول رقم (15)

توزع المؤهل العلمي لعينة الدراسة

المؤهل	تكرار	نسبته
بكالوريوس	17	35.4%
ماجستير	30	62.5%
دكتوراه	1	2.1%
المجموع	48	100%

المصدر: من إعداد الباحثة

يتضح في الجدول أن 62.5% من أفراد العينة من حملة الماجستير، و35.4% من حملة بكالوريوس، و2.1% من حملة دكتوراه، مما يدل على أن النسبة الكبرى من أفراد العينة من حملة شهادة الماجستير.

التخصص العلمي:

جدول رقم (16)

توزيع تخصص عينة الدراسة

التخصص	التكرار	نسبته
إدارة أعمال	15	31.3%
تمويل	10	20.8%
محاسبة	12	25.0%
اقتصاد	7	14.6%
أخرى	4	8.3%
المجموع	48	100%

المصدر: من إعداد الباحثة

يتضح في الجدول التالي أن 31.3% من أفراد العينة من حملة تخصص إدارة أعمال، و25% من حملة تخصص محاسبة، و20.8% من حملة تخصص تمويل، و14.6% من حملة تخصص الاقتصاد و8.3% من حملة التخصصات الأخرى، مما يدل على أن النسبة الكبرى من العينة من حملة تخصص إدارة الأعمال.

سنوات الخبرة:

جدول رقم (17)

توزيع الخبرة العملية لعينة الدراسة

الفئة	التكرار	نسبته
أقل من 5 سنوات	6	12.5%
من 5 سنوات وأقل من 10	24	50.0%
من 10 سنوات وأقل من 15	11	22.9%
من 15 سنة وأقل من 20	4	8.3%
من 20 سنة فأكثر	3	6.3%
المجموع	48	100%

المصدر: من إعداد الباحثة

يتضح في الجدول التالي أن 12.5% من أفراد العينة تبلغ خبرتهم أقل من 5 سنوات، و50% تتراوح خبرتهم من 5 سنوات وأقل من 10، و22.9% تتراوح خبرتهم من 10 سنوات وأقل من 15، و8.3% تتراوح خبرتهم من 15 سنة وأقل من 20، و6.3% تزيد خبرتهم على 20 سنة

3-2-3 الدراسة الوصفية لمحاو الدراسة:

أولاً: إجابات العينة بخصوص متغيرات المحور الأول يؤثر وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار. كالتالي:

الجدول رقم (18)

إجابات عينة الدراسة بخصوص وجود إطار فعال لحوكمة الشركات

التأثير	Std. Deviation	Mean	موافق بشدة	موافق	حيادي	غير موافق	
عالية	0.544	4.54	27	20	1		Count
			%56.3	%41.7	%2.1		%
عالية	0.565	4.25	14	33		1	Count
			%29.2	%68.8		%2.1	%
عالية	0.571	4.19	12	34	1	1	Count
			%25.0	%70.8	%2.1	%2.1	%
عالية	0.734	4.06	12	28	5	2	Count
			%25.5	%59.6	%10.6	%4.3	%
عالية	0.694	4.33	22	20	6		Count
			%45.8	%41.7	%12.5		%
عالية	0.630	4.17	14	28	6		Count
			%29.2	%58.3	%12.5		%
عالية	0.734	4.19	17	24	6	1	Count
			%35.4	%50.0	%12.5	%2.1	%
عالية	0.683	4.21	16	27	4	1	Count
			%33.3	%56.3	%8.3	%2.1	%
متوسطة	0.751	3.90	10	24	13	1	Count
			%20.8	%50.0	%27.1	%2.1	%
متوسطة	0.683	3.96	8	32	6	2	Count
			%16.7	%66.7	%12.5	%4.2	%
عالية	0.257	4.18					

المصدر: من إعداد الباحثة

يتضح من الجدول أن المتوسط الحسابي لمتغيرات المحور الأول يؤثر وجود وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار يقع بين 4.54 - 3.90، ومستوى التأثير للمتغيرات يقع بين عالي و متوسط كما يلي:

1. في متغير إن احتفاظ الشركة بدليل أو لائحة حوكمة يعكس رغبة الشركة في إتباع أحدث ممارسات السليمة لتحسين أداء صناديق الاستثمارية. كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 56.3% و بمتوسط حسابي 4.5 ومستوى تأثير عالي.

2. في متغير إن تميز لائحة الحوكمة بالمرونة الكافية لتتناسب مع احتياجات المختلفة لحملة الوثائق ولا تتعارض مع مصلحة الشركة يؤثر على رفع أداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 68.8% و بمتوسط حسابي 4.2 ومستوى تأثير عالي.

3. في متغير توافق القواعد والمتطلبات القانونية التنظيمية التي تؤثر على ممارسات الحوكمة مع القواعد والقوانين الناظمة لإدارة صناديق الاستثمار يؤدي إلى رفع أداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 70.8% و بمتوسط حسابي 4.19 ومستوى تأثير عالي.

4. في متغير اتسام متطلبات الحوكمة بالعدالة وعدم التحيز بين مجلس إدارة الصندوق، حملة الوثائق، وأصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 59.6% و بمتوسط حسابي 4.06 ومستوى تأثير عالي.

5. في متغير توزيع المسؤوليات الإشرافية والتنفيذية، وتطبيق القوانين بين مختلف الجهات يساعد على التنفيذ الفعال لإطار الحوكمة في الصناديق الاستثمارية وتحسين أداءها كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 45.8% و بمتوسط 4.33 ومستوى تأثير عالي.

6. في متغير تمتع هيكل الحوكمة بالشفافية ويغطي المصلحة العامة الأساسية، يزيد ثقة حملة الوثائق بجودة أداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 58.3% و بمتوسط حسابي 4.17 ومستوى تأثير عالي.

7. في متغير إن وجود لجان ضمن مجلس الإدارة لمتابعة وقياس كفاءة تطبيق إدارة الشركة لمبادئ الحوكمة يزيد من ثقة حملة الوثائق في فعالية إطار الحوكمة مما يؤدي إلى رفع أداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 50% و بمتوسط 4.19 ومستوى تأثير عالي.

8. في متغير إن اجتماع اللجنة مرة واحدة على الأقل في السنة لدراسة المتطلبات الحديثة للحوكمة يؤثر على تقييم أداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 56.3% و بمتوسط حسابي 4.21 ومستوى تأثير عالي.

9. في متغير تتميز وثائق الصناديق للشركات المطبقة لمبادئ الحوكمة، بأسعار مرتفعة وأداء أفضل أكثر منها في الصناديق الغير مطبقة لمبادئ الحوكمة كانت النسبة الأعلى موافق ونسبة 50% و بمتوسط حسابي 3.9 ومستوى تأثير متوسط.

10. في متغير تتوافق لائحة حوكمة الشركات الصادرة عن هيئة سوق المال السعودي من حيث الأنظمة والمعايير مع لائحة صناديق الاستثمار والذي يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق ونسبة 66.7% و بمتوسط 3.96 ومستوى تأثير متوسط.

و بشكل عام فإن المتوسط الحسابي لجميع متغيرات المحور الأول يساوي 4.8 و مستوى تأثير وجود إطار فعال لحوكمة الشركات على تحسين أداء صناديق الاستثمار عالية.

ثانياً: إجابات العينة بخصوص متغيرات المحور الثاني يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين أداء صناديق الاستثمار.

الجدول رقم (19)

إجابات عينة الدراسة بخصوص وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق

مستوى التأثير	Std. Deviation	Mean	موافق بشدة				غير موافق بشدة		Count	
			موافق	حيادي	غير موافق	موافق بشدة	غير موافق	موافق بشدة		
عالية	0.729	4.35	23	20	4	1			1	إن وجود اللوائح والأنظمة الداخلية للشركة كافة الإجراءات اللازمة لتسهيل ممارسة حملة الوثائق لحقوقهم يؤدي إلى زيادة ثقة المالكين بجودة أداء صناديق الاستثمار .
			%47.9	%41.7	%8.3	%2.1				
عالية	0.692	4.23	17	26	4	1			2	يحصل حملة الوثائق على المعلومات ذات الصلة بأداء الصناديق، في الوقت المناسب وبشكل دوري مما يؤدي إلى زيادة ثقة بجودة أداء صناديق الاستثمار
			%35.4	%54.2	%8.3	%2.1				
متوسطة	0.798	3.96	12	24	10	2			3	إن حصول حملة الوثائق على المعلومات مجاناً ودون تكلفة يزيد من ثقة المالكين بجودة أداء صناديق الاستثمار .
			%25.0	%50.0	%20.8	%4.2				
متوسطة	1.010	3.71	11	19	12	5	1		4	وجود الحق لحملة الوثائق في انتخاب وعزل أعضاء مجلس الإدارة، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالشركة على تحسين أداء صناديقها .
			%22.9	%39.6	%25.0	%10.4	%2.1			
متوسطة	0.976	3.94	14	23	6	4	1		5	وجود الحق لحملة الوثائق في المشاركة في القرارات التي تخص التغييرات الأساسية في الصندوق مثل (الرسوم ، العمولات ، أعقاب ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة ، نوعية الاستثمارات، وتوزيع الأرباح) يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار .
			%29.2	%47.9	%12.5	%8.3	%2.1			
عالية	0.909	4.06	17	20	9	1	1		6	تزويد حملة الوثائق بمعلومات دقيقة حول أجندة الاجتماعات الهيئة العامة، وإعطاءهم الوقت الكافي للأسئلة والاقتراحات في الاجتماع، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالقرارات الاستراتيجية التي تتخذها الشركة لتحسين إدارة صناديقها الاستثمارية .
			%35.4	%41.7	%18.8	%2.1	%2.1			
متوسطة	0.967	3.96	14	23	8	1	2		7	يجيب أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين على كافة الاستفسارات وأسئلة حملة الوثائق فيما يتعلق بتقرير المراجع ويشفافية تامة مما يعكس حسن أداء صناديق الاستثمار .
			%29.2	%47.9	%16.7	%2.1	%4.2			
عالية	0.743	4.04	13	25	9	1			8	إن قدرة حملة الوثائق للتصويت في الاجتماعات يؤدي إلى التطبيق الفعال للحكومة في صناديق الاستثمار .
			%27.1	%52.1	%18.8	%2.1				
متوسطة	0.957	3.75	9	25	8	5	1		9	تمكن حملة الوثائق من التصويت شخصياً أو غيابياً مع إعطاء نفس الأثر للأصوات يزيد من ثقة حملة الوثائق بالشركة و التطبيق الفعال للحكومة في صناديق الاستثمار .
			%18.8	%52.1	%16.7	%10.4	%2.1			
متوسطة	0.846	3.92	11	26	7	4			10	إن وجود الحق لحملة الوثائق، بالرقابة على الأداء المالي والتشغيلي للصناديق والإطلاع على استثمارات محافظ صناديق الاستثمار يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار .
			%22.9	%54.2	%14.6	%8.3				
متوسطة	0.491	3.99								يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق على تحسين أداء صناديق

المصدر: من إعداد الباحثة

يتضح من الجدول أن المتوسط الحسابي لمتغيرات المحور الثاني يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين أداء صناديق الاستثمار يقع بين 3.71 – 4.35، ومستوى التأثير للمتغيرات يقع بين عالي و متوسط كما يلي:

1. في متغير إن وجود اللوائح والأنظمة الداخلية للشركة كافة الإجراءات اللازمة لتسهيل ممارسة حملة الوثائق لحقوقهم يؤدي إلى زيادة ثقة المالكين بجودة أداء صناديق الاستثمار، كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 47.9% و بمتوسط حسابي 4.35 ومستوى تأثير عالي.
2. في متغير يحصل حملة الوثائق على المعلومات ذات الصلة بأداء الصناديق، في الوقت المناسب وبشكل دوري مما يؤدي إلى زيادة ثقة بجودة أداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 54.2% و بمتوسط حسابي 4.23 ومستوى تأثير عالي.
3. في متغير إن حصول حملة الوثائق على المعلومات مجاناً ودون تكلفة يزيد من ثقة المالكين بجودة أداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 50% و بمتوسط حسابي 3.96 ومستوى تأثير متوسطة.
4. في متغير وجود الحق لحملة الوثائق في انتخاب وعزل أعضاء مجلس الإدارة، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالشركة على تحسين أداء صناديقها كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 39.6% و بمتوسط حسابي 3.71 ومستوى تأثير متوسط.
5. في متغير وجود الحق لحملة الوثائق في المشاركة في القرارات التي تخص التغيرات الأساسية في الصندوق مثل (الرسوم ، العمولات ، أتعاب ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة ، نوعية الاستثمارات، وتوزيع الأرباح) يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 47.9% و بمتوسط 3.94 ومستوى تأثير متوسط.
6. في متغير تزويد حملة الوثائق بمعلومات دقيقة حول أجندة الاجتماعات الهيئة العامة، وإعطاءهم الوقت الكافي للأسئلة والاقتراحات في الاجتماع، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالقرارات الإستراتيجية التي تتخذها الشركة لتحسن إدارة صناديقها الاستثمارية كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 41.7% و بمتوسط حسابي 4.06 ومستوى تأثير عالي.
7. في متغير يجيب أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين على كافة الاستفسارات وأسئلة حملة الوثائق فيما يتعلق بتقرير المراجع وبشفافية تامة مما يعكس حسن أداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 47.9% و بمتوسط 3.96 ومستوى تأثير متوسط.
8. في متغير إن قدرة حملة الوثائق للتصويت في الاجتماعات يؤدي إلى التطبيق الفعال للحوكمة في صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 52.1% و بمتوسط حسابي 4.04 ومستوى تأثير عالي.
9. في متغير تمكّن حملة الوثائق من التصويت شخصياً أو غيابياً مع إعطاء نفس الأثر للأصوات يزيد من ثقة حملة الوثائق بالشركة و التطبيق الفعال للحوكمة في صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 52.1% و بمتوسط حسابي 3.75 ومستوى تأثير متوسط.

10. في متغير إن وجود الحق لحملة الوثائق، بالرقابة على الأداء المالي والتشغيلي للصناديق والإطلاع على استثمارات محافظ صناديق الاستثمار يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق ونسبة 54.2 % و بمتوسط 3.92 ومستوى تأثير متوسط و بشكل عام فإن المتوسط الحسابي لجميع متغيرات المحور الثاني يساوي 3.99 و مستوى تأثير وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين أداء صناديق الاستثمار متوسطة و يعزى ذلك إلى أن مفهوم الحوكمة في السعودية هو مفهوم حديث نسبياً وخاصة على حملة الوثائق وترى العديد من الشركات أن حملة الوثائق لا يملكون الخبرة الكافية والجيدة للمشاركة في اتخاذ القرارات وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة وأن قد لا يؤثر بالشيء الكثير على تحسين أداء صناديق الاستثمار. غير أن الشركات تحرص على حماية حقوق حملة الوثائق بتزويدهم بالمعلومات الكافية عن صناديق و ذلك لزيادة ثقتهم بأداء صناديق الاستثمار.

ثالثاً: إجابات العينة بخصوص متغيرات المحور الثالث يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار كانت كالتالي:

الجدول رقم (20)

إجابات عينة الدراسة بخصوص إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية

مستوى التأثير	Std . Deviation	Mean	موافق بشدة	موافق	حيادي	غير موافق	غير موافق بشدة		
عالية	1.007	4.08	21	15	7	5		Count	1 إن معاملة كافة حملة الوثائق من نفس الطبقة معاملة متساوية من حيث الحقوق يزيد من ثقة حملة الوثائق بالتطبيق الفعال لإطار الحوكمة في صناديق الاستثمار .
			%43.8	%31.3	%14.6	%10.4		%	
متوسطة	1.219	3.44	10	18	5	13	2	Count	2 إن حصول المستثمرين على كافة المعلومات المتعلقة بحقوق كافة السلاسل والطبقات قبل القيام بعملية الشراء يؤثر على قرار المستثمر بشراء وثائق صندوق الاستثمار
			%20.8	%37.5	%10.4	%27.1	%4.2	%	
عالية	0.592	4.23	15	29	4			Count	3 حصول حملة الوثائق على كافة المعلومات المتعلقة بأداء الصناديق دون تميز يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار .
			%31.3	%60.4	%8.3			%	
عالية	0.798	4.21	17	27	2	1	1	Count	4 إن وجود حماية لحملة الوثائق الأقلية من أي إساءة أو استغلال التي قد يقوم بها أصحاب النسب الحاكمة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة يؤدي إلى زيادة ثقة حملة الوثائق بحسن أداء صناديق الاستثمار .
			%35.4	%56.3	%4.2	%2.1	%2.1	%	
عالية	0.895	4.08	17	21	8	1	1	Count	5 إزالة أي عوائق تحول دون إتمام عملية التصويت من قبل حملة الوثائق الأجانب أو عبر الحدود يؤدي إلى التطبيق الفعال لإطار الحوكمة في صناديق الاستثمار
			%35.4	%43.8	%16.7	%2.1	%2.1	%	
عالية	0.805	4.23	21	18	8	1		Count	6 إن حظر الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار .
			%43.8	%37.5	%16.7	%2.1		%	
عالية	0.771	4.29	21	22	3	2		Count	7 إن إفصاح أعضاء مجلس الإدارة والتفويضين عن تعاملاتهم الخاصة بالصفقات أو الأمور التي لها تأثير على الشركة سواء بأسلوب مباشر أو غير مباشر أو نيابة عن أطراف أخرى يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار .
			%43.8	%45.8	%6.3	%4.2		%	
عالية	0.899	4.00	17	16	13	2		Count	8 يوفر النظام القانوني للشركة آليات لحملة الوثائق الأقلية لرفع دعاوى قضائية والمطالبة بتعويضات، إذا ما توفرت لديهم أسس معقولة للاعتقاد بأن حقوقهم قد انتهكت مما يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار .
			%35.4	%33.3	%27.1	%4.2		%	
متوسطة	0.956	3.98	16	19	10	2	1	Count	9 تماثل حقوق التصويت لنفس الفئة من حملة الوثائق، يزيد من ثقة حملة الوثائق بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار .
			%33.3	%39.6	%20.8	%4.2	%2.1	%	
متوسطة	0.898	3.96	15	19	11	3		Count	10 قيام حملة الوثائق في حال تضارب المصالح بينهم، باللجوء إلى الإفصاح عن هذا التضارب يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار
			%31.3	%39.6	%22.9	%6.3		%	
عالية	0.349	4.05							يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار

المصدر: من إعداد الباحثة

يتضح من الجدول أن المتوسط الحسابي لمتغيرات المحور الثالث يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار يقع بين 4.29 - 3.44، ومستوى التأثير للمتغيرات يقع بين عالي و متوسط كما يلي:

1. في متغير إن معاملة كافة حملة الوثائق من نفس الطبقة معاملة متساوية من حيث الحقوق يزيد من ثقة حملة الوثائق بالتطبيق الفعال لإطار الحوكمة في صناديق الاستثمار ، كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 43.9% و بمتوسط حسابي 4.08 ومستوى تأثير عالي.
2. في متغير إن حصول المستثمرين على كافة المعلومات المتعلقة بحقوق كافة السلاسل والطبقات قبل القيام بعملية الشراء يؤثر على قرار المستثمر بشراء وثائق صندوق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 37.5% و بمتوسط حسابي 3.44 ومستوى تأثير متوسط.
3. في متغير حصول حملة الوثائق على كافة المعلومات المتعلقة بأداء الصناديق دون تمييز يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 60.4% و بمتوسط حسابي 3.23 ومستوى تأثير عالي.
4. في متغير إن وجود حماية لحملة الوثائق الأقلية من أي إساءة أو استغلال التي قد يقوم بها أصحاب النسب الحاكمة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة يؤدي إلى زيادة ثقة حملة الوثائق بحسن أداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 56.3% و بمتوسط حسابي 4.21 ومستوى تأثير عالي.
5. في متغير إزالة أي عوائق تحول دون إتمام عملية التصويت من قبل حملة الوثائق الأجنبي أو عبر الحدود يؤدي إلى التطبيق الفعال لإطار الحوكمة في صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 43.8% و بمتوسط 4.08 ومستوى تأثير عالي.
6. في متغير إن حظر الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 37.8% و بمتوسط حسابي 4.23 ومستوى تأثير عالي.
7. في متغير إن إفصاح أعضاء مجلس الإدارة والتففيذيين عن تعاملاتهم الخاصة بالصفقات أو الأمور التي لها تأثير على الشركة سواء بأسلوب مباشر أو غير مباشر أو نيابة عن أطراف أخرى يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 45.08% و بمتوسط 4.29 ومستوى تأثير عال.
8. في متغير يوفر النظام القانوني للشركة آليات لحملة الوثائق الأقلية لرفع دعاوي قضائية والمطالبة بتعويضات، إذا ما توفرت لديهم أسس معقولة للاعتقاد بأن حقوقهم قد انتهكت مما يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 35.4% و بمتوسط حسابي 4.00 ومستوى تأثير عالي.

9. في متغير تماثل حقوق التصويت لنفس الفئة من حملة الوثائق، يزيد من ثقة حملة الوثائق بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق ونسبة 39.6% و بمتوسط حسابي 3.98 ومستوى تأثير متوسط.

10. في متغير قيام حملة الوثائق في حال تضارب المصالح بينهم، باللجوء إلى الإفصاح عن هذا التضارب يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق ونسبة 39.6% و بمتوسط 3.96 ومستوى تأثير متوسط.

وبشكل عام فإن المتوسط الحسابي لجميع متغيرات المحور الثالث يساوي 4.05 و مستوى تأثير إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار عالية.

رابعاً: إجابات العينة بخصوص متغيرات المحور الرابع يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار كانت كما يلي:

الجدول رقم (21)

إجابات عينة الدراسة بخصوص دور أصحاب المصالح

مستوى التأثير	Std . Deviation	Mean	موافق بشدة	موافق	حيادي	غير موافق	غير موافق بشدة	Count	%	
عالية	0.580	4.56	29	17	2			Count	%	1 إن احترام حقوق أصحاب المصالح الناشئة بموجب القانون أو نتيجة الاتفاقات المتبادلة بين الشركة وأصحاب المصالح، يؤدي إلى رفع مستوى أداء صناديق الاستثمار.
			%60.4	%35.4	%4.2					
عالية	0.570	4.38	20	26	2			Count	%	2 إن حصول أصحاب المصالح وفي الوقت المناسب، على المعلومات ذات الصلة وبالقدر الكافي للقيام بمسؤولياتهم يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.
			%41.7	%54.2	%4.2					
منخفضة	1.139	2.98	4	12	17	9	6	Count	%	3 إن قدرة أصحاب المصالح، بما في ذلك العاملين والجهات التي تمثلهم، إيصال أي أعمال غير قانونية إلى مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.
			%8.3	%25.0	%35.4	%18.8	%12.5			
منخفضة	1.098	2.83	4	8	17	14	5	Count	%	4 إن عدم تعرض أصحاب المصالح بما في ذلك العاملين لأي خطر نتيجة إيصالهم لأي تصرفات غير قانونية إلى مجلس الإدارة يعكس الأداء الجيد لأعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار.
			%8.3	%16.7	%35.4	%29.2	%10.4			
متوسطة	0.762	3.81	6	31	7	4		Count	%	5 وجود إطار فعال لمعالجة آليات الوفاء بالديون وتنفيذ حقوق الدائنين يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار.
			%12.5	%64.6	%14.6	%8.3				
عالية	0.651	4.29	18	27	2	1		Count	%	6 إن إعلام أصحاب المصالح وبشكل كاف عن حقوقهم والتزاماتهم عند ارتباطهم بالعمل في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.
			%37.5	%56.3	%4.2	%2.1				
عالية	0.498	4.42	20	28				Count	%	7 إن تدريب العاملين بشكل كاف للتعامل مع أصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.
			%41.7	%58.3						
عالية	0.570	4.38	20	26	2			Count	%	8 إن تعويض وبشكل كامل، أصحاب المصالح عن أي انتهاك لحقوقهم يزيد من ثقتهم بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار
			%41.7	%54.2	%4.2					
عالية	0.665	4.06	11	30	6	1		Count	%	9 إن تقديم الشركة خدمات التقاعد للموظفين يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار.
			%22.9	%62.5	%12.5	%2.1				
عالية	0.642	4.26	16	28	2	1		Count	%	10 تنظم الشركة اجتماعات دورية بين العاملين والإدارة العليا من أجل الأخذ بمقترحاتهم في أساليب تنفيذ العمل لتحسين أداء صناديق الاستثمار.
			%34.0	%59.6	%4.3	%2.1				
عالية	0.310	4.0								يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار

المصدر: من إعداد الباحثة

يتضح من الجدول أن المتوسط الحسابي لمتغيرات المحور الرابع يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين أداء

صناديق الاستثمار يقع بين 4.56 - 2.83، ومستوى التأثير للمتغيرات يقع بين عالي و منخفض كما يلي:

1. في متغير إن احترام حقوق أصحاب المصالح الناشئة بموجب القانون أو نتيجة الاتفاقات المتبادلة بين الشركة وأصحاب المصالح، يؤدي إلى رفع مستوى أداء صناديق الاستثمار ، كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 60.4 % و بمتوسط حسابي 4.56 ومستوى الأثير عالي .

2. في متغير إن حصول أصحاب المصالح وفي الوقت المناسب، على المعلومات ذات الصلة وبالقدر الكافي للقيام بمسؤولياتهم يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 54.2% و بمتوسط حسابي 4.38 ومستوى تأثير متوسط.

3. في متغير إن قدرة أصحاب المصالح، بما في ذلك العاملين والجهات التي تمثلهم، إيصال أي أعمال غير قانونية إلى مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار، كانت النسبة الأعلى حيادي وبنسبة 35.4 % و بمتوسط حسابي 2.98 ومستوى تأثير منخفض.

4. في متغير إن عدم تعرض أصحاب المصالح بما في ذلك العاملين لأي خطر نتيجة إيصالهم لأي تصرفات غير قانونية إلى مجلس الإدارة يعكس الأداء الجيد لأعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار، كانت النسبة الأعلى حيادي وبنسبة 35.4% و بمتوسط حسابي 2.83 ومستوى تأثير منخفض.

5. في متغير وجود إطار فعال لمعالجة آليات الوفاء بالديون وتنفيذ حقوق الدائنين يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 64.6 % و بمتوسط 3.81 ومستوى تأثير متوسط.

6. في متغير إن إعلام أصحاب المصالح وبشكل كاف عن حقوقهم والتزاماتهم عند ارتباطهم بالعمل في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 56.3% و بمتوسط 4.29 ومستوى تأثير عال.

7. في متغير إن تدريب العاملين بشكل كاف للتعامل مع أصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 58.3% و بمتوسط 4.42 ومستوى تأثير عال.

8. في متغير إن تعويض وبشكل كامل، أصحاب المصالح عن أي انتهاك لحقوقهم يزيد من ثقتهم بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 54.2% و بمتوسط حسابي 4.38 ومستوى تأثير عالي.

9. في متغير إن تقديم الشركة خدمات التقاعد للموظفين يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 62.5% و بمتوسط حسابي 4.06 ومستوى تأثير عال.

10. في متغير تنظم الشركة اجتماعات دورية بين العاملين والإدارة العليا من أجل الأخذ بمقترحاتهم في أساليب تنفيذ العمل لتحسين أداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق ونسبة 59.6% و بمتوسط 4.26 ومستوى تأثير متوسط.

و بشكل عام فإن المتوسط الحسابي لجميع متغيرات المحور الثالث يساوي 4.0 و مستوى تأثير وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار عالية. ويمكن تفسير ذلك أن حماية حقوق أصحاب المصالح من العاملين، والدائنين، والموردين، وغيرهم من الأطراف ذات العلاقة وتوفير المعلومات اللازمة لهم يؤدي إلى زيادة الثقة بإدارة الصندوق وأداءه، وخلق الثروة، وتوفير السيولة اللازمة لإدارة الصندوق عامة كما أن مشاركة العاملين في اتخاذ القرارات الإدارية الصحيحة يساعد مجلس الإدارة على بناء القرار السليم ذلك أن العاملين هم أقرب إلى المخاطر والمشكلات التي قد تواجهها استثمارات الصناديق، وبالتالي ينعكس ذلك على تحسين أداء صناديق الاستثمار

خامساً: إجابات العينة بخصوص متغيرات المحور الخامس يؤثر إتباع معايير الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة، والشفافية الجيدة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار كالتالي:

الجدول رقم (22)

إجابات عينة الدراسة بخصوص إتباع معايير الحوكمة في الإفصاح السليم

مستوى التأثير	Std . Deviation	Mean	موافق بشدة	موافق	حيادي	غير موافق	غير موافق بشدة	Count	%	
عالية	0.683	4.46	27	16	5			Count	%	1 إن الإفصاح عن كافة معلومات الصندوق (الأهداف، الرسوم، نماذج الاشتراك والاسترداد، الأتعاب والعمولات، وثائق الصندوق وأدائها التاريخي) وعن جميع الجوانب المختلفة المتعلقة به يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار
عالية	0.917	4.27	25	14	6	3		Count	%	2 إن الإفصاح عن كافة التقارير المالية وغير المالية المتعلقة بالصناديق وبشفافية تامة ، وصورها وفق المعايير المحاسبية الصادرة عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين يعكس فعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار والذي يؤثر على تحسين أداءها.
عالية	0.959	4.13	21	16	7	4		Count	%	3 إن شمول الإفصاح ، السياسات المتعلقة بمكافآت ومرتببات أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار .
عالية	0.767	4.42	26	18	2	2		Count	%	4 إن الطرح وبشفافية على المستثمرين بيان بالمخاطر الجوهرية المتوقعة للصناديق والتي تساعدهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار .
عالية	0.808	4.33	25	15	7	1		Count	%	5 وجود صفحة الالكترونية للشركة تشمل معلومات عن الصناديق الاستثمارية وتحديث بشكل دائم يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار .
عالية	0.772	4.15	17	22	8	1		Count	%	6 إن الإفصاح عن المواضيع المتعلقة بالعمالين وأصحاب المصالح في التقارير السنوية يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار .
عالية	0.668	4.35	21	24	2	1		Count	%	7 وجود منقنين خارجيين مستقلين مؤهلين وذو خبرة جيدة في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار .
عالية	0.692	4.10	11	33	3		1	Count	%	8 أداء المدققين عملهم بما تقتضيه العناية والأصول الأخلاقية للمهنة في عملية المراجعة وتعرضهم للمساءلة أمام الشركة وحملة الوثائق يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار .
عالية	0.697	4.06	11	31	4	2		Count	%	9 إن إفصاح الشركة عن أي تغييرات في الأصول والالتزامات يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار الأمر الذي يؤثر على تحسين أداءها.
متوسطة	0.960	3.81	11	24	6	7		Count	%	10 التصريح عن أي عقوبة أو جزاء أو أي قيد احتياطي مفروض على الصندوق في الجهات الإعلامية المختلفة يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار
عالية	0.340	4.02								يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار

المصدر: من إعداد الباحثة

يتضح من الجدول أن المتوسط الحسابي لمتغيرات المحور الثاني يؤثر إيجاباً على تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار يقع بين 4.46 - 3.81، ومستوى التأثير للمتغيرات يقع بين عالي ومتوسط كما يلي:

1. في متغير إن الإفصاح عن كافة معلومات الصندوق (الأهداف، الرسوم، نماذج الاشتراك والاسترداد، الأتعاب والعمولات، وثائق الصندوق وأدائها التاريخي) وعن جميع الجوانب المختلفة المتعلقة به يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار، كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 56.3% وبتوسط حسابي 4.46 ومستوى تأثير عالي.

2. في متغير إن الإفصاح عن كافة التقارير المالية والغير المالية المتعلقة بالصناديق وشفافية تامة، وصدورها وفق المعايير المحاسبية الصادرة عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين يعكس فعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 29.2% وبتوسط حسابي 4.27 ومستوى تأثير عالي.

3. في متغير إن شمول الإفصاح، السياسات المتعلقة بمكافآت ومرتببات أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 43.8% وبتوسط حسابي 4.13 ومستوى تأثير عالي.

4. في متغير إن الطرح وشفافية على المستثمرين بيان بالمخاطر الجوهرية المتوقعة للصناديق والتي تساعدهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 54.2% وبتوسط حسابي 4.42 ومستوى تأثير عالي.

5. في متغير وجود صفحة الالكترونية للشركة تشمل معلومات عن الصناديق الاستثمارية وتحديث بشكل دائم يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 52.1% وبتوسط 4.33 ومستوى تأثير عالي.

6. في متغير إن الإفصاح عن المواضيع المتعلقة بالعاملين وأصحاب المصالح في التقارير السنوية يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 45.8% وبتوسط حسابي 4.15 ومستوى تأثير عالي.

7. في متغير وجود مدققين خارجيين مستقلين مؤهلين وذو خبرة جيدة في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 50% وبتوسط 4.35 ومستوى تأثير عالي.

8. في متغير أداء المدققين عملهم بما تقتضيه العناية والأصول الأخلاقية للمهنة في عملية المراجعة وتعرضهم للمساءلة أمام الشركة وحملة الوثائق يؤدي إلى تحسين أداء صناديق

الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 68.8% و بمتوسط حسابي 4.10 ومستوى تأثير عالي.

9. في متغير إن إفصاح الشركة عن أي تغييرات في الأصول والالتزامات يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 64.6% و بمتوسط حسابي 4.06 ومستوى تأثير عالي.

10. في متغير التصريح عن أي عقوبة أو جزاء أو أي قيد احتياطي مفروض على الصندوق في الجهات الإعلامية المختلفة يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 50% و بمتوسط 3.81 ومستوى تأثير متوسط.

و بشكل عام فإن المتوسط الحسابي لجميع متغيرات المحور الخامس يساوي 4.02 و مستوى تأثير يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار عالية.

سادساً: إجابات العينة بخصوص متغيرات المحور السادس يؤثر وجود إطار فعال، ويحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة ، على تحسين أداء صناديق الاستثمار كالتالي:

الجدول رقم (23)

إجابات عينة الدراسة بخصوص مسؤوليات مجلس الإدارة

	Std . Deviation	Mean	موافق بشدة	موافق	حيادي	غير موافق	غير موافق بشدة		
عالية	0.610	4.27	17 %35.4	27 %56.3	4 %8.3			Cou nt	1 تميز أعضاء مجلس الإدارة بخبرات ومؤهلات جيدة ويعملون بحسن نية وعناية وعلى أساس المعلومات الكاملة بما يحقق مصلحة الصندوق وحملة الوثائق يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار .
عالية	0.644	4.27	18 %37.5	25 %52.1	5 %10.4			Cou nt	2 قيام مجلس الإدارة بوضع استراتيجيات الشركة، سياسة المخاطر، خطط العمل، الأهداف، الإشراف على النفقات، ومراقبة سير تنفيذ الاستراتيجيات بشكل فعال يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار .
عالية	0.713	4.21	16 %33.3	28 %58.3	2 %4.2	2 %4.2		Cou nt	3 متابعة مجلس الإدارة الرقابة الفعالة على كفاءة ممارسة قواعد الحوكمة وإجراء التعديلات عند الحاجة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار .
عالية	0.715	4.00	11 %22.9	27 %56.3	9 %18.8	1 %2.1		Cou nt	4 قيام مجلس الإدارة بتحديد المكافآت والمرتببات، واختيار كبار مدراء التنفيذيين والإشراف على أدائهم يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار .
متوسطة	1.051	3.79	15 %31.3	14 %29.2	14 %29.2	4 %8.3	1 2.1 %	Cou nt	5 إن إجراء عمليات الترشيح والانتخابات بشفافية يؤثر على تقييم أداء مدراء صناديق الاستثمار .
عالية	0.722	4.10	14 %29.2	26 %54.2	7 %14.6	1 %2.1		Cou nt	6 إن الإفصاح عن لجان مجلس الإدارة (لجان مراقبة ولجنة الترشيحات والمكافآت)، صلاحياتها، وإجراءات أعمالها، يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار .
عالية	0.719	4.31	21 %43.8	22 %45.8	4 %8.3	1 %2.1		Cou nt	7 إن تأكد مجلس الإدارة من نزاهة التقارير وسلامة النظم المحاسبية والمالية للشركة يؤدي إلى تحسين أداء المحاسبين والمدققين في صناديق الاستثمار .
عالية	0.905	4.10	19 %39.6	18 %37.5	8 %16.7	3 %6.3		Cou nt	8 إن الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي يؤثر الرقابة الفعالة لأداء صناديق الاستثمار
عالية	0.744	4.00	11 %22.9	28 %58.3	7 %14.6	2 %4.2		Cou nt	9 إن وجود أعضاء مستقلين في مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين أداء مجلس إدارة صناديق الاستثمار .
متوسطة	0.765	3.73	9 %18.8	17 %35.4	22 %45.8			Cou nt	10 يؤثر عدد أعضاء مجلس الإدارة بحيث لا يقل عن 3 ولا يزيد عن 11 على تقييم الجيد لأداء أعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار .
عالية	0.314	4.08							يؤثر وجود إطار فعال، ويحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة ، على تحسين أداء صناديق الاستثمار

المصدر: من إعداد الباحثة

يتضح من الجدول أن المتوسط الحسابي لمتغيرات المحور السادس يؤثر وجود إطار فعال، يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة ، على تحسين أداء صناديق الاستثمار، يقع بين 4.31 - 3.73، ومستوى التأثير للمتغيرات يقع بين عالي ومتوسط كما يلي:

1. في متغير تميز أعضاء مجلس الإدارة بخبرات ومؤهلات جيدة ويعملون بحسن نية وعناية وعلى أساس المعلومات الكاملة بما يحقق مصلحة الصندوق وحملة الوثائق يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار ، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 56.3 % و بمتوسط حسابي 4.27 ومستوى تأثير عالي.

2. في متغير قيام مجلس الإدارة بوضع استراتيجيات الشركة، وسياسة المخاطر، وخطط العمل، الأهداف، والإشراف على النفقات، ومراقبة سير تنفيذ الاستراتيجيات بشكل فعال يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 52.1% و بمتوسط حسابي 4.27 ومستوى تأثير عالي.

3. في متغير متابعة مجلس الإدارة الرقابة الفعالة على كفاءة ممارسة قواعد الحوكمة وإجراء التعديلات عند الحاجة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 58.3% و بمتوسط حسابي 4.21 ومستوى تأثير عالي.

4. في متغير قيام مجلس الإدارة بتحديد المكافآت والمرتبات، واختيار كبار مدراء التنفيذيين والإشراف على أدائهم يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 56.3% و بمتوسط حسابي 4.00 ومستوى تأثير عالي.

5. في متغير إن إجراء عمليات الترشيح والانتخابات بشفافية يؤثر على تقييم أداء مدراء صناديق الاستثمار ، كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 31.3% و بمتوسط 3.79 ومستوى تأثير متوسط.

6. في متغير إن الإفصاح عن لجان مجلس الإدارة (لجان مراقبة ولجنة الترشيحات والمكافآت)، صلاحياتها، وإجراءات أعمالها، يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 54.2 % و بمتوسط حسابي 4.10 ومستوى تأثير عالي.

7. في متغير تأكد مجلس الإدارة من نزاهة التقارير وسلامة النظم المحاسبية والمالية للشركة يؤدي إلى تحسين أداء المحاسبين والمدققين في صناديق الاستثمار ، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 45.8% و بمتوسط 4.31 ومستوى تأثير عالي.

8. في متغير إن الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي يؤثر الرقابة الفعالة لأداء صناديق الاستثمار، كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 39.6% و بمتوسط حسابي 4.10 ومستوى تأثير عالي.

9. في متغير إن وجود أعضاء مستقلين في مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين أداء مجلس إدارة صناديق الاستثمار، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 58.3% و بمتوسط حسابي 4.00 ومستوى تأثير عالي.

10. في متغير يؤثر عدد أعضاء مجلس الإدارة بحيث لا يقل عن 3 ولا يزيد عن 11 على تقييم الجيد لأداء أعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 35.4% و بمتوسط 3.73 ومستوى تأثير متوسط.

وبشكل عام فإن المتوسط الحسابي لجميع متغيرات المحور الخامس يساوي 4.08 و مستوى تأثير وجود إطار فعال، يضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة ويحدد مسؤولياتهم، على تحسين أداء صناديق الاستثمار عالية.

3-2-4 اختبار فرضيات الدراسة :

الفرضية الأولى :

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات وتحسين أداء صناديق الاستثمار

فرضية العدم: لا يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات وتحسين أداء صناديق الاستثمار. $H_0: X \neq 3$

فرضية البديلة: يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات وتحسين أداء صناديق الاستثمار. $H_1: X=3$

الجدول رقم(24)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغير الأول

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
يؤثر وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	48	4.1796	.25767	.03719

الجدول رقم(25)

نتائج اختبار T-test للفرضية الأولى

	Test Value = 3				95% Confidence Interval of the Difference	
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Lower	Upper
يؤثر وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	31.717	47	.000	1.1796	1.1048	1.2544

من الجدول السابق نجد أن مستوى الدلالة الإحصائية $sig = 0.000$ وهي أصغر من مستوى الدلالة القياسية $sig=0.05$ مما يؤدي إلى رفض فرضية العدم وتبني الفرضية البديلة وهذا واضح أيضا بمتوسط الإجابات 4.1 بينما القيمة الثابتة 3 عليها مما يجعلنا نتبنى الفرضية البديلة يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات وتحسين أداء صناديق الاستثمار.

الفرضية الثانية :

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توفر حماية حقوق حملة الوثائق وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق وتحسين أداء صناديق الاستثمار
 فرضية العدم: لا يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين توفر حماية حقوق حملة الوثائق وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق وتحسين أداء صناديق الاستثمار . $H_0: X \neq 3$
 الفرضية البديلة: يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين توفر حماية حقوق حملة الوثائق وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق وتحسين أداء صناديق الاستثمار . $H_1: X=3$

الجدول رقم(26)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغير الثاني

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	48	3.9917	.48983	.07070

الجدول رقم(27)

نتائج اختبار T-test للفرضية الثانية

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	14.026	47	.000	.9917	.8494	1.1339

من الجدول السابق نجد أن مستوى الدلالة الإحصائية $\text{sig} = 0.000$ وهي أصغر من مستوى الدلالة القياسية $\text{sig} = 0.05$ مما يؤدي إلى رفض فرضية العدم وتبني الفرضية البديلة وهذا واضح أيضا بمتوسط الإجابات 3.99 بينما القيمة الثابتة 3 وذلك بانحراف معياري 0.48 مما يجعلنا نتبنى البديلة يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين توفر حماية حقوق حملة الوثائق وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق وتحسين أداء صناديق الاستثمار .

الفرضية الثالثة :

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق وتحسين أداء صناديق الاستثمار

فرضية العدم: لا يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق وتحسين أداء صناديق الاستثمار. $H_0: X \neq 3$

الفرضية البديلة: يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق وتحسين أداء صناديق الاستثمار. $H_1: X=3$

الجدول رقم(28)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغير الثالث

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	48	4.0500	.34947	.05044

الجدول رقم(29)

نتائج اختبار T-test للفرضية الثالثة

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	20.816	47	.000	1.0500	.9485	1.1515

من الجدول السابق نجد أن مستوى الدلالة الإحصائية $\text{sig} = 0.000$ وهي أصغر من مستوى الدلالة القياسية $\text{sig} = 0.05$ مما يؤدي إلى رفض فرضية العدم وتبني الفرضية البديلة وهذا واضح أيضا بمتوسط الإجابات 4 بينما القيمة الثابتة 3 وذلك بانحراف معياري 0.34 مما يجعلنا نتبنى البديلة يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق وتحسين أداء صناديق الاستثمار.

الفرضية الرابعة:

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توفر آليات تعترف بحقوق أصحاب المصالح ودورهم في الأداء، وتحسين أداء صناديق الاستثمار

فرضية العدم: لا يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين توفر آليات تعترف بحقوق

أصحاب المصالح ودورهم في الإدارة، وتحسين أداء صناديق الاستثمار. $H_0: X \neq 3$

الفرضية البديلة: يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين توفر آليات تعترف بحقوق

أصحاب المصالح ودورهم في الإدارة، وتحسين أداء صناديق الاستثمار. $H_1: X=3$

الجدول رقم (30)

المتوسطات الحسابية و الانحرافات المعيارية للمتغير الرابع

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	48	3.9951	.31011	.04476

الجدول رقم (31)

نتائج اختبار T-test للفرضية الرابعة

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	22.232	47	.000	.9951	.9051	1.0852

من الجدول السابق نجد أن مستوى الدلالة الإحصائية $\text{sig} = 0.000$ وهي أصغر من مستوى الدلالة القياسية $\text{sig} = 0.05$ مما يؤدي إلى رفض فرضية العدم وتبني الفرضية البديلة وهذا واضح أيضا بمتوسط الإجابات 3.9 بينما القيمة الثابتة 3 وذلك بانحراف معياري 0.31 مما يجعلنا نتبنى البديلة بوجود اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين توفر آليات تعترف بحقوق أصحاب المصالح ودورهم في الإدارة، وتحسين أداء صناديق الاستثمار.

الفرضية الخامسة:

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، وتحسين أداء صناديق الاستثمار.

فرضية العدم : لا يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، وتحسين أداء صناديق الاستثمار. $H_0: X \neq 3$

الفرضية البديلة : يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، وتحسين أداء صناديق الاستثمار. $H_1: X=3$

الجدول رقم(32)

المتوسطات الحسابية و الانحرافات المعيارية للمتغير الخامس

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
يؤثر إتباع معايير الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة ,والشفافية الجيدة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار.	48	4.2083	.34011	.04909

الجدول رقم(33)

نتائج اختبار T-test للفرضية الخامسة

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
يؤثر إتباع معايير الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة ,والشفافية الجيدة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار.	24.614	47	.000	1.2083	1.1096	1.3071

من الجدول السابق نجد أن مستوى الدلالة الإحصائية $sig = 0.000$ وهي أصغر من مستوى الدلالة القياسية $sig=0.05$ مما يؤدي إلى رفض فرضية العدم وتبني الفرضية البديلة وهذا واضح أيضا بمتوسط الإجابات 3.9 بينما القيمة الثابتة 3 وذلك بانحراف معياري 0.31 مما يجعلنا نتبنى البديلة يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، وتحسين أداء صناديق الاستثمار.

الفرضية السادسة:

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توفر إطار فعال يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة، وتحسين أداء صناديق الاستثمار.

فرضية العدم: لا يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توفر إطار فعال يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة، وتحسين أداء صناديق الاستثمار. $H_0: X \neq 3$

الفرضية البديلة: يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توفر إطار فعال يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة، وتحسين أداء صناديق الاستثمار. $H_1: X=3$

الجدول رقم (34)

المتوسطات الحسابية و الانحرافات المعيارية للمتغير السادس

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
يؤثر وجود إطار فعال، يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة ، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	48	4.0792	.31417	.04535

الجدول رقم (35)

نتائج اختبار T-test للفرضية السادسة

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
يؤثر وجود إطار فعال، يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة ، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	23.798	47	.000	1.0792	.9879	1.1704

من الجدول السابق نجد أن مستوى الدلالة الإحصائية $\text{sig} = 0.000$ وهي أصغر من مستوى الدلالة القياسية $\text{sig} = 0.05$ مما يؤدي إلى رفض فرضية العدم وتبني الفرضية البديلة وهذا واضح أيضا بمتوسط الإجابات 3.9 بينما القيمة الثابتة 3 وذلك بانحراف معياري 0.31 مما يجعلنا نتبنى البديلة يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توفر إطار فعال يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة، وتحسين أداء صناديق الاستثمار.

3-2-5 دراسة الأهمية النسبية لكل متغير في متغيرات كل محور من محاور الدراسة:

أولاً: نتائج دراسة الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الأول يؤثر وجود إطار فعال لحوكمة الشركات على تحسين أداء صناديق الاستثمار كالتالي:

الجدول رقم (36)
الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الأول

النسبة %	المتغير	تسلسل
17.76	إن احتفاظ الشركة بدليل أو لائحة حوكمة يعكس رغبة الشركة في إتباع أحدث ممارسات السليمة لتحسين أداء صناديق الاستثمارية.	1
14.47	توزع المسؤوليات الإشرافية والتنفيذية، وتطبيق القوانين بين مختلف الجهات يساعد على التنفيذ الفعال لإطار الحوكمة في الصناديق الاستثمارية وتحسين أداءها.	2
11.18	إن وجود لجان ضمن مجلس الإدارة لمتابعة وقياس كفاءة تطبيق إدارة الشركة لمبادئ الحوكمة يزيد من ثقة حملة الوثائق في فعالية إطار الحوكمة مما يؤدي إلى رفع أداء صناديق الاستثمار.	3
10.53	إن اجتماع اللجنة مرة واحدة على الأقل في السنة لدراسة المتطلبات الحديثة للحوكمة يؤثر على تقييم أداء صناديق الاستثمار.	4
9.21	إن تميز لائحة الحوكمة بالمرونة الكافية لتناسب مع احتياجات المختلفة لحملة الوثائق ولا تتعارض مع مصلحة الشركة يؤثر على رفع أداء صناديق الاستثمار.	5
9.21	تمتع هيكل الحوكمة بالشفافية ويغطي المصلحة العامة الأساسية، يزيد ثقة حملة الوثائق بجودة أداء صناديق الاستثمار.	6
7.89	تتوافق القواعد والمتطلبات القانونية التنظيمية التي تؤثر على ممارسات الحوكمة مع القواعد والقوانين الناظمة لإدارة صناديق الاستثمار يؤدي إلى رفع أداء صناديق الاستثمار.	7
7.89	اتساق متطلبات الحوكمة بالعدالة وعدم التحيز بين مجلس إدارة الصندوق، حملة الوثائق، وأصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	8
6.58	تتميز وثائق الصناديق للشركات المطبقة لمبادئ الحوكمة، بأداء أفضل أكثر منها في الصناديق غير مطبقة لمبادئ الحوكمة.	9
5.26	تتوافق لائحة حوكمة الشركات الصادرة عن هيئة سوق المال السعودي من حيث الأنظمة والمعايير مع لائحة صناديق الاستثمار والذي يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار .	10

المصدر: من إعداد الباحثة

من خلال الجدول السابق نجد أن أهم أثر للمتغير المتعلق بالمحور الأول هو احتفاظ الشركة بدليل أو لائحة حوكمة يعكس رغبة الشركة في إتباع أحدث ممارسات السليمة لتحسين أداء صناديق الاستثمارية ويشكل أهمية بنسبة 17.76 % ثم تأتي الأهمية للمتغير توزيع المسؤوليات الإشرافية والتنفيذية، وتطبيق القوانين بين مختلف الجهات يساعد على التنفيذ الفعال لإطار الحوكمة في الصناديق الاستثمارية وتحسين أداءها بنسبة تصل إلى 14.47 %، بينما الأقل أهمية تتوافق لائحة حوكمة الشركات الصادرة عن هيئة سوق المال السعودي من حيث الأنظمة

والمعايير مع لائحة صناديق الاستثمار والذي يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار بنسبة تصل إلى 5.26%.

ثانياً: نتائج دراسة الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الثاني: يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق على تحسين أداء صناديق الاستثمار كالتالي:

الجدول رقم (37)

الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الثاني

النسبة %	المتغير	تسلسل
10.91	إن وجود اللوائح والأنظمة الداخلية للشركة كافة الإجراءات اللازمة لتسهيل ممارسة حملة الوثائق لحقوقهم يؤدي إلى زيادة ثقة المالكين بجودة أداء صناديق الاستثمار.	1
10.59	يحصل حملة الوثائق على المعلومات ذات الصلة بأداء الصناديق، في الوقت المناسب وبشكل دوري مما يؤدي إلى زيادة ثقة بجودة أداء صناديق الاستثمار	2
10.18	تزويد حملة الوثائق بمعلومات دقيقة حول أجندة الاجتماعات الهيئة العامة، وإعطاءهم الوقت الكافي للأسئلة والاقتراحات في الاجتماع، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالقرارات الإستراتيجية التي تتخذها الشركة لتحسن إدارة صناديقها الاستثمارية.	3
10.13	إن قدرة حملة الوثائق للتصويت في الاجتماعات يؤدي إلى التطبيق الفعال للحوكمة في صناديق الاستثمار	4
9.92	إن حصول حملة الوثائق على المعلومات مجاناً ودون تكلفة يزيد من ثقة المالكين بجودة أداء صناديق الاستثمار	5
9.92	يجيب أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين على كافة الاستفسارات وأسئلة حملة الوثائق فيما يتعلق بتقرير المراجع وبشفافية تامة مما يعكس حسن أداء صناديق الاستثمار.	6
9.86	وجود الحق لحملة الوثائق في المشاركة في القرارات التي تخص التغيرات الأساسية في الصندوق مثل (الرسوم ، العمولات ، أتعاب ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة ، نوعية الاستثمارات، وتوزيع الأرباح) يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	7
9.81	إن وجود الحق لحملة الوثائق، بالرقابة على الأداء المالي والتشغيلي للصناديق والإطلاع على استثمارات محافظ صناديق الاستثمار يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار.	8
9.39	تمكّن حملة الوثائق من التصويت شخصياً أو غيابياً مع إعطاء نفس الأثر للأصوات يزيد من ثقة حملة الوثائق بالشركة و التطبيق الفعال للحوكمة في صناديق الاستثمار.	9
9.29	وجود الحق لحملة الوثائق في انتخاب وعزل أعضاء مجلس الإدارة، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالشركة على تحسين أداء صناديقها.	10

المصدر: من إعداد الباحثة

من خلال الجدول السابق نجد أن أهم متغير تأثيراً من متغيرات المحور الثاني هو وجود اللوائح والأنظمة الداخلية للشركة كافة الإجراءات اللازمة لتسهيل ممارسة حملة الوثائق لحقوقهم يؤدي إلى زيادة ثقة المالكين بجودة أداء صناديق الاستثمار ويشكل نسبة 10.91% ثم تأتي الأهمية للمتغير يحصل حملة الوثائق على المعلومات ذات الصلة بأداء الصناديق، في الوقت المناسب وبشكل دوري مما يؤدي إلى زيادة ثقة بجودة أداء صناديق الاستثمار بنسبة أهمية تصل إلى 10.59% بينما الأقل أهمية كان متغير وجود الحق لحملة الوثائق في انتخاب وعزل أعضاء مجلس الإدارة، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالشركة على تحسين أداء صناديقها بنسبة 9.29%.

ثالثاً: نتائج دراسة الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الثالث يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حاملي الوثائق على تحسين أداء صناديق الاستثمار كالتالي:

الجدول رقم (38)

الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الثالث

النسبة %	المتغير	تسلسل
10.60	إن إفصاح أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين عن تعاملاتهم الخاصة بالصفقات أو الأمور التي لها تأثير على الشركة سواء بأسلوب مباشر أو غير مباشر أو نيابة عن أطراف أخرى يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار.	1
10.44	حصول حملة الوثائق على كافة المعلومات المتعلقة بأداء الصناديق دون تمييز يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار.	2
10.44	إن حظر الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار.	3
10.39	إن وجود حماية لحملة الوثائق الأقلية من أي إساءة أو استغلال التي قد يقوم بها أصحاب النسب الحاكمة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة يؤدي إلى زيادة ثقة حملة الوثائق بحسن أداء صناديق الاستثمار.	4
10.08	إن معاملة كافة حملة الوثائق من نفس الطبقة معاملة متساوية من حيث الحقوق يزيد من ثقة حملة الوثائق بالتطبيق الفعال لإطار الحوكمة في صناديق الاستثمار.	5
10.08	إزالة أي عوائق تحول دون إتمام عملية التصويت من قبل حملة الوثائق الأجانب أو عبر الحدود يؤدي إلى التطبيق الفعال لإطار الحوكمة في صناديق الاستثمار.	6
9.88	يوفر النظام القانوني للشركة آليات لحملة الوثائق الأقلية لرفع دعاوي قضائية والمطالبة بتعويضات، إذا ما توفرت لديهم أسس معقولة للاعتقاد بأن حقوقهم قد انتهكت مما يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	7
9.83	تمثال حقوق التصويت لنفس الفئة من حملة الوثائق، يزيد من ثقة حملة الوثائق بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار	8
9.77	قيام حملة الوثائق في حال تضارب المصالح بينهم، باللجوء إلى الإفصاح عن هذا التضارب يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار	9
8.49	إن حصول المستثمرين على كافة المعلومات المتعلقة بحقوق كافة السلاسل والطبقات قبل القيام بعملية الشراء يؤثر على قرار المستثمر بشراء وثائق صندوق الاستثمار	10

المصدر: من إعداد الباحثة

من خلال الجدول السابق نجد أن أهم متغير تأثيراً من متغيرات المحور الثالث هو إفصاح أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين عن تعاملاتهم الخاصة بالصفقات أو الأمور التي لها تأثير على الشركة سواء بأسلوب مباشر أو غير مباشر أو نيابة عن أطراف أخرى يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار . بنسبة 10.60 % ثم تأتي الأهمية للمتغير حصول حملة الوثائق على كافة المعلومات المتعلقة بأداء الصناديق دون تمييز يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار و المتغير حظر الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار بنسبة 10.44 %، بينما الأقل أهمية كان للمتغير إن حصول المستثمرين على كافة المعلومات المتعلقة بحقوق كافة السلاسل والطبقات قبل القيام بعملية الشراء يؤثر على قرار المستثمر بشراء وثائق صندوق الاستثمار بنسبة 8.49%.

رابعاً: نتائج دراسة الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الرابع يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة على تحسين أداء صناديق الاستثمار كالتالي:

الجدول رقم (39)

الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الرابع

النسبة %	المتغير	تسلسل
19.59	إن احترام حقوق أصحاب المصالح الناشئة بموجب القانون أو نتيجة الاتفاقات المتبادلة بين الشركة وأصحاب المصالح، يؤدي إلى رفع مستوى أداء صناديق الاستثمار.	1
13.51	إن حصول أصحاب المصالح وفي الوقت المناسب، على المعلومات ذات الصلة وبالقدر الكافي للقيام بمسؤولياتهم يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	2
13.51	إن تدريب العاملين بشكل كافٍ للتعامل مع أصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	3
13.51	إن تعويض وبشكل كامل، أصحاب المصالح عن أي انتهاك لحقوقهم يزيد من ثقتهم بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار.	4
12.16	إن إعلام أصحاب المصالح وبشكل كافٍ عن حقوقهم والتزاماتهم عند ارتباطهم بالعمل في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	5
10.81	تنظم الشركة اجتماعات دورية بين العاملين والإدارة العليا من أجل الأخذ بمقترحاتهم في أساليب تنفيذ العمل لتحسين أداء صناديق الاستثمار.	6
7.43	إن تقديم الشركة خدمات التقاعد للموظفين يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار.	7
4.05	وجود إطار فعال لمعالجة آليات الوفاء بالديون وتنفيذ حقوق الدائنين يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار.	8
2.70	إن قدرة أصحاب المصالح، بما في ذلك العاملين والجهات التي تمثلهم، إيصال أي أعمال غير قانونية إلى مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	9
2.70	إن عدم تعرض أصحاب المصالح بما في ذلك العاملين لأي خطر نتيجة إيصالهم لأي تصرفات غير قانونية إلى مجلس الإدارة يعكس الأداء الجيد لأعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار.	10

المصدر: من إعداد الباحثة

من خلال الجدول السابق نجد أن أهم متغير تأثيراً من متغيرات المحور الثالث احترام حقوق أصحاب المصالح الناشئة بموجب القانون أو نتيجة الاتفاقات المتبادلة بين الشركة وأصحاب المصالح، يؤدي إلى رفع مستوى أداء صناديق الاستثمار بنسبة 19.59 % ثم تأتي الأهمية للمتغير إن حصول أصحاب المصالح وفي الوقت المناسب، على المعلومات ذات الصلة وبالقدر الكافي للقيام بمسؤولياتهم يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار والمتغير إن تدريب العاملين بشكل كافٍ للتعامل مع أصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار والمتغير إن تعويض وبشكل كامل، أصحاب المصالح عن أي انتهاك لحقوقهم يزيد من ثقتهم بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار بنسبة 13.51% بينما الأقل أهمية كان للمتغير عدم تعرض أصحاب المصالح بما في ذلك العاملين لأي خطر نتيجة إيصالهم لأي

تصرفات غير قانونية إلى مجلس الإدارة يعكس الأداء الجيد لأعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار والمتغير قدرة أصحاب المصالح، بما في ذلك العاملين والجهات التي تمثلهم، إيصال أي أعمال غير قانونية إلى مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار بنسبة 2.7%.

خامساً: نتائج دراسة الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الخامس يؤثر إتباع معايير الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة، والشفافية الجيدة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار كالتالي:

الجدول رقم (40)

الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الخامس

النسبة %	المتغير	تسلسل
10.59	إن الإفصاح عن كافة معلومات الصندوق (الأهداف، الرسوم، نماذج الاشتراك والاسترداد، الأتعاب والعمولات، وثائق الصندوق وأدائها التاريخي) وعن جميع الجوانب المختلفة المتعلقة به يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار.	1
10.49	إن الطرح وشفافية على المستثمرين بيان بالمخاطر الجوهرية المتوقعة للصناديق والتي تساعدهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	2
10.34	وجود مدققين خارجيين مستقلين مؤهلين وذو خبرة جيدة في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	3
10.29	وجود صفحة الالكترونية للشركة تشمل معلومات عن الصناديق الاستثمارية وتحديث بشكل دائم يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار.	4
10.14	إن الإفصاح عن كافة التقارير المالية والغير المالية المتعلقة بالصناديق وشفافية تامة ، وصنورها وفق المعايير المحاسبية الصادرة عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين يعكس فعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار والذي يؤثر على تحسن أداءها.	5
9.85	إن الإفصاح عن المواضيع المتعلقة بالعاملين وأصحاب المصالح في التقارير السنوية يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار	6
9.80	إن شمول الإفصاح ، السياسات المتعلقة بمكافآت ومرتببات أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	7
9.80	أداء المدققين عملهم بما تقتضيه العناية والأصول الأخلاقية للمهنة في عملية المراجعة وتعرضهم للمساءلة أمام الشركة وحملة الوثائق يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	8
9.65	إن إفصاح الشركة عن أي تغيرات في الأصول والالتزامات يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار الأمر الذي يؤثر على تحسن أداءها.	9
9.05	التصريح عن أي عقوبة أو جزاء أو أي قيد احتياطي مفروض على الصندوق في الجهات الإعلامية المختلفة يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار.	10

المصدر: من إعداد الباحثة

من خلال الجدول السابق نجد أن أهم متغير تأثيراً من متغيرات المحور الخامس الإفصاح عن كافة معلومات الصندوق (الأهداف، الرسوم، نماذج الاشتراك والاسترداد، الأتعاب والعمولات، وثائق الصندوق وأدائها التاريخي) وعن جميع الجوانب المختلفة المتعلقة به يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار بنسبة 10.59 % ثم تأتي الأهمية للمتغير إن الطرح وشفافية

على المستثمرين بيان بالمخاطر الجوهرية المتوقعة للصناديق والتي تساعدهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار بنسبة 10.49 % بينما الأقل أهمية هو للمتغير التصريح عن أي عقوبة أو جزاء أو أي قيد احتياطي مفروض على الصندوق في الجهات الإعلامية المختلفة يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار بنسبة 9.05 % .

سادساً: دراسة الأهمية النسبية لمتغيرات المحور السادس: يؤثر وجود إطار فعال، يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة ، على تحسين أداء صناديق الاستثمار كالتالي:

الجدول رقم (41)

الأهمية النسبية لمتغيرات المحور السادس

المتغير	النسبة %
1 تميز أعضاء مجلس الإدارة بخبرات ومؤهلات جيدة ويعملون بحسن نية وعناية وعلى أساس المعلومات الكاملة بما يحقق مصلحة الصندوق وحملة الوثائق يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	10.47
2 قيام مجلس الإدارة بوضع استراتيجيات الشركة، سياسة المخاطر، خطط العمل، الأهداف، الإشراف على النفقات، ومراقبة سير تنفيذ الاستراتيجيات بشكل فعال يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	10.47
3 متابعة مجلس الإدارة الرقابة الفعالة على كفاءة ممارسة قواعد الحوكمة وإجراء التعديلات عند الحاجة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	10.32
4 قيام مجلس الإدارة بتحديد المكافآت والمرتبات، واختيار كبار مدراء التنفيذيين والإشراف على أدائهم يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	9.81
5 إن إجراء عمليات الترشيح والانتخابات بشفافية يؤثر على تقييم أداء مدراء صناديق الاستثمار.	9.30
6 إن الإفصاح عن لجان مجلس الإدارة (لجان مراقبة ولجنة الترشيحات والمكافآت)، صلاحيتها، وإجراءات أعمالها، يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار	10.06
7 تأكد مجلس الإدارة من نزاهة التقارير وسلامة النظم المحاسبية والمالية للشركة يؤدي إلى تحسين أداء المحاسبين والمدققين في صناديق الاستثمار.	10.57
8 إن الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي يؤثر الرقابة الفعالة لأداء صناديق الاستثمار	10.06
9 إن وجود أعضاء مستقلين في مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين أداء مجلس إدارة صناديق الاستثمار.	9.81
10 يؤثر عدد أعضاء مجلس الإدارة بحيث لا يقل عن 3 ولا يزيد عن 11 على تقييم الجيد لأداء أعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار.	9.14

المصدر: من إعداد الباحثة

من خلال الجدول السابق نجد أن أهم متغير تأثيراً من متغيرات المحور السادس هو تميز أعضاء مجلس الإدارة بخبرات ومؤهلات جيدة ويعملون بحسن نية وعناية وعلى أساس المعلومات الكاملة بما يحقق مصلحة الصندوق وحملة الوثائق يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار والمتغير قيام مجلس الإدارة بوضع استراتيجيات الشركة، سياسة المخاطر، خطط العمل، الأهداف، الإشراف على النفقات، ومراقبة سير تنفيذ الاستراتيجيات بشكل فعال يؤدي إلى تحسين

أداء صناديق الاستثمار بنسبة 10.47 % ثم تأتي الأهمية للمتغير متابعة مجلس الإدارة الرقابة الفعّالة على كفاءة ممارسة قواعد الحوكمة وإجراء التعديلات عند الحاجة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار بنسبة 10.32 % يؤثر عدد أعضاء مجلس الإدارة بحيث لا يقل عن 3 ولا يزيد عن 11 على تقييم الجيد لأداء أعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار 9.14 %.

3-2-6 دراسة التحليل العاملي لعناصر الدراسة :

أولاً: تطبيق طريقة التحليل العاملي في دراسة العوامل والعناصر الفرعية التي بني عليها مكونات المحور الأول: يؤثر وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار.

وتطبيق عملية التحليل العاملي على العناصر المكونة للعنصر الأول نحصل على مصفوفة القيم التشاركية للعنصر الأول والذي يفسر كما يلي:

تفسير مصفوفة القيم التشاركية للعنصر الأول:

الجدول رقم (42)
جدول التشبع للعنصر الأول

	Initial	Extraction
تتوزع المسؤوليات الإشرافية والتنفيذية، وتطبيق القوانين بين مختلف الجهات يساعد على التنفيذ الفعال لإطار الحوكمة في الصناديق الاستثمارية وتحسين أداءها.	1.000	.835
تتميز وثائق الصناديق للشركات المطبقة لمبادئ الحوكمة، بأداء أفضل أكثر منها في الصناديق غير مطبقة لمبادئ الحوكمة.	1.000	.792
إن تميز لائحة الحوكمة بالمرونة الكافية لتناسب مع احتياجات المختلفة لحملة الوثائق ولا تتعارض مع مصلحة الشركة يؤثر على رفع أداء صناديق الاستثمار.	1.000	.776
توافق القواعد والمتطلبات القانونية التنظيمية التي تؤثر على ممارسات الحوكمة مع القواعد والقوانين الناظمة لإدارة صناديق الاستثمار يؤدي إلى رفع أداء صناديق الاستثمار.	1.000	.773
تمتع هيكل الحوكمة بالشفافية ويغطي المصلحة العامة الأساسية، يزيد ثقة حملة الوثائق بجودة أداء صناديق الاستثمار.	1.000	.773
إن احتفاظ الشركة بدليل أو لائحة حوكمة يعكس رغبة الشركة في إتباع أحدث ممارسات السليمة لتحسين أداء صناديق الاستثمارية.	1.000	.643
إن اجتماع اللجنة مرة واحدة على الأقل في السنة لدراسة المتطلبات الحديثة للحوكمة يؤثر على تقييم أداء صناديق الاستثمار..	1.000	.573
اتسام متطلبات الحوكمة بالعدالة وعدم التحيز بين مجلس إدارة الصندوق، حملة الوثائق، وأصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	1.000	.566
تتوافق لائحة حوكمة الشركات الصادرة عن هيئة سوق المال السعودي من حيث الأنظمة والمعايير مع لائحة صناديق الاستثمار والذي يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار..	1.000	.559
إن وجود لجان ضمن مجلس الإدارة لمتابعة وقياس كفاءة تطبيق إدارة الشركة لمبادئ الحوكمة يزيد من ثقة حملة الوثائق في فعالية إطار الحوكمة مما يؤدي إلى رفع أداء صناديق الاستثمار..	1.000	.504

المصدر: من إعداد الباحثة

من الجدول نجد أن مصفوفة القيم التشاركية في المتغير الأول تشير إلى أن نسبة 83.5% من التباينات والتي تعبر عن مربع معامل الارتباط المتعدد للمتغير مع العوامل أي إن العوامل المشتركة تفسر نسبة عالية من التباين وهذا واضح في متغير تتوزع المسؤوليات الإشرافية والتنفيذية، وتطبيق القوانين بين مختلف الجهات يساعد على التنفيذ الفعال لإطار الحوكمة في الصناديق الاستثمارية وتحسين أداءها كذلك الأمر بالنسبة لمتغير تتميز وثائق الصناديق للشركات المطبقة لمبادئ الحوكمة، بأداء أفضل أكثر منها في الصناديق غير مطبقة لمبادئ الحوكمة حيث تشير القيمة التشاركية إلى 79.2% من التباينات تفسرها العوامل المشتركة.

تفسير الجذور الكامنة لمصفوفة الارتباط :

إن جدول الجذور الكامنة لمصفوفة الارتباط (تباين المكونات) ومجموعها يساوي رتبة المصفوفة

الجدول رقم (43)

جدول الجذور الكامنة لمصفوفة الارتباط المحور الأول

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2.23	22.350	22.350	2.23	22.350	22.350	2.07	20.795	20.795
2	1.69	16.957	39.307	1.69	16.957	39.307	1.72	17.239	38.034
3	1.54	15.431	54.739	1.54	15.431	54.739	1.59	15.918	53.952
4	1.32	13.213	67.951	1.32	13.213	67.951	1.40	13.999	67.951
5	.952	9.515	77.466						
6	.750	7.504	84.970						
7	.574	5.740	90.710						
8	.450	4.501	95.211						
9	.285	2.849	98.060						
10	.194	1.940	100.000						

المصدر: من إعداد الباحثة

من الجدول نجد أن المكون الأول له أكبر جذر كامن (أو تباين المكون) ويساوي 2.23 ويفسر 22.3% من التباينات الكلية لمتغيرات المحور الأول، والمكون الثاني يفسر 16.9 % من هيكل التباينات للمتغيرات العشرة، والمكون الثالث يفسر 15.64 % من التباينات والرابع يفسر 13.2 والباقي أهمل لكون جذورها الكامنة أقل عن الواحد والمكونات الأربع المشكلة تفسر ما مجموعه 65.95 % من التباين .

تفسير مصفوفة مكونات المحور الأول:

جدول مصفوفة يسمى مصفوفة المكونات (components Matrix) التي تتضمن تشبعات المكونات الأربع التي تم استخلاصهما، والتشبع عبارة عن معامل الارتباط البسيط بين المكون أو العامل والمتغير ،

الجدول رقم (44)

جدول مصفوفة المكونات للعنصر الأول

	Component			
	1	2	3	4
ن احتفاظ الشركة بدليل أو لائحة حوكمة يعكس رغبة الشركة في إتباع أحدث ممارسات السليمة لتحسين أداء صناديق الاستثمارية.	.347	.193	-.519	.465
إن تميز لائحة الحوكمة بالمرونة الكافية لنتناسب مع احتياجات المختلفة لحملة الوثائق ولا تتعارض مع مصلحة الشركة يؤثر على رفع أداء صناديق الاستثمار.	.850	.100	-.080	.193
توافق القواعد والمتطلبات القانونية التنظيمية التي تؤثر على ممارسات الحوكمة مع القواعد والقوانين الناظمة لإدارة صناديق الاستثمار يؤدي إلى رفع أداء صناديق الاستثمار.	.771	.405	-.122	.019
اتسام متطلبات الحوكمة بالعدالة وعدم التحيز بين مجلس إدارة الصندوق، حملة الوثائق، وأصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.566	.213	.447	.039
توزع المسؤوليات الإشرافية والتنفيذية، وتطبيق القوانين بين مختلف الجهات يساعد على التنفيذ الفعال لإطار الحوكمة في الصناديق الاستثمارية وتحسين أداءها.	-.186	.759	.338	-.333
تمتع هيكل الحوكمة بالشفافية ويغطي المصلحة العامة الأساسية، يزيد ثقة حملة الوثائق بجودة أداء صناديق الاستثمار.	-.355	.788	.104	.123
إن وجود لجان ضمن مجلس الإدارة لمتابعة وقياس كفاءة تطبيق إدارة الشركة لمبادئ الحوكمة يزيد من ثقة حملة الوثائق في فعالية إطار الحوكمة مما يؤدي إلى رفع أداء صناديق الاستثمار.	-.309	.427	-.382	.284
إن اجتماع اللجنة مرة واحدة على الأقل في السنة لدراسة المتطلبات الحديثة للحوكمة يؤثر على تقييم أداء صناديق الاستثمار.	-.392	.102	.188	.611
تتميز وثائق الصناديق للشركات المطبقة لمبادئ الحوكمة، بأداء أفضل أكثر منها في الصناديق غير مطبقة لمبادئ الحوكمة.	-.068	-.222	.504	.696
تتوافق لائحة حوكمة الشركات الصادرة عن هيئة سوق المال السعودي من حيث الأنظمة والمعايير مع لائحة صناديق الاستثمار والذي يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.254	-.029	.702	-.023

المصدر: من إعداد الباحثة

في هذا الجدول نلاحظ أن أقوى المتغيرات ارتباطاً بالعامل الأول هو المتغير تميز لائحة الحوكمة بالمرونة الكافية لنتناسب مع احتياجات المختلفة لحملة الوثائق ولا تتعارض مع مصلحة الشركة يؤثر على رفع أداء صناديق الاستثمار وبنسبة 85% يليها توافق القواعد والمتطلبات القانونية التنظيمية التي تؤثر على ممارسات الحوكمة مع القواعد والقوانين الناظمة لإدارة صناديق الاستثمار يؤدي إلى رفع أداء صناديق الاستثمار بنسبة 77% بينما العامل الثاني نجد أن أقوى

المتغيرات ارتباطاً به هو تمتع هيكل الحوكمة بالشفافية ويغطي المصلحة العامة الأساسية، يزيد ثقة حملة الوثائق بجودة أداء صناديق الاستثمار بنسبة 78.8% والعامل الثالث نجد أن أقوى المتغيرات ارتباطاً هو تتوافق لائحة حوكمة الشركات الصادرة عن هيئة سوق المال السعودي من حيث الأنظمة والمعايير مع لائحة صناديق الاستثمار والذي يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار بنسبة 70% و العامل الرابع نجد أن تتميز وثائق الصناديق للشركات المطبقة لمبادئ الحوكمة، بأداء أفضل أكثر منها في الصناديق غير مطبقة لمبادئ الحوكمة 69.9% والباقي ضعيفة.

تدوير مكونات المحور الأول:

الجدول رقم (45)
تدوير مكونات المحور الأول

	Component			
	1	2	3	4
ن احتفاظ الشركة بدليل أو لائحة حوكمة يعكس رغبة الشركة في إتباع أحدث ممارسات السليمة لتحسين أداء صناديق الاستثمارية.	.576	-.110	-.531	.135
إن تميز لائحة الحوكمة بالمرونة الكافية لتناسب مع احتياجات المختلفة لحملة الوثائق ولا تتعارض مع مصلحة الشركة يؤثر على رفع أداء صناديق الاستثمار.	.850	-.194	.110	-.054
توافق القواعد والمتطلبات القانونية التنظيمية التي تؤثر على ممارسات الحوكمة مع القواعد والقوانين الناظمة لإدارة صناديق الاستثمار يؤدي إلى رفع أداء صناديق الاستثمار.	.841	.119	.044	-.222
اتسام متطلبات الحوكمة بالعدالة وعدم التحيز بين مجلس إدارة الصندوق، حملة الوثائق، وأصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.527	.141	.514	.066
توزع المسؤوليات الإشرافية والتنفيذية، وتطبيق القوانين بين مختلف الجهات يساعد على التنفيذ الفعال لإطار الحوكمة في الصناديق الاستثمارية وتحسين أداءها.	-.040	.875	.201	-.167
تمتع هيكل الحوكمة بالشفافية ويغطي المصلحة العامة الأساسية، يزيد ثقة حملة الوثائق بجودة أداء صناديق الاستثمار.	-.015	.834	-.201	.191
إن وجود لجان ضمن مجلس الإدارة لمتابعة وقياس كفاءة تطبيق إدارة الشركة لمبادئ الحوكمة يزيد من ثقة حملة الوثائق في فعالية إطار الحوكمة مما يؤدي إلى رفع أداء صناديق الاستثمار.	.008	.348	-.598	.160
إن اجتماع اللجنة مرة واحدة على الأقل في السنة لدراسة المتطلبات الحديثة للحوكمة يؤثر على تقييم أداء صناديق الاستثمار.	-.154	.175	-.158	.703
تتميز وثائق الصناديق للشركات المطبقة لمبادئ الحوكمة، بأداء أفضل أكثر منها في الصناديق غير مطبقة لمبادئ الحوكمة.	.003	-.146	.254	.840
تتوافق لائحة حوكمة الشركات الصادرة عن هيئة سوق المال السعودي من حيث الأنظمة والمعايير مع لائحة صناديق الاستثمار والذي يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.117	.079	.709	.188

المصدر: من إعداد الباحثة

من خلال الجدول السابق نتيجة إجراء عملية التدوير نلاحظ أنه تم زيادة التشبع لبعض المكونات في المحور الأول والممثل له بالعامل الأول لتصل إلى 85% تميز لائحة الحوكمة بالمرونة الكافية لتتناسب مع احتياجات المختلفة لحملة الوثائق ولا تتعارض مع مصلحة الشركة يؤثر على رفع أداء صناديق الاستثمار والعامل الثاني إلى 87.5 % توزع المسؤوليات الإشرافية والتنفيذية، وتطبيق القوانين بين مختلف الجهات يساعد على التنفيذ الفعال لإطار الحوكمة في الصناديق الاستثمارية وتحسين أداءها وفي العامل الثالث تصل إلى 70.9 % في مكون تتوافق لائحة حوكمة الشركات الصادرة عن هيئة سوق المال السعودي من حيث الأنظمة والمعايير مع لائحة صناديق الاستثمار والذي يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار و في العامل الرابع 84% لمكون تتميز وثائق الصناديق للشركات المطبقة لمبادئ الحوكمة، بأداء أفضل أكثر منها في الصناديق غير مطبقة لمبادئ الحوكمة.

ثانياً تطبيق طريقة التحليل العاملي في دراسة العوامل والعناصر الفرعية التي بني عليها

مكونات المحور الثاني : يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم

لتلك الحقوق، على تحسين أداء صناديق الاستثمار

تفسير مصفوفة القيم التشاركية المحور الثاني :

الجدول رقم (46)

جدول التشبع للعنصر الثاني

	Initial	Extraction
إن حصول حملة الوثائق على المعلومات مجاناً ودون تكلفة يزيد من ثقة المالكين بجودة أداء صناديق الاستثمار	1.000	.896
يحصل حملة الوثائق على المعلومات ذات الصلة بأداء الصناديق، في الوقت المناسب وبشكل دوري مما يؤدي إلى زيادة ثقة بجودة أداء صناديق الاستثمار.	1.000	.887
إن قدرة حملة الوثائق للتصويت في الاجتماعات يؤدي إلى التطبيق الفعال للحوكمة في صناديق الاستثمار.	1.000	.859
وجود الحق لحملة الوثائق في المشاركة في القرارات التي تخص التغيرات الأساسية في الصندوق مثل (الرسوم ، العمولات ، أتعاب ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة ، نوعية الاستثمارات، وتوزيع الأرباح) يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	1.000	.790
وجود الحق لحملة الوثائق في انتخاب وعزل أعضاء مجلس الإدارة، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالشركة على تحسين أداء صناديقها.	1.000	.789
إن وجود الحق لحملة الوثائق، بالرقابة على الأداء المالي والتشغيلي للصناديق والإطلاع على استثمارات محافظ صناديق الاستثمار يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار.	1.000	.677
إن وجود اللوائح والأنظمة الداخلية للشركة كافة الإجراءات اللازمة لتسهيل ممارسة حملة الوثائق لحقوقهم يؤدي إلى زيادة ثقة المالكين بجودة أداء صناديق الاستثمار.	1.000	.660
تزويد حملة الوثائق بمعلومات دقيقة حول أجندة الاجتماعات الهيئة العامة، وإعطاءهم الوقت الكافي للأسئلة والاقتراحات في الاجتماع، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالقرارات الإستراتيجية التي تتخذها الشركة لتحسن إدارة صناديقها الاستثمارية.	1.000	.650
يجيب أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين على كافة الاستفسارات وأسئلة حملة الوثائق فيما يتعلق بتقرير المراجع وبشفافية تامة مما يعكس حسن أداء صناديق الاستثمار.	1.000	.645
تمكن حملة الوثائق من التصويت شخصياً أو غيابياً مع إعطاء نفس الأثر للأصوات يزيد من ثقة حملة الوثائق بالشركة و التطبيق الفعال للحوكمة في صناديق الاستثمار.	1.000	.624

المصدر: من إعداد الباحثة

من الجدول نجد أن مصفوفة القيم التشاركية في المتغير الأكبر تشير إلى أن نسبة 89.6 % من التباينات والتي تعبر عن مربع معامل الارتباط المتعدد للمتغير مع العوامل أي إن العوامل المشتركة تقسر نسبة عالية من التباين وهذا واضح في متغير حصول حملة الوثائق على المعلومات مجاناً ودون تكلفة يزيد من ثقة المالكين بجودة أداء صناديق الاستثمار كذلك الأمر بالنسبة لمتغير يحصل حملة الوثائق على المعلومات ذات الصلة بأداء الصناديق، في الوقت المناسب وبشكل دوري مما يؤدي إلى زيادة ثقة بجودة أداء صناديق الاستثمار إلى نسبة 88.7 % من التباينات تفسرها العوامل المشتركة

تفسير الجذور الكامنة لمصفوفة الارتباط:

الجدول رقم (47)

جدول الجذور الكامنة لمصفوفة الارتباط المحور الثاني

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	3.548	35.477	35.477	3.548	35.477	35.477	3.131	31.306	31.306
2	1.603	16.031	51.508	1.603	16.031	51.508	1.582	15.825	47.131
3	1.325	13.253	64.761	1.325	13.253	64.761	1.441	14.415	61.545
4	1.002	10.021	74.781	1.002	10.021	74.781	1.324	13.236	74.781
5	.821	8.207	82.989						
6	.612	6.115	89.104						
7	.389	3.891	92.995						
8	.308	3.079	96.075						
9	.221	2.205	98.280						
10	.172	1.720	100.000						

المصدر: من إعداد الباحثة

من الجدول نجد أن المكون الأول له أكبر جذر كامن (أو تباين المكون) ويفسر 35.47% من التباينات الكلية لمتغيرات المحور الأول والمكون الثاني يفسر 16.03% من هيكل التباينات للمتغيرات العشرة والمكون الثالث يفسر 13.25% من التباينات والمكون الرابع يفسر 10.02% والباقي أهمل لكون جذورها الكامنة أقل من الواحد والمكونات الأربع المشكلة تفسر ما مجموعه 74.78% من التباين .

تفسير مصفوفة مكونات المحور الثاني :

الجدول رقم (48)

مصفوفة المكونات للعنصر الثاني

	Component			
	1	2	3	4
إن وجود اللوائح والأنظمة الداخلية للشركة كافة الإجراءات اللازمة لتسهيل ممارسة حملة الوثائق لحقوقهم يؤدي إلى زيادة ثقة المالكين بجودة أداء صناديق الاستثمار.	.226	.053	.772	-102
يحصل حملة الوثائق على المعلومات ذات الصلة بأداء الصناديق، في الوقت المناسب وبشكل دوري مما يؤدي إلى زيادة ثقة بجودة أداء صناديق الاستثمار.	.042	.916	.190	.099
إن حصول حملة الوثائق على المعلومات مجاناً ودون تكلفة يزيد من ثقة المالكين بجودة أداء صناديق الاستثمار.	-006	.825	-354	-300
وجود الحق لحملة الوثائق في انتخاب وعزل أعضاء مجلس الإدارة، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالشركة على تحسين أداء صناديقها.	.735	-024	-314	-386
وجود الحق لحملة الوثائق في المشاركة في القرارات التي تخص التغيرات الأساسية في الصندوق مثل (الرسوم ، العمولات ، أتعاب ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة ، نوعية الاستثمارات، وتوزيع الأرباح) يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.836	-178	.071	-232
تزويد حملة الوثائق بمعلومات دقيقة حول أجندة الاجتماعات الهئية العامة، وإعطاءهم الوقت الكافي للأسئلة والاقتراحات في الاجتماع، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالقرارات الإستراتيجية التي تتخذها الشركة لتحسن إدارة صناديقها الاستثمارية	.752	.024	.270	-102
يجيب أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين على كافة الاستفسارات وأسئلة حملة الوثائق فيما يتعلق بتقرير المراجع وشفافية تامة مما يعكس حُسن أداء صناديق الاستثمار.	.753	.125	.163	.189
إن قدرة حملة الوثائق للتصويت في الاجتماعات يؤدي إلى التطبيق الفعّال للحوكمة في صناديق الاستثمار.	.521	.148	-009	.752
وجود الحق لحملة الوثائق في المشاركة في القرارات التي تخص التغيرات الأساسية في الصندوق مثل (الرسوم، العمولات، أتعاب ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة، نوعية الاستثمارات، وتوزيع الأرباح) يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.780	-028	-050	-112
إن وجود الحق لحملة الوثائق، بالرقابة على الأداء المالي والتشغيلي للصناديق والإطلاع على استثمارات محافظ صناديق الاستثمار يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.492	-093	-602	.255

المصدر: من إعداد الباحثة

في الجدول نلاحظ أن أقوى المتغيرات ارتباطاً بالعامل الأول هو وجود الحق لحملة الوثائق في المشاركة في القرارات التي تخص التغيرات الأساسية في الصندوق مثل (الرسوم، العمولات، أتعاب ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة، نوعية الاستثمارات، وتوزيع الأرباح) يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار وبنسبة 83.6 % يليها وجود الحق لحملة الوثائق في المشاركة في القرارات التي تخص التغيرات الأساسية في الصندوق مثل (الرسوم ، العمولات ، أتعاب ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة ، نوعية الاستثمارات، وتوزيع الأرباح) يؤدي إلى تحسين أداء صناديق

الاستثمار بنسبة 78 % بينما لدى دراسة العامل الثاني نجد أن أقوى المتغيرات ارتباطاً به هو يحصل حملة الوثائق على المعلومات ذات الصلة بأداء الصناديق، في الوقت المناسب وبشكل دوري مما يؤدي إلى زيادة ثقة بجودة أداء صناديق الاستثمار بنسبة 91.6 % والعامل الثالث نجد أن أقوى المتغيرات ارتباطاً هو وجود اللوائح والأنظمة الداخلية للشركة كافة الإجراءات اللازمة لتسهيل ممارسة حملة الوثائق لحقوقهم يؤدي إلى زيادة ثقة المالكين بجودة أداء صناديق الاستثمار بنسبة 77 % والعامل الرابع المتغير إن قدرة حملة الوثائق للتصويت في الاجتماعات يؤدي إلى التطبيق الفعّال للحوكمة في صناديق الاستثمار بنسبة 75 % الباقي ضعيفة.

تدوير مكونات المحور الثاني :

الجدول رقم (49)

تدوير مكونات المحور الثاني

	Component			
	1	2	3	4
إن وجود اللوائح والأنظمة الداخلية للشركة كافة الإجراءات اللازمة لتسهيل ممارسة حملة الوثائق لحقوقهم يؤدي إلى زيادة ثقة المالكين بجودة أداء صناديق الاستثمار.	.213	-.025	.082	.780
يحصل حملة الوثائق على المعلومات ذات الصلة بأداء الصناديق، في الوقت المناسب وبشكل دوري مما يؤدي إلى زيادة ثقة بجودة أداء صناديق الاستثمار.	-.081	.857	.270	.271
إن حصول حملة الوثائق على المعلومات مجاناً ودون تكلفة يزيد من ثقة المالكين بجودة أداء صناديق الاستثمار.	.061	.901	-.172	-.227
وجود الحق لحملة الوثائق في انتخاب وعزل أعضاء مجلس الإدارة، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالشركة على تحسين أداء صناديقها.	.839	.085	-.080	-.268
وجود الحق لحملة الوثائق في المشاركة في القرارات التي تخص التغييرات الأساسية في الصندوق مثل (الرسوم ، العمولات ، أتعاب ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة ، نوعية الاستثمارات، وتوزيع الأرباح) يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.868	-.138	.111	.078
تزويد حملة الوثائق بمعلومات دقيقة حول أجندة الاجتماعات الهيئة العامة، وإعطاءهم الوقت الكافي للأسئلة والاقتراحات في الاجتماع، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالقرارات الإستراتيجية التي تتخذها الشركة لتحسن إدارة صناديقها الاستثمارية	.715	.013	.244	.279
يجيب أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين على كافة الاستفسارات وأسئلة حملة الوثائق فيما يتعلق بتقرير المراجع وشفافية تامة مما يعكس حسن أداء صناديق الاستثمار.	.597	.077	.510	.149
إن قدرة حملة الوثائق للتصويت في الاجتماعات يؤدي إلى التطبيق الفعال للحوكمة في صناديق الاستثمار.	.166	.025	.908	-.085
تمكّن حملة الوثائق من التصويت شخصياً أو غيابياً مع إعطاء نفس الأثر للأصوات يزيد من ثقة حملة الوثائق بالشركة و التطبيق الفعال للحوكمة في صناديق الاستثمار.	.761	.004	.208	-.040
إن وجود الحق لحملة الوثائق، بالرقابة على الأداء المالي والتشغيلي للصناديق والإطلاع على استثمارات محافظ صناديق الاستثمار يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.378	-.055	.356	-.636

المصدر : من إعداد الباحثة

من خلال الجدول السابق نتيجة إجراء عملية التدوير نلاحظ أنه تم زيادة التشبع لبعض المكونات في المحور الأول والممثل له بالعامل الأول لتصل 86.8 % في المكون الأول ممثل بالمتغير لوجود الحق لحملة الوثائق في المشاركة في القرارات التي تخص التغييرات الأساسية في الصندوق مثل (الرسوم ، العمولات ، أتعاب ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة ، نوعية الاستثمارات، وتوزيع الأرباح) يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار وفي المكون الثاني ممثلة بالمتغير إن حصول حملة الوثائق على المعلومات مجاناً ودون تكلفة يزيد من ثقة المالكين بجودة أداء صناديق الاستثمار لتصل إلى 90.1 % . وفي المكون الثالث ممثلة بالمتغير إن قدرة حملة

الوثائق للتصويت في الاجتماعات يؤدي إلى التطبيق الفعّال للحوكمة في صناديق الاستثمار لتصل إلى 90.8 % ، وفي المكون الرابع ممثلة بالمتغير إن وجود اللوائح والأنظمة الداخلية للشركة كافة الإجراءات اللازمة لتسهيل ممارسة حملة الوثائق لحقوقهم يؤدي إلى زيادة ثقة المالكين بجودة أداء صناديق الاستثمار لتصل إلى 87%.

ثالثاً تطبيق طريقة التحليل العاملي في دراسة العوامل والعناصر التي بني عليها المحور الثالث: يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار

تفسير مصفوفة القيم التشاركية للعنصر الثالث:

الجدول رقم (50)

جدول التشعب للعنصر الثالث

	Initial	Extraction
إزالة أي عوائق تحول دون إتمام عملية التصويت من قبل حملة الوثائق الأجانب أو عبر الحدود يؤدي إلى التطبيق الفعال لإطار الحوكمة في صناديق الاستثمار.	1.000	.863
إن حظر الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار.	1.000	.823
إن حصول المستثمرين على كافة المعلومات المتعلقة بحقوق كافة السلاسل والطبقات قبل القيام بعملية الشراء يؤثر على قرار المستثمر بشراء وثائق صندوق الاستثمار	1.000	.810
قيام حملة الوثائق في حال تضارب المصالح بينهم، باللجوء إلى الإفصاح عن هذا التضارب يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار.	1.000	.802
إن إفصاح أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين عن تعاملاتهم الخاصة بالصفقات أو الأمور التي لها تأثير على الشركة سواء بأسلوب مباشر أو غير مباشر أو نيابة عن أطراف أخرى يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار.	1.000	.797
يوفر النظام القانوني للشركة آليات لحملة الوثائق الأقلية لرفع دعاوى قضائية والمطالبة بتعويضات، إذا ما توفرت لديهم أسس معقولة للاعتقاد بأن حقوقهم قد انتهكت مما يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	1.000	.790
إن وجود حماية لحملة الوثائق الأقلية من أي إساءة أو استغلال التي قد يقوم بها أصحاب النسب الحاكمة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة يؤدي إلى زيادة ثقة حملة الوثائق بحسن أداء صناديق الاستثمار.	1.000	.786
تماثل حقوق التصويت لنفس الفئة من حملة الوثائق، يزيد من ثقة حملة الوثائق بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار.	1.000	.702
حصول حملة الوثائق على كافة المعلومات المتعلقة بأداء الصناديق دون تمييز يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار.	1.000	.697
إن معاملة كافة حملة الوثائق من نفس الطبقة معاملة متساوية من حيث الحقوق يزيد من ثقة حملة الوثائق بالتطبيق الفعال لإطار الحوكمة في صناديق الاستثمار.	1.000	.659

المصدر: من إعداد الباحثة

من الجدول نجد أن مصفوفة القيم التشاركية في المتغير الأكبر تشير إلى أن نسبة 86.3% من التباينات والتي تعبر عن مربع معامل الارتباط المتعدد للمتغير مع العوامل أي إن العوامل المشتركة تفسر نسبة عالية من التباين وهذا واضح في متغير إزالة أي عوائق تحول دون إتمام عملية التصويت من قبل حملة الوثائق الأجانب أو عبر الحدود يؤدي إلى التطبيق الفعال لإطار الحوكمة في صناديق الاستثمار كذلك الأمر بالنسبة لمتغير إن حظر الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار لتصل إلى نسبة 82.3% من التباينات تفسرها العوامل المشتركة.

تفسير الجذور الكامنة لمصفوفة الارتباط للمحور الثالث

الجدول رقم (51)

الجذور الكامنة لمصفوفة الارتباط المحور الثالث

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2.23	22.389	22.389	2.23	22.389	22.389	1.72	17.279	17.279
2	1.66	16.623	39.012	1.66	16.623	39.012	1.70	17.072	34.350
3	1.43	14.363	53.375	1.43	14.363	53.375	1.70	17.058	51.408
4	1.30	13.020	66.395	1.30	13.020	66.395	1.30	13.055	64.464
5	1.09	10.904	77.299	1.09	10.904	77.299	1.28	12.835	77.299
6	.654	6.545	83.844						
7	.562	5.622	89.466						
8	.458	4.585	94.051						
9	.381	3.812	97.863						
10	.214	2.137	100.00						

. المصدر: من إعداد الباحثة

من الجدول نجد أن المكون الأول له أكبر جذر كامن (أو تباين المكون) ويساوي 2.23 ويفسر 22.3% من التباينات الكلية لمتغيرات المحور الأول، والمكون الثاني يفسر 16.6% من هيكل التباينات للمتغيرات العشرة والمكون الثالث يفسر 14.3% والمكون الرابع يفسر 13.02% والباقي أهمل لكون جذورها الكامنة أقل عن الواحد والمكونين المشكلة تفسر ما مجموعه 77.29% من التباين .

تفسير مصفوفة مكونات المحور الثالث :

الجدول رقم (52)

مصفوفة المكونات للعنصر الثالث

	Component				
	1	2	3	4	5
إن معاملة كافة حملة الوثائق من نفس الطبقة معاملة متساوية من حيث الحقوق يزيد من ثقة حملة الوثائق بالتطبيق الفعال لإطار الحوكمة في صناديق الاستثمار.	.467	-.333	.507	- .193	.191
إن حصول المستثمرين على كافة المعلومات المتعلقة بحقوق كافة السلاسل والطبقات قبل القيام بعملية الشراء يؤثر على قرار المستثمر بشراء وثائق صندوق الاستثمار	-.379	.033	-.179	.709	.361
حصول حملة الوثائق على كافة المعلومات المتعلقة بأداء الصناديق دون تمييز يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار.	.416	-.502	.506	.079	-.099
إن وجود حماية لحملة الوثائق الأقلية من أي إساءة أو استغلال التي قد يقوم بها أصحاب النسب الحاكمة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة يؤدي إلى زيادة ثقة حملة الوثائق بحسن أداء صناديق الاستثمار	.518	-.409	-.422	- .134	-.394
إزالة أي عوائق تحول دون إتمام عملية التصويت من قبل حملة الوثائق الأجانب أو عبر الحدود يؤدي إلى التطبيق الفعال لإطار الحوكمة في صناديق الاستثمار.	.594	-.238	-.552	.040	.382
إن حظر الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار.	.580	-.102	.225	.578	.301
إن إفصاح أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين عن تعاملاتهم الخاصة بالصفقات أو الأمور التي لها تأثير على الشركة سواء بأسلوب مباشر أو غير مباشر أو نيابة عن أطراف أخرى يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.479	.655	.288	.155	-.180
يوفر النظام القانوني للشركة آليات لحملة الوثائق الأقلية لرفع دعاوي قضائية والمطالبة بتعويضات، إذا ما توفرت لديهم أسس معقولة للاعتقاد بأن حقوقهم قد انتهكت مما يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.479	.606	-.015	.248	-.362
تمائل حقوق التصويت لنفس الفئة من حملة الوثائق، يزيد من ثقة حملة الوثائق بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار	.534	.311	-.452	- .249	.231
قيام حملة الوثائق في حال تضارب المصالح بينهم، بالجوء إلى الإفصاح عن هذا التضارب يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار.	.048	.414	.264	- .504	.552

المصدر: من إعداد الباحثة

من الجدول نلاحظ أن أقوى المتغيرات ارتباطاً بالعامل الأول هو إزالة أي عوائق تحول دون إتمام عملية التصويت من قبل حملة الوثائق الأجانب أو عبر الحدود يؤدي إلى التطبيق الفعال لإطار الحوكمة في صناديق الاستثمار بنسبة 59.4 % بينما العامل الثاني نجد أن أقوى المتغيرات ارتباطاً به هو إن إفصاح أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين عن تعاملاتهم الخاصة بالصفقات أو الأمور التي لها تأثير على الشركة سواء بأسلوب مباشر أو غير مباشر أو نيابة عن أطراف أخرى يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار بنسبة 56.5 % بينما العامل الثالث نجد أن أقوى المتغيرات ارتباطاً به هو إزالة أي عوائق تحول دون إتمام عملية التصويت من قبل حملة

الوثائق الأجنبي أو عبر الحدود يؤدي إلى التطبيق الفعال لإطار الحوكمة في صناديق الاستثمار بنسبة 55.2% بينما العامل الرابع نجد أن أقوى المتغيرات ارتباطاً به هو إن حصول المستثمرين على كافة المعلومات المتعلقة بحقوق كافة السلاسل والطبقات قبل القيام بعملية الشراء يؤثر على قرار المستثمر بشراء وثائق صندوق الاستثمار بنسبة 70.9% والباقي ضعيفة.

تدوير مكونات المحور الثالث :

الجدول رقم (53)

تدوير مكونات المحور الثالث

	Component				
	1	2	3	4	5
إن معاملة كافة حملة الوثائق من نفس الطبقة معاملة متساوية من حيث الحقوق يزيد من ثقة حملة الوثائق بالتطبيق الفعال لإطار الحوكمة في صناديق الاستثمار.	.761	-.040	.078	.192	-.188
إن حصول المستثمرين على كافة المعلومات المتعلقة بحقوق كافة السلاسل والطبقات قبل القيام بعملية الشراء يؤثر على قرار المستثمر بشراء وثائق صندوق الاستثمار	-.225	-.118	-.064	-.071	.858
حصول حملة الوثائق على كافة المعلومات المتعلقة بأداء الصناديق دون تميز يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار.	.800	-.012	-.086	-.199	-.100
إن وجود حماية لحملة الوثائق الأقلية من أي إساءة أو استغلال التي قد يقوم بها أصحاب النسب الحاكمة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة يؤدي إلى زيادة ثقة حملة الوثائق بحسن أداء صناديق الاستثمار	.148	-.011	.494	-.595	-.407
إزالة أي عوائق تحول دون إتمام عملية التصويت من قبل حملة الوثائق الأجنبي أو عبر الحدود يؤدي إلى التطبيق الفعال لإطار الحوكمة في صناديق الاستثمار.	.149	-.085	.898	-.110	.123
إن حظر الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار.	.612	.318	.277	-.063	.517
إن إفصاح أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين عن تعاملاتهم الخاصة بالصفقات أو الأمور التي لها تأثير على الشركة سواء بأسلوب مباشر أو غير مباشر أو نيابة عن أطراف أخرى يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.109	.868	-.014	.175	-.032
يوفر النظام القانوني للشركة آليات لحملة الوثائق الأقلية لرفع دعاوى قضائية والمطالبة بتعويضات، إذا ما توفرت لديهم أسس معقولة للاعتقاد بأن حقوقهم قد انتهكت مما يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	-.080	.870	.109	-.117	-.035
تمثل حقوق التصويت لنفس الفئة من حملة الوثائق، يزيد من ثقة حملة الوثائق بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار	-.143	.268	.734	.208	-.167
قيام حملة الوثائق في حال تضارب المصالح بينهم، باللجوء إلى الإفصاح عن هذا التضارب يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار.	.024	.038	.100	.876	-.153

المصدر: من إعداد الباحثة

ونتيجة إجراء عملية التدوير السابقة نجد أن مكونات المحور الثالث زادت عملية التشبع لتصل إلى 80 % لمتغير حصول حملة الوثائق على كافة المعلومات المتعلقة بأداء الصناديق دون تميز يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار وفي المكون الثاني ممثلة بالمتغير إن إفصاح أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين عن تعاملاتهم الخاصة بالصفقات أو الأمور التي لها تأثير على الشركة سواء بأسلوب مباشر أو غير مباشر أو نيابة عن أطراف أخرى يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار. لتصل إلى 86.8 % . وفي المكون الثالث ممثلة بالمتغير إزالة أي عوائق تحول دون إتمام عملية التصويت من قبل حملة الوثائق الأجانب أو عبر الحدود يؤدي إلى التطبيق الفعال لإطار الحوكمة في صناديق الاستثمار لتصل إلى 90.8 % ، وفي المكون الرابع ممثلة بالمتغير قيام حملة الوثائق في حال تضارب المصالح بينهم، باللجوء إلى الإفصاح عن هذا التضارب يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار لتصل إلى 87.6%.

رابعاً تطبيق طريقة التحليل العاملي في دراسة العوامل والعناصر الفرعية التي بني عليها مكونات المحور الرابع: يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار تفسير مصفوفة القيم التشاركية للعنصر الرابع:

الجدول رقم (54)

جدول التشبع للعنصر الرابع

	Initial	Extraction
إن قدرة أصحاب المصالح، بما في ذلك العاملين والجهات التي تمثلهم، إيصال أي أعمال غير قانونية إلى مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	1.000	.798
إن عدم تعرض أصحاب المصالح بما في ذلك العاملين لأي خطر نتيجة إيصالهم لأي تصرفات غير قانونية إلى مجلس الإدارة يعكس الأداء الجيد لأعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار.	1.000	.796
إن حصول أصحاب المصالح وفي الوقت المناسب، على المعلومات ذات الصلة وبالقدر الكافي للقيام بمسؤولياتهم يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	1.000	.708
إن إعلام أصحاب المصالح وبشكل كاف عن حقوقهم والتزاماتهم عند ارتباطهم بالعمل في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار	1.000	.708
إن تدريب العاملين بشكل كاف للتعامل مع أصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	1.000	.676
إن تعويض وبشكل كامل، أصحاب المصالح عن أي انتهاك لحقوقهم يزيد من ثقتهم بفعالية تطبيقي إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار	1.000	.640
تنظم الشركة اجتماعات دورية بين العاملين والإدارة العليا من أجل الأخذ بمقترحاتهم في أساليب تنفيذ العمل لتحسين أداء صناديق الاستثمار	1.000	.637
إن تقديم الشركة خدمات التقاعد للموظفين يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار.	1.000	.580
وجود إطار فعال لمعالجة آليات الوفاء بالديون وتنفيذ حقوق الدائنين يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار	1.000	.547
احترام حقوق أصحاب المصالح الناشئة بموجب القانون أو نتيجة الاتفاقات المتبادلة بين الشركة وأصحاب المصالح، يؤدي إلى رفع مستوى أداء صناديق الاستثمار.	1.000	.515

المصدر: من إعداد الباحثة

من الجدول نجد أن مصفوفة القيم التشاركية في المتغير الأكبر تشير إلى أن نسبة 79.8 % من التباينات والتي تعبر عن مربع معامل الارتباط المتعدد للمتغير مع العوامل أي إن العوامل المشتركة تفسر نسبة عالية من التباين وهذا واضح في متغير إن قدرة أصحاب المصالح، بما في ذلك العاملين والجهات التي تمثلهم، إيصال أي أعمال غير قانونية إلى مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار، كذلك الأمر بالنسبة لمتغير إن عدم تعرض أصحاب المصالح بما في ذلك العاملين لأي خطر نتيجة إيصالهم لأي تصرفات غير قانونية إلى مجلس الإدارة يعكس الأداء الجيد لأعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار 79.6 من التباينات تفسرها العوامل المشتركة.

تفسير الجذور الكامنة لمصفوفة الارتباط:

الجدول رقم (55)

الجذور الكامنة لمصفوفة الارتباط المحور الرابع

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2.38	23.869	23.869	2.38	23.869	23.869	1.78	17.890	17.890
2	1.52	15.233	39.101	1.52	15.233	39.101	1.66	16.682	34.572
3	1.43	14.351	53.453	1.43	14.351	53.453	1.58	15.821	50.393
4	1.26	12.596	66.049	1.26	12.596	66.049	1.56	15.656	66.049
5	.809	8.089	74.137						
6	.706	7.057	81.194						
7	.634	6.342	87.536						
8	.570	5.696	93.232						
9	.417	4.172	97.405						
10	.260	2.595	100.000						

المصدر: من إعداد الباحثة

من الجدول نجد أن المكون الأول له أكبر جذر كامن (أو تباين المكون) ويساوي 2.38 ويفسر 23.8% من التباينات الكلية لمتغيرات المحور الأول والمكون الثاني يفسر 15.2% من هيكل التباينات لمتغيرات العشرة والمكون الثالث يفسر 14.3% و المكن الرابع يفسر الرابع 12.59 والباقي أهمل لكون جذورها الكامنة أقل عن الواحد والمكونين المشكلة تفسر ما مجموعه 74.23% من التباين .

تفسير مصفوفة مكونات المحور الرابع :

الجدول رقم (56)

مصفوفة المكونات للعنصر الرابع

	Component			
	1	2	3	4
إن احترام حقوق أصحاب المصالح الناشئة بموجب القانون أو نتيجة الاتفاقات المتبادلة بين الشركة وأصحاب المصالح، يؤدي إلى رفع مستوى أداء صناديق الاستثمار.	.475	-.493	.120	.179
إن حصول أصحاب المصالح وفي الوقت المناسب، على المعلومات ذات الصلة وبالقدر الكافي للقيام بمسؤولياتهم يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	-.097	-.518	.604	.255
إن قدرة أصحاب المصالح، بما في ذلك العاملين والجهات التي تمثلهم، إيصال أي أعمال غير قانونية إلى مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.376	.633	.133	.487
إن عدم تعرض أصحاب المصالح بما في ذلك العاملين لأي خطر نتيجة إيصالهم لأي تصرفات غير قانونية إلى مجلس الإدارة يعكس الأداء الجيد لأعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار.	.557	.432	.141	.529
وجود إطار فعال لمعالجة آليات الوفاء بالديون وتنفيذ حقوق الدائنين يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار.	.564	-.405	.225	.121
إن إعلام أصحاب المصالح وبشكل كاف عن حقوقهم والتزاماتهم عند ارتباطهم بالعمل في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.761	-.143	.100	-.315
إن تدريب العاملين بشكل كاف للتعامل مع أصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.642	.185	.013	-.478
إن تعويض وبشكل كامل، أصحاب المصالح عن أي انتهاك لحقوقهم يزيد من ثقتهم بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار.	.221	.365	.408	-.541
إن تقديم الشركة خدمات التقاعد للموظفين يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار.	-.536	.257	.468	-.088
تنظم الشركة اجتماعات دورية بين العاملين والإدارة العليا من أجل الأخذ بمقترحاتهم في أساليب تنفيذ العمل لتحسين أداء صناديق الاستثمار.	-.233	.081	.757	-.056

المصدر: من إعداد الباحثة

من الجدول نلاحظ أن أقوى المتغيرات ارتباطاً بالعامل الأول هو إن إعلام أصحاب المصالح وبشكل كاف عن حقوقهم والتزاماتهم عند ارتباطهم بالعمل في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار، وبنسبة 76 % يليها إن قدرة أصحاب المصالح، بما في ذلك العاملين والجهات التي تمثلهم، إيصال أي أعمال غير قانونية إلى مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار بنسبة 63.3 % للعامل الثاني وبالنسبة للعامل الثالث نجد أن أقوى المتغيرات ارتباطاً به تنظم الشركة اجتماعات دورية بين العاملين والإدارة العليا من أجل الأخذ بمقترحاتهم

في أساليب تنفيذ العمل لتحسين أداء صناديق الاستثمار، بنسبة 75.7 % وبالنسبة للعامل الرابع نجد أن أقوى المتغيرات ارتباطاً هو إن عدم تعرض أصحاب المصالح بما في ذلك العاملين لأي خطر نتيجة إيصالهم لأي تصرفات غير قانونية إلى مجلس الإدارة يعكس الأداء الجيد لأعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار بنسبة 52.9% والباقي ضعيفة.

تدوير مكونات المحور الرابع:

الجدول رقم(57)

تدوير مكونات المحور الرابع

	Component			
	1	2	3	4
إن احترام حقوق أصحاب المصالح الناشئة بموجب القانون أو نتيجة الاتفاقات المتبادلة بين الشركة وأصحاب المصالح، يؤدي إلى رفع مستوى أداء صناديق الاستثمار.	.708	.022	.025	-.111
إن حصول أصحاب المصالح وفي الوقت المناسب، على المعلومات ذات الصلة وبالقدر الكافي للقيام بمسؤولياتهم يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.561	-.288	-.123	.544
إن قدرة أصحاب المصالح، بما في ذلك العاملين والجهات التي تمثلهم، إيصال أي أعمال غير قانونية إلى مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	-.074	.066	.887	.016
إن عدم تعرض أصحاب المصالح بما في ذلك العاملين لأي خطر نتيجة إيصالهم لأي تصرفات غير قانونية إلى مجلس الإدارة يعكس الأداء الجيد لأعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار.	.188	.083	.866	-.061
وجود إطار فعال لمعالجة آليات الوفاء بالديون وتنفيذ حقوق الدائنين يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار.	.714	.161	.098	-.038
إن إعلام أصحاب المصالح وبشكل كاف عن حقوقهم والتزاماتهم عند ارتباطهم بالعمل في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.495	.651	.058	-.189
إن تدريب العاملين بشكل كاف للتعامل مع أصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.125	.783	.099	-.193
إن تعويض وبشكل كامل، أصحاب المصالح عن أي انتهاك لحقوقهم يزيد من تقّتهم بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار.	-.143	.706	.047	.345
إن تقديم الشركة خدمات التقاعد للموظفين يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار.	-.375	-.089	-.059	.655
تنظم الشركة اجتماعات دورية بين العاملين والإدارة العليا من أجل الأخذ بمقترحاتهم في أساليب تنفيذ العمل لتحسين أداء صناديق الاستثمار.	.023	.064	.024	.795

المصدر: من إعداد الباحثة

من خلال الجدول السابق نتيجة إجراء عملية التدوير نلاحظ أنه تم زيادة التشعب لبعض المكونات

في المحور الرابع والممثل له بالعامل الأول لتصل 71.4 % في المكون الأول ممثل بالمتغير وجود إطار فعال لمعالجة آليات الوفاء بالديون وتنفيذ حقوق الدائنين يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار وفي المكون الثاني ممثلة بالمتغير إن تدريب العاملين بشكل كاف للتعامل مع أصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار لتصل إلى 78.3 % وفي المكون الثالث ممثلة بالمتغير إن عدم تعرض أصحاب المصالح بما في ذلك العاملين لأي خطر نتيجة إيصالهم لأي تصرفات غير قانونية إلى مجلس الإدارة يعكس الأداء الجيد لأعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار لتصل إلى 86.6% وفي المكون الرابع ممثلة بالمتغير تنظم الشركة اجتماعات دورية بين العاملين والإدارة العليا من أجل الأخذ بمقترحاتهم في أساليب تنفيذ العمل لتحسين أداء صناديق الاستثمار لتصل إلى نسبة 79.5%.

خامساً تطبيق طريقة التحليل العاملي في دراسة العوامل والعناصر الفرعية التي بني عليها مكونات المحور الخامس: يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار. تفسير مصفوفة القيم التشاركية المحور الخامس:

الجدول رقم (58)

جدول التشبع للعنصر الخامس

	Initial	Extraction
إن الإفصاح عن كافة معلومات الصندوق (الأهداف، الرسوم، نماذج الاشتراك والاسترداد، الأتعاب والعمولات، وثائق الصندوق وأدائها التاريخي) وعن جميع الجوانب المختلفة المتعلقة به يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار.	1.000	.808
وجود مدققين خارجيين مستقلين مؤهلين وذو خبرة جيدة في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار	1.000	.793
أداء المدققين عملهم بما تقتضيه العناية والأصول الأخلاقية للمهنة في عملية المراجعة وتعرضهم للمساءلة أمام الشركة وحملة الوثائق يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	1.000	.788
إن إفصاح الشركة عن أي تغييرات في الأصول والالتزامات يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار الأمر الذي يؤثر على تحسن أداءها.	1.000	.778
إن الطرح وبشفافية على المستثمرين بيان بالمخاطر الجوهرية المتوقعة للصناديق والتي تساعدهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	1.000	.755
إن شمول الإفصاح ، السياسات المتعلقة بمكافآت ومرتببات أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار	1.000	.715
وجود صفحة الالكترونية للشركة تشمل معلومات عن الصناديق الاستثمارية وتحديث بشكل دائم يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار.	1.000	.681
إن الإفصاح عن كافة التقارير المالية والغير المالية المتعلقة بالصناديق وبشفافية تامة ، وصدورها وفق المعايير المحاسبية الصادرة عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين يعكس فعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار والذي يؤثر على تحسن أداءها.	1.000	.576
التصريح عن أي عقوبة أو جزاء أو أي قيد احتياطي مفروض على الصندوق في الجهات الإعلامية المختلفة يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار.	1.000	.528
إن الإفصاح عن المواضيع المتعلقة بالعاملين وأصحاب المصالح في التقارير السنوية يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار.	1.000	.494

المصدر: من إعداد الباحثة

من الجدول مصفوفة القيم التشاركية في المتغير الأكبر تشير إلى أن نسبة 80.8% من التباينات والتي تعبر عن مربع معامل الارتباط المتعدد للمتغير مع العوامل أي إن العوامل المشتركة تفسر نسبة عالية من التباين وهذا واضح في متغير إن الإفصاح عن كافة معلومات الصندوق (الأهداف، الرسوم، نماذج الاشتراك والاسترداد، الأتعاب والعمولات، وثائق الصندوق وأدائها التاريخي) وعن جميع الجوانب المختلفة المتعلقة به يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق

الاستثمار كلك الأمر بالنسبة لمتغير وجود مدققين خارجيين مستقلين مؤهلين وذو خبرة جيدة في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار حيث تشير القيمة التشاركية إلى 379% من التباينات تفسرها العوامل المشتركة.

تفسير الجذور الكامنة لمصفوفة الارتباط للعنصر الخامس :

الجدول رقم (59)

الجذور الكامنة لمصفوفة الارتباط المحور الخامس

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2.13	21.319	21.319	2.13	21.319	21.319	2.04	20.487	20.487
2	1.87	18.705	40.023	1.87	18.705	40.023	1.77	17.757	38.243
3	1.64	16.431	56.454	1.64	16.431	56.454	1.60	16.051	54.294
4	1.27	12.710	69.164	1.27	12.710	69.164	1.48	14.871	69.164
5	.870	8.695	77.860						
6	.787	7.874	85.734						
7	.560	5.596	91.330						
8	.373	3.729	95.059						
9	.291	2.912	97.971						
10	.203	2.029	100.000						

المصدر: من إعداد الباحثة

من الجدول نجد أن المكون الأول له أكبر جذر كامن (أو تباين المكون) ويساوي 2.13 ويفسر 21.3% من التباينات الكلية لمتغيرات المحور الأول والمكون الثاني يفسر 18.7% من هيكل التباينات للمتغيرات العشرة والمكون الثالث يفسر 16.4% والمكون الرابع يفسر 12.7% والباقي أهمل لكون جذورها الكامنة أقل عن الواحد والمكونات الثلاث المشكلة تفسر ما مجموعه 69.16% من التباين .

تفسير مصفوفة مكونات المحور الخامس:

الجدول رقم (60)

مصفوفة المكونات للعنصر الخامس

	Component			
	1	2	3	4
إن الإفصاح عن كافة معلومات الصندوق (الأهداف، الرسوم، نماذج الاشتراك والاسترداد، الأتعاب والعمولات، وثائق الصندوق وأدائها التاريخي) وعن جميع الجوانب المختلفة المتعلقة به يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار.	.591	-.034	.322	-.595
إن الإفصاح عن كافة التقارير المالية والغير المالية المتعلقة بالصناديق وبشفافية تامة ، وصدورها وفق المعايير المحاسبية الصادرة عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين يعكس فعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار والذي يؤثر على تحسين أداءها.	.724	.157	.153	.061
إن شمول الإفصاح ، السياسات المتعلقة بمكافآت ومرتببات أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.709	.348	-.144	-.266
إن الطرح وبشفافية على المستثمرين بيان بالمخاطر الجوهرية المتوقعة للصناديق والتي تساعدهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.246	.717	.048	.422
وجود صفحة الالكترونية للشركة تشمل معلومات عن الصناديق الاستثمارية وتحديث بشكل دائم يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار.	-.190	.612	.501	.135
إن الإفصاح عن المواضيع المتعلقة بالعاملين وأصحاب المصالح في التقارير السنوية يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار.	-.140	.647	.228	.059
وجود مدققين خارجيين مستقلين مؤهلين وذو خبرة جيدة في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	-.236	.004	.713	-.479
أداء المدققين عملهم بما تقتضيه العناية والأصول الأخلاقية للمهنة في عملية المراجعة وتعرضهم للمساءلة أمام الشركة وحملة الوثائق يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.204	-.512	.647	.256
إن إفصاح الشركة عن أي تغييرات في الأصول والالتزامات يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار الأمر الذي يؤثر على تحسين أداءها.	.352	-.374	.417	.583
التصريح عن أي عقوبة أو جزاء أو أي قيد احتياطي مفروض على الصندوق في الجهات الإعلامية المختلفة يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار.	.647	-.111	-.299	.085

المصدر: من إعداد الباحثة

من الجدول نلاحظ أن أقوى المتغيرات ارتباطاً بالعامل الأول هو إن الإفصاح عن كافة التقارير المالية والغير المالية المتعلقة بالصناديق وبشفافية تامة ، وصدورها وفق المعايير المحاسبية الصادرة عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين يعكس فعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار والذي يؤثر على تحسين أداءها بنسبة 72.4% ، وأقوى المتغيرات ارتباطاً بالعامل الثاني إن الطرح وبشفافية على المستثمرين بيان بالمخاطر الجوهرية المتوقعة للصناديق والتي تساعدهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار بنسبة 71.7% أما العامل الثالث نجد أن أقوى المتغيرات ارتباطاً به وجود مدققين خارجيين مستقلين مؤهلين وذو خبرة جيدة في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار بنسبة 71.3%

وأقوى المتغيرات ارتباطاً بالعامل الرابع هو المتغير إن إفصاح الشركة عن أي تغييرات في الأصول والالتزامات يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار الأكثر ارتباطاً به بنسبة 58.3%.

تدوير مكونات المحور الخامس

الجدول رقم (61)

تدوير مكونات المحور الخامس

	Component			
	1	2	3	4
إن الإفصاح عن كافة معلومات الصندوق (الأهداف، الرسوم، نماذج الاشتراك والاسترداد، الأتعاب والعمولات، وثائق الصندوق وأدائها التاريخي) وعن جميع الجوانب المختلفة المتعلقة به يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار.	.713	-.151	.034	.525
إن الإفصاح عن كافة التقارير المالية وغير المالية المتعلقة بالصناديق وبشفافية تامة، وصدورها وفق المعايير المحاسبية الصادرة عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين يعكس فعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار والذي يؤثر على تحسين أداءها.	.689	.154	.267	-.079
إن شمول الإفصاح ، السياسات المتعلقة بمكافآت ومرتببات أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.813	.102	-	-.074
إن الطرح وبشفافية على المستثمرين بيان بالمخاطر الجوهرية المتوقعة للصناديق والتي تساعدهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.254	.755	.020	-.347
وجود صفحة الالكترونية للشركة تشمل معلومات عن الصناديق الاستثمارية وتحديث بشكل دائم يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار.	-.100	.777	.046	.255
إن الإفصاح عن المواضيع المتعلقة بالعاملين وأصحاب المصالح في التقارير السنوية يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار.	-.019	.675	-	.104
وجود مدققين خارجيين مستقلين مؤهلين وذو خبرة جيدة في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	-.093	.134	.079	.872
أداء المدققين عملهم بما تقتضيه العناية والأصول الأخلاقية للمهنة في عملية المراجعة وتعرضهم للمساءلة أمام الشركة وحملة الوثائق يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.001	-.131	.834	.275
إن إفصاح الشركة عن أي تغييرات في الأصول والالتزامات يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار الأمر الذي يؤثر على تحسين أداءها.	.077	-.004	.867	-.146
التصريح عن أي عقوبة أو جزاء أو أي قيد احتياطي مفروض على الصندوق في الجهات الإعلامية المختلفة يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار.	.562	-.233	.108	-.382

المصدر: من إعداد الباحثة

من خلال الجدول السابق نتيجة إجراء عملية التدوير نلاحظ أنه تم زيادة التشبع لبعض المكونات في المحور الخامس والممثل له بالعامل الأول لتصل 81.3 % في المكون الأول ممثل بالمتغير إن شمول الإفصاح ، السياسات المتعلقة بمكافآت ومرتببات أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار، وفي المكون الثاني ممثلة بالمتغير وجود

صفحة الالكترونية للشركة تشمل معلومات عن الصناديق الاستثمارية وتحدث بشكل دائم يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار لتصل إلى 77.7 % وفي المكون الثالث ممثلة بالمتغير أداء المدققين عملهم بما تقتضيه العناية والأصول الأخلاقية للمهنة في عملية المراجعة وتعرضهم للمساءلة أمام الشركة وحملة الوثائق يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار لتصل إلى 83.4 % وفي المكون الرابع ممثلة بالمتغير وجود مدققين خارجيين مستقلين مؤهلين وذو خبرة جيدة في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار 87.2%.

سادساً: تطبيق طريقة التحليل العاملي في دراسة العوامل والعناصر الفرعية التي بني عليها مكونات المحور السادس يؤثر وجود إطار فعال، يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة ، على تحسين أداء صناديق الاستثمار تفسير مصفوفة القيم التشاركية المحور السادس:

الجدول رقم (62)

جدول التشبع للعنصر السادس

	Initial	Extraction
يؤثر عدد أعضاء مجلس الإدارة بحيث لا يقل عن 3 ولا يزيد عن 11 على تقييم الجيد لأداء أعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار	1.000	.784
قيام مجلس الإدارة بوضع استراتيجيات الشركة، سياسة المخاطر، خطط العمل، الأهداف، الإشراف على النفقات، ومراقبة سير تنفيذ الاستراتيجيات بشكل فعال يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار	1.000	.748
قيام مجلس الإدارة بتحديد المكافآت والمرتبات، واختيار كبار مدراء التنفيذيين والإشراف على أدائهم يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار	1.000	.746
تأكد مجلس الإدارة من نزاهة التقارير وسلامة النظم المحاسبية والمالية للشركة يؤدي إلى تحسين أداء المحاسبين والمدققين في صناديق الاستثمار.	1.000	.669
تميز أعضاء مجلس الإدارة بخبرات ومؤهلات جيدة ويعملون بحسن نية وعناية وعلى أساس المعلومات الكاملة بما يحقق مصلحة الصندوق وحملة الوثائق يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	1.000	.665
إن الإفصاح عن لجان مجلس الإدارة (لجان مراقبة ولجنة الترشيحات والمكافآت)، صلاحياتها، وإجراءات أعمالها، يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار.	1.000	.659
إن وجود أعضاء مستقلين في مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين أداء مجلس إدارة صناديق الاستثمار.	1.000	.604
إن الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي يؤثر الرقابة الفعالة لأداء صناديق الاستثمار	1.000	.579
متابعة مجلس الإدارة الرقابة الفعالة على كفاءة ممارسة قواعد الحوكمة وإجراء التعديلات عند الحاجة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار	1.000	.526
إن إجراء عمليات الترشيح والانتخابات بشفافية يؤثر على تقييم أداء مدراء صناديق الاستثمار.	1.000	.463

المصدر: من إعداد الباحثة

من الجدول نجد مصفوفة القيم التشاركية في المتغير الأكبر تشير إلى أن نسبة 78.4 % من التباينات والتي تعبر عن مربع معامل الارتباط المتعدد للمتغير مع العوامل أي إن العوامل المشتركة تفسر نسبة عالية من التباين وهذا واضح في متغير يؤثر عدد أعضاء مجلس الإدارة بحيث لا يقل عن 3 ولا يزيد عن 11 على تقييم الجيد لأداء أعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار كذلك الأمر بالنسبة لمتغير قيام مجلس الإدارة بوضع استراتيجيات الشركة، سياسة المخاطر، خطط العمل، الأهداف، الإشراف على النفقات، ومراقبة سير تنفيذ الاستراتيجيات بشكل فعال يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار إلى 74.8 % من التباينات تفسرها العوامل المشتركة.

الجذور الكامنة لمصفوفة الارتباط المحور السادس

الجدول رقم (63)

الجذور الكامنة لمصفوفة الارتباط المحور السادس

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2.50	25.023	25.023	2.50	25.023	25.023	1.92	19.289	19.289
2	1.80	18.065	43.089	1.80	18.065	43.089	1.73	17.359	36.647
3	1.12	11.248	54.336	1.12	11.248	54.336	1.44	14.449	51.096
4	1.01	10.105	64.441	1.01	10.105	64.441	1.33	13.344	64.441
5	.910	9.096	73.537						
6	.678	6.779	80.316						
7	.654	6.539	86.855						
8	.640	6.397	93.252						
9	.390	3.904	97.156						
10	.284	2.844	100.00						

المصدر: من إعداد الباحثة

من الجدول نجد أن المكون الأول له أكبر جذر كامن (أو تباين المكون) ويساوي 2.5 ويفسر 25.02% من التباينات الكلية لمتغيرات المحور الأول والمكون الثاني يفسر 18.06% من هيكل التباينات للمتغيرات العشرة والمكون الثالث يفسر 11.24% والمكون الرابع يفسر 10.10% والباقي أهمل لكون جذورها الكامنة أقل عن الواحد والمكونات الأربع المشكلة تفسر ما مجموعه 66.44% من التباين .

مصفوفة المكونات للعنصر السادس:

الجدول رقم (64)

مصفوفة المكونات للعنصر السادس

	Component			
	1	2	3	4
تميز أعضاء مجلس الإدارة بخبرات ومؤهلات جيدة ويعملون بحسن نية وعناية وعلى أساس المعلومات الكاملة بما يحقق مصلحة الصندوق وحملة الوثائق يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	-0.424	.601	-0.094	-0.340
قيام مجلس الإدارة بوضع استراتيجيات الشركة، سياسة المخاطر، خطط العمل، الأهداف، الإشراف على النفقات، ومراقبة سير تنفيذ الاستراتيجيات بشكل فعال يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	-0.345	.569	-0.550	.057
متابعة مجلس الإدارة الرقابة الفعالة على كفاءة ممارسة قواعد الحوكمة وإجراء التعديلات عند الحاجة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	-0.416	.464	-0.182	.324
قيام مجلس الإدارة بتحديد المكافآت والمرتبات، واختيار كبار مدراء التنفيذيين والإشراف على أدائهم يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.395	.317	-0.003	.700
إن إجراء عمليات الترشيح والانتخابات بشفافية يؤثر على تقييم أداء مدراء صناديق الاستثمار.	.385	.403	.303	.245
إن الإفصاح عن لجان مجلس الإدارة (لجان مراقبة ولجنة الترشيحات والمكافآت)، صلاحياتها، وإجراءات أعمالها، يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار.	.796	.151	.012	.054
تأكد مجلس الإدارة من نزاهة التقارير وسلامة النظم المحاسبية والمالية للشركة يؤدي إلى تحسين أداء المحاسبين والمدققين في صناديق الاستثمار.	.717	.243	.079	-0.299
إن الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي يؤثر على الرقابة الفعالة لأداء صناديق الاستثمار	.427	.526	.041	-0.344
إن وجود أعضاء مستقلين في مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين أداء مجلس إدارة صناديق الاستثمار.	-0.249	.532	.496	-0.110
يؤثر عدد أعضاء مجلس الإدارة بحيث لا يقل عن 3 ولا يزيد عن 11 على تقييم الجيد لأداء أعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار.	-0.578	.040	.659	.119

المصدر: من إعداد الباحثة

من الجدول نلاحظ أن أقوى المتغيرات ارتباطاً بالعامل الأول هو إن الإفصاح عن لجان مجلس الإدارة (لجان مراقبة ولجنة الترشيحات والمكافآت)، صلاحياتها، وإجراءات أعمالها، يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار بنسبة 679. % أما أقوى المتغيرات ارتباطاً بالعامل الثاني هي تميز أعضاء مجلس الإدارة بخبرات ومؤهلات جيدة ويعملون بحسن نية وعناية وعلى أساس المعلومات الكاملة بما يحقق مصلحة الصندوق وحملة الوثائق يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار بنسبة 60.1 % أما أقوى المتغيرات ارتباطاً بالعامل الثالث هو يؤثر عدد أعضاء مجلس الإدارة بحيث لا يقل عن 3 ولا يزيد عن 11 على تقييم الجيد لأداء أعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار بنسبة 65.9 % أما أقوى المتغيرات ارتباطاً بالعامل الرابع هو

قيام مجلس الإدارة بتحديد المكافآت والمرتبات، واختيار كبار مدراء التنفيذيين والإشراف على أدائهم يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار بنسبة 70%. والباقي ضعيفة.

الجدول رقم (65)

مصفوفة المكونات للعنصر السادس

	Component			
	1	2	3	4
تميز أعضاء مجلس الإدارة بخبرات ومؤهلات جيدة ويعملون بحسن نية وعناية وعلى أساس المعلومات الكاملة بما يحقق مصلحة الصندوق وحملة الوثائق يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.170	.654	.353	-.290
قيام مجلس الإدارة بوضع استراتيجيات الشركة، سياسة المخاطر، خطط العمل، الأهداف، الإشراف على النفقات، ومراقبة سير تنفيذ الاستراتيجيات بشكل فعال يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	-.020	.859	-.101	.008
متابعة مجلس الإدارة الرقابة الفعالة على كفاءة ممارسة قواعد الحوكمة وإجراء التعديلات عند الحاجة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	-.240	.625	.169	.224
قيام مجلس الإدارة بتحديد المكافآت والمرتبات، واختيار كبار مدراء التنفيذيين والإشراف على أدائهم يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.	.067	.083	-.094	.852
إن إجراء عمليات الترشيح والانتخابات بشفافية يؤثر على تقييم أداء مدراء صناديق الاستثمار.	.355	-.034	.234	.530
إن الإفصاح عن لجان مجلس الإدارة (لجان مراقبة ولجنة الترشيحات والمكافآت)، صلاحياتها، وإجراءات أعمالها، يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار.	.602	-.243	-.252	.418
تأكد مجلس الإدارة من نزاهة التقارير وسلامة النظم المحاسبية والمالية للشركة يؤدي إلى تحسين أداء المحاسبين والمدققين في صناديق الاستثمار.	.779	-.192	-.100	.123
إن الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي يؤثر على الرقابة الفعالة لأداء صناديق الاستثمار	.737	.156	.098	.048
إن وجود أعضاء مستقلين في مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين أداء مجلس إدارة صناديق الاستثمار.	.170	.216	.726	.036
يؤثر عدد أعضاء مجلس الإدارة بحيث لا يقل عن 3 ولا يزيد عن 11 على تقييم الجيد لأداء أعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار.	-.412	-.074	.780	-.032

المصدر: من إعداد الباحثة

من خلال الجدول السابق نتيجة إجراء عملية التدوير نلاحظ أنه تم زيادة التشبع لبعض المكونات في المحور السادس والممثل له بالعامل الأول لتصل 77.9% في المكون الأول ممثل بالمتغير تأكد مجلس الإدارة من نزاهة التقارير وسلامة النظم المحاسبية والمالية للشركة يؤدي إلى تحسين أداء المحاسبين والمدققين في صناديق الاستثمار، وفي المكون الثاني ممثلة بالمتغير قيام مجلس الإدارة بوضع استراتيجيات الشركة، سياسة المخاطر، خطط العمل، الأهداف، الإشراف على النفقات، ومراقبة سير تنفيذ الاستراتيجيات بشكل فعال يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار لتصل إلى 85.9% وفي المكون الثالث ممثلة بالمتغير يؤثر عدد أعضاء مجلس الإدارة بحيث

لا يقل عن 3 ولا يزيد عن 11 على تقييم الجيد لأداء أعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار لتصل إلى 78 % وفي المكون الرابع ممثلة بالمتغير قيام مجلس الإدارة بتحديد المكافآت والمرتببات، واختيار كبار مدراء التنفيذيين والإشراف على أدائهم يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار 85.2%.

نتائج التحليل العاملي حسب درجة التشبع والتفسير للعناصر المكونة لكل عامل من عوامل التحليل العاملي:

نبين فيما يلي المتغيرات التي ساهمت بشكل فعال في حسب درجات التشبع التي تم الحصول عليها من العوامل المكونة لكل عنصر من عناصر الدراسة

الجدول رقم (66)

نتائج التحليل العاملي حسب درجة التشبع والتفسير للعناصر المكونة لكل عامل من عوامل التحليل العاملي

المحور	المتغيرات
المحور الأول	توزع المسؤوليات الإشرافية والتنفيذية، وتطبيق القوانين بين مختلف الجهات يساعد على التنفيذ الفعال لإطار الحوكمة في الصناديق الاستثمارية وتحسين أداءها.
المحور الثاني	إن قدرة حملة الوثائق للتصويت في الاجتماعات يؤدي إلى التطبيق الفعال للحوكمة في صناديق الاستثمار.
المحور الثالث	إزالة أي عوائق تحول دون إتمام عملية التصويت من قبل حملة الوثائق الأجانب أو عبر الحدود يؤدي إلى التطبيق الفعال لإطار الحوكمة في صناديق الاستثمار.
المحور الرابع	إن عدم تعرض أصحاب المصالح بما في ذلك العاملين لأي خطر نتيجة إصالحهم لأي تصرفات غير قانونية إلى مجلس الإدارة يعكس الأداء الجيد لأعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار.
المحور الخامس	وجود مدققين خارجيين مستقلين مؤهلين وذو خبرة جيدة في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.
المحور السادس	قيام مجلس الإدارة بوضع استراتيجيات الشركة، سياسة المخاطر، خطط العمل، الأهداف، الإشراف على النفقات، ومراقبة سير تنفيذ الاستراتيجيات بشكل فعال يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار

المصدر: من إعداد الباحثة

3-2-7 دراسة الفروق بين البيانات الوصفية للعينة والمحاور الأساسية المشكلة للدراسة:

أولاً: دراسة الفروق بين التخصص العلمي والمحاور الأساسية المشكلة للدراسة :

تم اعتماد تحليل ANOVA لاختبار الفروق بين التخصص العلمي والتي تتضمن الفئات التالية (إدارة أعمال، تمويل ومنشآت مادية، محاسبة، اقتصاد، غير ذلك) والمحاور الأساسية للدراسة

الجدول رقم (67)

المتوسط و الانحرافات المعيارية بين التخصص العلمي و محاور الدراسة

المحاور	المؤهل العلمي	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error
يؤثر وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	إدارة أعمال	15	4.2000	.29032	.07496
	تمويل ومنشآت مادية	10	4.2800	.23944	.07572
	محاسبة	12	4.0852	.21790	.06290
	اقتصاد	7	4.2000	.22361	.08452
	غير ذلك	4	4.1000	.34641	.17321
	Total	48	4.1796	.25767	.03719
يؤثر جود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، و تسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	إدارة أعمال	15	3.8267	.49780	.12853
	تمويل ومنشآت مادية	10	3.8600	.68020	.21510
	محاسبة	12	4.1833	.35119	.10138
	اقتصاد	7	4.0857	.40178	.15186
	غير ذلك	4	4.2000	.14142	.07071
	Total	48	3.9917	.48983	.07070
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق الشركات على تحسين أداء صناديق الاستثمار	إدارة أعمال	15	4.0600	.38508	.09943
	تمويل ومنشآت مادية	10	4.1100	.34140	.10796
	محاسبة	12	4.0833	.36390	.10505
	اقتصاد	7	4.0000	.32660	.12344
	غير ذلك	4	3.8500	.31091	.15546
	Total	48	4.0500	.34947	.05044
يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار.	إدارة أعمال	15	3.9400	.26673	.06887
	تمويل ومنشآت مادية	10	4.1367	.31523	.09968
	محاسبة	12	3.9833	.36886	.10648
	اقتصاد	7	3.9000	.34157	.12910
	غير ذلك	4	4.0500	.19149	.09574
	Total	48	3.9951	.31011	.04476
يؤثر تباع معايير الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة، و الشفافية الجيدة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار.	إدارة أعمال	15	4.2000	.37985	.09808
	تمويل ومنشآت مادية	10	4.0600	.36271	.11470
	محاسبة	12	4.2833	.38337	.11067
	اقتصاد	7	4.2714	.14960	.05654
	غير ذلك	4	4.2750	.22174	.11087
	Total	48	4.2083	.34011	.04909
يؤثر وجود إطار فعال، يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	إدارة أعمال	15	4.0667	.29921	.07725
	تمويل ومنشآت مادية	10	4.0300	.36530	.11552
	محاسبة	12	4.1250	.36213	.10454
	اقتصاد	7	4.0429	.26992	.10202
	غير ذلك	4	4.1750	.26300	.13150
	Total	48	4.0792	.31417	.04535

المصدر: من إعداد الباحثة

الجدول رقم (68)

جدول ANOVA للتخصص العلمي و المحاور الستة

ANOVA						
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
يؤثر وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	Between Groups	.242	4	.061	.905	.470
	Within Groups	2.878	43	.067		
	Total	3.121	47			
يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	Between Groups	1.258	4	.315	1.350	.267
	Within Groups	10.019	43	.233		
	Total	11.277	47			
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار.	Between Groups	.228	4	.057	.445	.775
	Within Groups	5.512	43	.128		
	Total	5.740	47			
يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	Between Groups	.323	4	.081	.827	.515
	Within Groups	4.197	43	.098		
	Total	4.520	47			
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	Between Groups	.334	4	.084	.704	.593
	Within Groups	5.102	43	.119		
	Total	5.437	47			
يؤثر وجود إطار فعال، يضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة و يحدد مسؤولياتهم، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	Between Groups	.098	4	.024	.231	.919
	Within Groups	4.541	43	.106		
	Total	4.639	47			

المصدر: من إعداد الباحثة

من خلال التحليل نجد أن معنوية الدلالة sig في كل المحاور هي أكبر من مستوى الدلالة القياسية sig=0.05 مما يدل على عدم وجود فروق ذات دلالة معنوية بين المؤهل العلمي والمحاور الستة موضوع الدراسة.

ثانياً: دراسة الفروق بين التخصص الوظيفي والمحاور الأساسية المشكلة للدراسة :

تم اعتماد تحليل ANOVA لاختبار الفروق بين التخصص الوظيفي والتي تتضمن الفئات التالية (عضو مجلس إدارة، مدقق داخلي، مدقق خارجي، مدير مالي، مدير مخاطر) والمحاور الأساسية للدراسة

الجدول رقم(69)

المتوسط و الانحرافات المعيارية بين التخصص الوظيفي و محاور الدراسة

المحاور	المنصب الوظيفي	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error
تأثير وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	عضو مجلس إدارة	8	4.1250	.29641	.10480
	مدقق داخلي	7	4.1317	.20732	.07836
	مدقق خارجي	4	4.3500	.07071	.05000
	مدير مالي	13	4.2231	.26818	.07438
	مدير إدارة مخاطر	16	4.2313	.22127	.05532
	Total	48	4.1796	.25767	.03719
تأثير وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، لتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	عضو مجلس إدارة	8	3.5750	.45277	.16008
	مدقق داخلي	7	3.9143	.34365	.12989
	مدقق خارجي	4	4.2000	.14142	.10000
	مدير مالي	13	3.9692	.67993	.18858
	مدير إدارة مخاطر	16	4.2500	.19664	.04916
	Total	48	3.9917	.48983	.07070
تأثير إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة لمتساوية لكافة حملة الوثائق الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	عضو مجلس إدارة	8	3.9625	.33354	.11792
	مدقق داخلي	7	3.9714	.32514	.12289
	مدقق خارجي	4	4.0000	.42426	.30000
	مدير مالي	13	4.2154	.35319	.09796
	مدير إدارة مخاطر	16	4.0375	.34230	.08557
	Total	48	4.0500	.34947	.05044
تأثير وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	عضو مجلس إدارة	8	3.9458	.32019	.11320
	مدقق داخلي	7	4.0286	.11127	.04206
	مدقق خارجي	4	3.7500	.07071	.05000
	مدير مالي	13	3.9846	.45979	.12752
	مدير إدارة مخاطر	16	4.0688	.21515	.05379
	Total	48	3.9951	.31011	.04476
تأثير إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في لوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين أداء صناديق	عضو مجلس إدارة	8	4.1375	.37009	.13085
	مدقق داخلي	7	4.2429	.29358	.11096
	مدقق خارجي	4	4.1500	.07071	.05000

الاستثمار	مدير مالي	13	4.1615	.39484	.10951
	مدير إدارة مخاطر	16	4.3125	.31172	.07793
	Total	48	4.2083	.34011	.04909
يؤثر وجود إطار فعال، يضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة و يحدد مسؤولياتهم، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	عضو مجلس إدارة	8	4.0500	.38173	.13496
	مدقق داخلي	7	4.0143	.27343	.10335
	مدقق خارجي	4	4.0000	.14142	.10000
	مدير مالي	13	4.1000	.37639	.10439
	مدير إدارة مخاطر	16	4.1313	.29148	.07287
	Total	48	4.0792	.31417	.04535

المصدر: من إعداد الباحثة

الجدول رقم (70)

جدول ANOVA للتخصص الوظيفي و المحاور الستة

ANOVA						
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
يؤثر وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	Between Groups	.625	5	.125	2.105	.084
	Within Groups	2.495	42	.059		
	Total	3.121	47			
يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	Between Groups	2.665	5	.533	2.600	.039
	Within Groups	8.611	42	.205		
	Total	11.277	47			
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	Between Groups	.648	5	.130	1.068	.392
	Within Groups	5.092	42	.121		
	Total	5.740	47			
يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	Between Groups	.312	5	.062	.622	.684
	Within Groups	4.208	42	.100		
	Total	4.520	47			
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار.	Between Groups	.448	5	.090	.753	.588
	Within Groups	4.989	42	.119		
	Total	5.437	47			
يؤثر وجود إطار فعال، يضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة و يحدد مسؤولياتهم، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	Between Groups	.131	5	.026	.245	.940
	Within Groups	4.508	42	.107		
	Total	4.639	47			

المصدر: من إعداد الباحثة

من خلال التحليل نجد أن معنوية الدلالة sig في كل المحاور هي أكبر من مستوى الدلالة القياسية $sig=0.05$ مما يدل على عدم وجود فروق ذات دلالة معنوية بين التخصص الوظيفي والمحاور الستة موضوع الدراسة.

ثالثاً: دراسة الفروق بين سنوات الخبرة والمحاور الأساسية المشكلة للدراسة:

تم اعتماد تحليل ANOVA لاختبار الفروق بين سنوات الخبرة والتي تتضمن الفئات التالية (أقل من خمس سنوات، من 5 سنوات إلى أقل من 10 سنوات، من 15 سنة إلى أقل من 20 سنة، من 20 سنة فأكثر) والمحاور الأساسية للدراسة.

الجدول رقم (71)

المتوسط و الانحرافات المعيارية بين سنوات الدراسة و محاور الدراسة

المحاور	سنوات الخبرة	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error
يؤثر وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	أقل من خمس سنوات	6	3.9000	.23664	.09661
	من 5 سنوات إلى أقل من 10 سنوات	24	4.2000	.25538	.05213
	من 10 سنوات إلى أقل من 15 سنة	11	4.3202	.15861	.04782
	من 15 سنة إلى أقل من 20 سنة	4	4.0750	.18930	.09465
	من 20 سنة فأكثر	3	4.2000	.34641	.20000
	Total	48	4.1796	.25767	.03719
يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	أقل من خمس سنوات	6	4.0833	.35449	.14472
	من 5 سنوات إلى أقل من 10 سنوات	24	3.9000	.49432	.10090
	من 10 سنوات إلى أقل من 15 سنة	11	4.2091	.50091	.15103
	من 15 سنة إلى أقل من 20 سنة	4	4.1000	.49666	.24833
	من 20 سنة فأكثر	3	3.6000	.50000	.28868
	Total	48	3.9917	.48983	.07070
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	أقل من خمس سنوات	6	3.9500	.43704	.17842
	من 5 سنوات إلى أقل من 10 سنوات	24	4.0750	.35294	.07204
	من 10 سنوات إلى أقل من 15 سنة	11	4.1364	.35853	.10810
	من 15 سنة إلى أقل من 20 سنة	4	3.9500	.28868	.14434
	من 20 سنة فأكثر	3	3.8667	.20817	.12019
	Total	48	4.0500	.34947	.05044
يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	أقل من خمس سنوات	6	4.1500	.32711	.13354
	من 5 سنوات إلى أقل من 10 سنوات	24	3.9319	.33557	.06850
	من 10 سنوات إلى أقل من 15 سنة	11	4.0727	.21019	.06338
	من 15 سنة إلى أقل من 20 سنة	4	3.8750	.36856	.18428
	من 20 سنة فأكثر	3	4.0667	.28868	.16667
	Total	48	3.9951	.31011	.04476
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	أقل من خمس سنوات	6	4.1500	.27386	.11180
	من 5 سنوات إلى أقل من 10 سنوات	24	4.0792	.35260	.07198
	من 10 سنوات إلى أقل من 15 سنة	11	4.4909	.21192	.06390
	من 15 سنة إلى أقل من 20 سنة	4	4.3000	.33665	.16833
	من 20 سنة فأكثر	3	4.2000	.20000	.11547
	Total	48	4.2083	.34011	.04909
يؤثر وجود إطار فعال، يضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة	أقل من خمس سنوات	6	3.9667	.41312	.16865

على إدارة الشركة و يحدد مسؤولياتهم، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	من 5 سنوات إلى أقل من 10 سنوات	24	4.0333	.28842	.05887
	من 10 سنوات إلى أقل من 15 سنة	11	4.2182	.28572	.08615
	من 15 سنة إلى أقل من 20 سنة	4	4.1750	.45735	.22867
	من 20 سنة فأكثر	3	4.0333	.15275	.08819
	Total	48	4.0792	.31417	.04535

المصدر: من إعداد الباحثة

الجدول رقم (72)

جدول ANOVA لسنوات الخبرة و المحاور الستة

ANOVA						
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
يؤثر وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	Between Groups	.742	4	.185	3.351	.018
	Within Groups	2.379	43	.055		
	Total	3.121	47			
يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	Between Groups	1.279	4	.320	1.376	.258
	Within Groups	9.997	43	.232		
	Total	11.277	47			
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	Between Groups	.298	4	.074	.588	.673
	Within Groups	5.442	43	.127		
	Total	5.740	47			
يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	Between Groups	.379	4	.095	.984	.426
	Within Groups	4.141	43	.096		
	Total	4.520	47			
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار.	Between Groups	1.333	4	.333	3.492	.015
	Within Groups	4.104	43	.095		
	Total	5.437	47			
يؤثر وجود إطار فعال، يضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة و يحدد مسؤولياتهم، على تحسين أداء صناديق الاستثمار	Between Groups	.382	4	.095	.965	.437
	Within Groups	4.257	43	.099		
	Total	4.639	47			

المصدر: من إعداد الباحثة

من خلال الجدول السابق نجد أن معنوية الدلالة sig في المحور الأول يؤثر (وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار، وفي المحور الخامس (يؤثر إتباع معايير الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة، والشفافية الجيدة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار، أقل من مستوى الدلالة القياسية sig=0.05 مما يدل على وجود فروق ذات دلالة معنوية بين سنوات الخبرة وهذه المحاور بينما المحاور الأخرى يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين أداء صناديق الاستثمار، والمحور الثالث يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حاملي الوثائق على تحسين أداء صناديق الاستثمار والمحور الرابع يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة على تحسين أداء صناديق الاستثمار، والمحور السادس يؤثر وجود إطار فعال، يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة على تحسين أداء صناديق الاستثمار، مستوى الدلالة الحسابية sig أكبر من مستوى الدلالة القياسية sig=0.05 مما يدل على عدم وجود فروق ذات دلالة معنوية بين سنوات الخبرة وهذه المحاور.

النتائج والتوصيات

1- النتائج

- في ضوء التحليلات النظرية والعملية لهذه الدراسة التي أجريت على الشركات التي تدير صناديق استثمار تقليدية في المملكة العربية السعودية، تم التوصل إلى النتائج التالية:
1. إن وجود الإطار الفعّال للحوكمة في الشركات التي تُدير صناديق الاستثمار والذي يتميز بالمرونة الكافية ليتناسب مع كافة الاحتياجات المختلفة لحملة الوثائق ولا يتعارض مع مصلحة الشركة يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار.
 2. إن وجود إطار فعّال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار.
 3. إن إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق الشركات، يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار.
 4. إن وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح نتيجة الاتفاقات المتبادلة بين الشركة وأصحاب المصالح، يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.
 5. إن إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة وصدورها بشفافية ووفق المعايير المحاسبية الصادرة عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.
 6. على الرغم من وجود أساس محكم وفعال لقواعد لائحة الحوكمة المطبقة في المملكة العربية السعودية، إلا أن الأمر ما زال بحاجة إلى المزيد من التطوير والمتابعة لكافة المستجدات المتعلقة بتطبيق قواعد الحوكمة.
 7. لا تزال تطبيقات بشأن توفر مقومات المعاملة العادلة لحملة الوثائق تقنر إلى ثقة المستثمرين في أداء صناديق الاستثمار.
 8. أهمية قيام مجلس الإدارة بوضع استراتيجيات الشركة، ومراقبة سير تنفيذ هذه الاستراتيجيات بشكل فعّال يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار
 9. إن للعاملين دوراً مهماً في تحسين أداء صناديق الاستثمار من خلال مشاركتهم في اتخاذ القرارات الإستراتيجية في الشركة.
 10. إن وجود المدققين الخارجيين المستقلين والمؤهلين الذين يؤدون عملهم بما تقتضيه العناية والأصول الأخلاقية للمهنة في عملية المراجعة وتعرضهم للمساءلة أمام الشركة وحملة الوثائق يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.

11. إن وجود إطار فعال، يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة وقيامهم بوضع استراتيجيات الشركة، وسياسة المخاطر، وكذلك وجود خطط العمل، والأهداف، والإشراف والرقابة على أداء العاملين، يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.
12. إن الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، يؤثر على الرقابة الفعالة لأداء صناديق الاستثمار.
13. يلعب مجلس الإدارة الفعال دوراً هاماً في تحسين أداء صناديق الاستثمار من خلال التأكد من سلامة النظم المحاسبية وشفافية التقارير المالية ومطابقتها مع المعايير المحاسبية.
14. أهمية ودور ممارسة حملة الوثائق للتصويت في الاجتماعات يؤدي إلى التطبيق الفعال لحوكمة الشركات في صناديق الاستثمار.

2- التوصيات

1. العمل على تعزيز تطبيق الحوكمة في الشركات التي تدير الصناديق الاستثمارية لما لها في تحسين أداءها.
2. العمل على منح صلاحيات ودور أكبر لأصحاب المصالح في ممارسة الدور الرقابي على الإدارة والشركة مما يزيد في ثقة المستثمرين بأداء مدراء صناديق الاستثمار.
3. إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث الخاصة بقواعد لائحة الحوكمة والممارسة السليمة لها.
4. تدريب العاملين وتأهيلهم بشكل جيد وتعزيز مشاركتهم في اتخاذ القرارات الإستراتيجية في صناديق الاستثمار.
5. على صعيد الأسواق الناشئة يطلب العمل على متابعة التطبيق الجيد لحوكمة الشركات في الشركات التي ترغب بإنشاء صناديق الاستثمار لما لها من دور في الرقابة على أدائها وتحسينها وتحقيق الممارسات الأفضل للقائمين على إدارة الصناديق بما يساعد على تنشيط تلك الأسواق.

قائمة المراجع

1) المراجع العربية

أولاً: الكتب

- (1) ابراهيم عبد السميع حسني /2009، " استثمار الأموال في الشريعة الإسلامية"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر.
- (2) أحمد السيد ابراهيم /2010، "حوكمة الشركات ومسؤولية الشركات عبر الوطنية وغسيل الأموال" الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- (3) جربوع محمود يوسف/2007،"مراجعة الحسابات بين النظرية والتطبيق" الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- (4) حسن عبد العزيز أمين /2007، " الأسواق المالية" دار قباء الحديثة للنشر، القاهرة، مصر.
- (5) حسين عصام/ 2008، "أسواق الأوراق المالية " الطبعة الأولى، دار أسامة، عمان، الأردن.
- (6) حماد عبد العال طارق/2000" التقارير المالية أسس الإعداد والعرض والتحليل" الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- (7) حماد عبد العال طارق/2005،" دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية "، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- (8) حماد عبد العال طارق/2007، " حوكمة الشركات (شركات قطاع عام وخاص ومصارف، المفاهيم - المبادئ - التجارب - المتطلبات) "الدار الجامعية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر.
- (9) حماد عبد العال طارق/2009، "حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية"، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- (10) حمادي عبد الكريم/2000،" صناديق الاستثمار المشتركة، سلسلة طرق الاستثمار المالي الحديث، الطبعة الأولى، فُصلت للدراسات والترجمة والنشر، حلب، سوريا.
- (11) حنفي عبد الغفار وقرياص رسمية/ 1997،"الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار) "، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، مصر.
- (12) حنفي عبد الغفار/2000،"الاستثمار في الأوراق المالية أسهم - سندات - وثائق استثمار - الخيارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- (13) الخضير أحمد محسن/ 2005، "حوكمة الشركات" الطبعة الأولى مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر.
- (14) خلف فليح حسن/ 2006،" الأسواق المالية والنقدية"، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن.
- (15) دوابه محمد أشرف/2004، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، دار السلام، القاهرة، مصر.
- (16) سليمان محمد مصطفى/ 2009، " دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري" الدار الجامعية، الإسكندرية.
- (17) سليمان مصطفى محمد/ 2008، "حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- (18) الشبيلي يوسف /2005،" الخدمات الاستثمارية في المصارف وأحكامها في الفقه الإسلامي (الصناديق والدوائع الاستثمارية)"، الجزء الأول، دار ابن الجوزي، الرياض، المملكة العربية السعودية.

- (19) شحاته السيد شحاته وعلي نصر عبد الوهاب/ 2007، "مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة"، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- (20) الصحن عبد الفتاح وآخرون/2008 "المراجعة التشغيلية والرقابة الداخلية" الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- (21) عبد القادر متولي السيد/ 2010، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير" الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن.
- (22) علي نصر عبد الوهاب وشحاته السيد شحاته/2008، "مراجعة حسابات البنوك التجارية والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وفقاً للمعايير الدولية للمراجعة والتأكد المهني"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- (23) فهمي بهاء الدين شامل محمد/2005، "الإحصاء بلا معاناة، المفاهيم مع التطبيقات باستخدام برنامج SPSS" منشورات معهد الإدارة العامة، الرياض، المملكة العربية السعودية،
- (24) قاسم منى/ 1995، "صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين"، الطبعة الأولى، دار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر.
- (25) كيم كينيث وآخرون 2010 "حوكمة الشركة الأطراف الراصدة والمشاركة" دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية.
- (26) لطفي السيد أحمد أمين /2007 "المراجعة وخدمات التأكد" الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص 96
- (27) لطفي السيد أحمد أمين/2005، "التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة الدار الجامعية الإسكندرية، مصر.
- (28) لطفي السيد أحمد أمين/2007، "دراسات متقدمة في المراجعة وخدمات التأكد" الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- (29) مبروك عبد المقصود نزيه / 2006، "صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوصفي"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر.
- (30) مطر محمد/ 2004، "التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية في مجالات القياس والعرض والإفصاح"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن.
- (31) هندي ابراهيم منير/1993، "الأوراق المالية وأسواق المال"، منشأة المعارف، إسكندرية، مصر.
- (32) هندي ابراهيم منير/1994، "صناديق الاستثمار في خدمة كبار وصغار المستثمرين"، منشأة المعارف، الإسكندرية.
- (33) هندي ابراهيم منير/2003، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال (الأوراق المالية وصناديق الاستثمار)"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر.
- (34) هندي ابراهيم منير/2003، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية.

ثانياً: الدوريات والمقالات العلمية

- (1) أبو الفتوح عبد الغني يحيى، 2005، "تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية في أداء صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية الناشئة في مصر" دورية الإدارة العامة، المجلد الخامس والأربعون العدد الرابع .

- (2) آل عباس محمد، 2010، "لائحة الحوكمة والمادة 15: ما لا يلزم على مجالس الإدارات لزومه" صحيفة الاقتصاد الإلكترونية العدد 6003 www.aleqt.com.
- (3) تشاركهام جوناثان، 2003 " إرشادات لأعضاء مجالس إدارة البنوك " البنك الدولي للإنشاء والتعمير www.worldbank.org.
- (4) حسن مصطفى، 2007، " القياس والإفصاح المحاسبي عن مخاطر المنظمات : دراسة تحليلية لتقييم البيئة المصرية" مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد 2 المجلد رقم 44.
- (5) الحفناوي شوقي عبد العزيز، 2007، حوكمة الشركات ودورها في علاج أمراض الفكر والتطبيق المحاسبي، مجلة المحاسب، العدد 30، مصر.
- (6) درويش عدنان، 2007، "حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة" منشورات اتحاد مصارف العربية .
- (7) ربحاوي مها، 2008 "الشركات المساهمة مابين الحوكمة والقوانين والتعليمات ك حالة دراسية للشركات المساهمة العامة العمانية" مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد 24، العدد الأول.
- (8) الذكير مقبل صالح أحمد، 2011 "التحالفات الإستراتيجية خيار فعال لاستمرار الشركات العائلية السعودية، صحيفة الاقتصاد الإلكترونية، العدد 6291، www.aleqt.com.
- (9) الرحيلي سلامة عوض، 2008 "لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات: حالة السعودية" مجلة جامعة الملك عبد العزيز : الاقتصاد والإدارة، العدد الأول، المجلد رقم 22.
- (10) رزق عادل، 2008، " الإدارة الرشيدة الحكم الجيد أو الحوكمة " الملتقى العربي الثاني الإدارة الرشيدة خيار للإصلاح الإداري والمالي، وورشة عمل تقييم أداء الإدارات الحكومية من أجل التغيير والإصلاح، القاهرة.
- (11) السعدني حسن بسيوني مصطفى ، 2006 " الشفافية والإفصاح في إطار حوكمة الشركات"، ندوة حوكمة الشركات العامة والخاصة من أجل الإصلاح الاقتصادي والهيكلية، القاهرة، جمهورية مصر العربية.
- (12) سوليفان جون وشكولينكوف شكو، 2006، "أخلاقيات العمل : المكون الرئيسي لحوكمة الشركات"، مركز المشروعات الدولية الخاصة.
- (13) سوليفان جون وآخرون، 2003، "حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين " مركز المشروعات الدولية الخاصة.
- (14) الصلاحين عبد المجيد، 2008، " صناديق الاستثمار الإسلامية مفهومها خصائصها وأحكامها" بحوث المؤتمر العلمي الخامس عشر، مؤتمر الأسواق المالية والبورصات، آفاق وتحديات، غرفة تجارة وصناعة دبي، المجلد الرابع .
- (15) الصوالحة أحمد أيوب، 2009، " الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المحركات، الآثار، الحلول" ملتقى المناهج الحديثة في إدارة الأزمات والكوارث عمان، الأردن.
- (16) كوشتا هلبلينج كاترين وسوليفان جون، 2002، تأسيس حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية والصاعدة والانتقالية، مركز المشروعات الدولية الخاصة.
- (17) المعتاز إحسان، 2007، " قراءة متأنية للائحة حوكمة الشركات في المملكة" صحيفة الاقتصاد الإلكترونية، العدد 5011 www.aleqt.com.
- (18) اليافي موفق، 2003، " من أجل تعزيز حوكمة الشركات في لبنان " مجلة الإصلاح الاقتصادي، العدد التاسع.

ثالثاً: المؤتمرات العلمية

- (1) أبو السعود ممدوح، 2005، "دور المراجعة الداخلية في حوكمة الشركات" المؤتمر العربي الأول، التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، القاهرة، مصر.
- (2) أبو غدة عبد الستار، 2005، "صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة فقهية تأصيلية موسعة"، بحوث المؤتمر العلمي الرابع عشر لمؤسسات المالية الإسلامية، معالم وأفاق المستقبل، غرفة تجارة وصناعة دبي، المجلد الثالث.
- (3) آل خليفة إمام حامد، 2007، "صناديق الاستثمار ومفهوم الحوكمة" المؤتمر العربي الأول متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، شرم الشيخ، مصر.
- (4) العشماوي محمد عبد الفتاح، 2007، "حوكمة الشركات"، الملتقى العربي الثاني / الحوكمة والإصلاح المالي والإداري في المؤسسات الحكومية، ورشة عمل الفحص والتدقيق في ظل معايير الدولية، القاهرة، مصر.
- (5) العصيمي عبد المحسن، 2009، "استراتيجيات التعامل مع الأزمة المالية العالمية" المؤتمر السنوي الرابع عشر الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وأثرها على قطاعات الاقتصاد الوطني، جامعة عين شمس، كلية التجارة.
- (6) حلمي خالد، 2007، "النظام القانوني للرقابة على المحافظ وصناديق الاستثمار" بحوث المؤتمر العلمي الخامس عشر، مؤتمر الأسواق المالية والبورصات، آفاق وتحديات، غرفة تجارة وصناعة دبي، المجلد الخامس.
- (7) سلامة السيد زينب، 1999، "ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها في المملكة العربية السعودية" مجلة الإدارة العامة، المجلد التاسع والثلاثون، العدد الأول.
- (8) عبد الملك رجب أحمد، 2008، "دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للسهم في سوق الأوراق المالية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، العدد الأول، المجلد 45، جامعة الإسكندرية.
- (9) عزمي رانية، 2005، "صناديق الاستثمار وحوكمة الشركات: تمكينها أم الحاجة إليها؟"، المؤتمر الخامس لحوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والاقتصادية، الجزء الثالث، جامعة الإسكندرية، كلية التجارة.
- (10) علي عطيتو سيد، 2009، "دور الدولة في مواجهة الأزمة المالية الاقتصادية" المؤتمر السنوي الرابع عشر الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وأثرها على قطاعات الاقتصاد الوطني، جامعة عين شمس، كلية التجارة.
- (11) عوجان هويل وليد، 2007، "صناديق الاستثمار دراسة وتحليل"، بحوث المؤتمر العلمي الخامس عشر، مؤتمر الأسواق المالية والبورصات، آفاق وتحديات، غرفة تجارة وصناعة دبي، المجلد الخامس.
- (12) عوض الله عبد السلام صفوت، 2005، "صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي" بحوث المؤتمر العلمي العاشر، مؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وأفاق المستقبل، غرفة تجارة وصناعة دبي، المجلد الثالث.
- (13) عوض الله عبد السلام صفوت، 2009، "الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي" المؤتمر العلمي الثالث عشر الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، كلية الحقوق.

- 14) فاتح دبله وبشير عيسى، 2007، " حوكمة الشركات كأداة لضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية وأثرها على مستوى أداء الأسواق" الندوة العلمية الأولى لقسم المحاسبة السوق المالية السعودية، أبها.
- 15) القاضي حسين ونده مالك كنان، 2008، "حوكمة الشركات في ظل الأسواق المالية في سورية : دراسة مقارنة مع بعض الدول العربية"، مؤتمر الأسواق المالية، دمشق.
- 16) لطفي علي، 2009 "الأزمة المالية العالمية" المؤتمر السنوي الرابع عشر الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وأثرها على قطاعات الاقتصاد الوطني، جامعة عين شمس، كلية التجارة .
- 17) محمد ماهر ، 1977، "تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر "بحث مقدم إلى ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل، مركز صالح عبد الله صالح للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، الجزء الأول .
- 18) هلالى مصطفى حسين، 2005، "صناديق الاستثمار"، ملقى تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، شرم الشيخ، جمهورية مصر العربية.
- 19) يوسف طارق محمد، 2007، "الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات ومدى ارتباطهما بالمعايير المحاسبية"، المؤتمر العربي الأول متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربي شرم الشيخ، جمهورية مصر العربية.

رابعاً: الرسائل العلمية

- 1) أبو حمام ماجد اسماعيل، 2009، "أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية: دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية" رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة.
- 2) أحمد حسن صبا، 2010، "الحوكمة وأثرها على تحسين مستوى الأداء لمنظمات الأعمال : دراسة ميدانية على المصارف التجارية العاملة في محافظتي اللاذقية وطرطوس" رسالة ماجستير ، جامعة تشرين، كلية الاقتصاد، اللاذقية، سوريا.
- 3) أحمد عنتر محمد، 2003، "نموذج مقترح لمحددات أداء محفظة الأوراق المالية بصناديق الاستثمار العاملة بسوق المال المصري"، رسالة دكتوراه، كلية التجارة ، جامعة القاهرة.
- 4) زيني بن يوسف فريدة، 2006، "صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات، تجربة جمهورية مصر العربية وإمكانية تطبيقها في سورية" رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق ، سوريا.
- 5) زوياري ريم، 2008، "التقارير المالية عن صناديق الاستثمار واستخدامها في اتخاذ القرارات الاستثمارية"، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق ، رسالة دكتوراه.
- 6) سعيد علي عهد، 2009 " الأثر المتوقع لحوكمة الشركات على مهنة المراجعة في سوريا " رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة تشرين ، قسم المحاسبة.
- 7) سندی عبد العزيز أماني، 2003 " دور المراجعة في تحسين كفاءة وفاعلية أداء صناديق الاستثمار بالتطبيق على البنوك التجارية بمدينة جدة في المملكة العربية السعودية" رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الملك عبد العزيز، كلية الاقتصاد والإدارة، قسم المحاسبة، جدة، السعودية.

- (8) الشرع أحمد عماد، 2008، "دور الحوكمة في تعزيز الثقة والمصداقية في التقارير المالية : دراسة ميدانية على الشركات المساهمة الكويتية" رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، قسم المحاسبة، دمشق، سوريا.
- (9) طجها أمين محمد محمد، 2009، " دور حوكمة الشركات في تفعيل لجان المراجعة وإمكانية التطبيق في سوريا" رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة دمشق، قسم المحاسبة .
- (10) قباجه عدنان، 2008، " أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية" رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا.
- (11) نصار محمد خالد، 2006، " آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية (دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة)"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، كلية التجارة، المحاسبة والتمويل، غزة.
- (12) وهيبة عبد الرحمن رائد، 2005، " أثر التنوع على الأداء المالي لصناديق الاستثمار المصرية (دراسة تطبيقية)"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة.

خامساً: القوانين والأنظمة:

- 1) دليل لائحة الشركات المصرية.
- 2) دليل أفضل الممارسات لحوكمة الشركات في اليمن.
- 3) قرار وزير المالية والاقتصاد الوطني السعودي - مؤسسة النقد العربي السعودي - رقم 2052\3 تاريخ 1413\7\24.
- 4) قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992 .
- 5) لائحة صناديق الاستثمار السعودية.
- 6) لائحة حوكمة الشركات السعودية.
- 7) اللائحة التنفيذية لقانون رقم 31 سنة 1991 في شأن تنظيم تداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار في الكويت.

سادساً: التقارير السنوية

- 1) التقرير الاقتصادي السنوي للعام 2009 لمؤسسة النقد السعودي
- 2) تقارير هيئة سوق المال السعودي

المراجع الأجنبية:

أولاً: الكتب

- 1) Ferri Richard. A , 2007 , "All About Index funds: The easy way to start" , 2ed Edn McGraw-Hill , New York, USA.
- 2) Colley.J.L elt,2005, "What is corporate Governance" ,McGraw- Hill, New York,USA .
- 3) Constas Michael and Shim Jae, 2001,"Investment Sourcebook : The complete Guide to Finding and Understantndng Investment Information" , GPCo , Chicago , USA .
- 4) Madura Jeff ,2008," financial Institutions and markets "Thomson South, Western, USA.
- 5) Reily .Frank and Norton .Edgar 2006 , " Investments" , Thomson South- Western, Canada.
- 6) Russell Ray, 2007," An Introduction to Mutual Funds Worldwide" John wiley &Sons, West Sussex, England .
- 7) Scott .C & Russell. B,2003,"Putting investors first: real Solutions for better corporate governance" 1st edition, Bloomberg, New York,USA.

ثانياً:الدوريات والمقالات العلمية

- 8) Arce.G.F. and Robles.E.A,2005 "Corporate Governance In Costa Rica" www.ssrn.com.
- 9) Basel Committee on Banking Supervision 2006 ” Enhancing corporate governance for banking organization” www.bis.org.
- 10) Brown, D. and Caylor, L.,2006, Corporate Governance and Firm Valuation. Journal of accounting and Public Policy, vol 25 No4.
- 11) Carroll Archie B.1991"the Pyramid of corporate social Responsibility : Toward the Moral Management of Organizational Stake holders, Business Horizons vol.34, No4.
- 12) Chou.H and Ng.L and Wang.Q,2007,"Do Governance Mechanisms Matter For Mutual Funds" University of Wisconsin-Milwaukee. www.ssrn.com.
- 13) Coles, J.L. m Lemmon, M.L. and Mescke, J.F,2003, "Structural Models and Endogeneity in Corporate Finance" Unpublished Working paper. Arizona State University.
- 14) Dellva, W. and G. Olson, 1998, "The Relationship Between Mutual Fund Fees and Expenses and Their Effects on Performance," Financial Review.
- 15) Eugane F. Fama & Kenneth R. French,1992 “The Cross-section of Expected Stock Returns”,Journal of Finance, Vol. XLVII, No. 2.
- 16) Ding.B and Wermers.R,2005,"Mutual Fund Performance and Governance Structure:The Role of Portfolio Managers and Boards of Directors" University of Maryland. Working Paper www.ssrn.com
- 17) Filbeck.G and Tompkins D.L,2004" Management Tenure and Risk-Adjusted Performance of Mutual Funds Vol. 13, No. 2.
- 18) Gompers. P.A and Ishii. J.L 2003," Corporate Governance And Equity Prices", Journal of Economics VOL118.No1.
- 19) HO,C.K.2005 " Corporate Governance and Competitiveness : An International Analysis .Corporate Governance Vol.13 No 2 .

- 20) Jensen, Michael C. and William H. Meckling ,1976,. Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure .Journal of Financial.
- 21) Kong.X.S.&Tang.D.Y.2007." Unitary Boards and Mutual Fund Governance" www.ssrn.com.
- 22) La Porta, R., Lopez-de Silanes, F, Shleifer, A. and Vishny, R. (2002)."Investor Protection and Corporate Valuation". The Journal of Finance VOL.7, No 3.
- 23) Management Practice, Inc., 1999,"Strengthening Mutual Fund Governance" New York www.MFGovern.com .
- 24) Marc R. Reinganum,1981 "Abnormal Returns in small firm Perffolios, "Financial Analysts Journal.
- 25) Panasian.C. and, Prevost .A.K. and , Bhabra .H.S," Board Composition and Firm Performance: The Case of the Dey Report and Publicly Listed Canadian Firms" Financial Review, forthcoming .
- 26) Rolf. W. Banz.,1981, "The Relationship Between Return and Market Value of Common stocks", Journal of Financial Economics, Vol.9, No.1.
- 27) Saidi, N. ,2005," Corporate Governance in The Arab Countries: Role of the Banking System in Ensuring Transparency and Disclosure " Paper Presented at Forum on Corporate Governance in Banks and Financial Institutions, Muscat.
- 28) Shaeen.R. and Nishat.M.2004,"corporate Governance and Firm Performance – An Exploratory Analysis" www.ssrn.com.
- 29) Wellman.J . and Zhou. J, 2007," Corporate governance and mutual fund performance:A first look at the Morningstar Stewardship Grades", www.ssrn.com.
- 30) The Encyclopedia of Corporate Governance :What is corporate governance. www.e.viaminvest.com/WhatIsGorpGov.asp
- 31) Shawwa,Mahmoud2007, ,"Corporate Governance and Firm's Performance in Jordan", University of Wales, Bangor.

ثالثاً: الرسائل العلمية

- 1) Xuan.L,2006,"Governance in The U.S Mutual funds Industry", PhD, Georgia Institute of Technology, Atlanta. USA.

رابعاً: التقارير

- 1) Cadbury, A, 1992 " Report of the Committee on the Financial Aspect of Corporate Governance " London, Gee & Co.
- 2) Euroshareholders Corporate Governance Guidelines 2000, www.ecig.org
- 3) Hampel Report, 1998," Committee in Corporate Governance", London: Gee.
- 4) ICI Investment company institute,2007, A guide to understanding mutual funds, Washington
- 5) sarbanesoxley act, 2002, :fl1.findlaw.com/news.findlaw.com/cnn/docs/gwbush/sarbanesoxley072302.pdf
- 6) The Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD), Principles of Corporate government, 2004, www.Oecd.Org.

2) المواقع الالكترونية

العنوان	الاسم
www.tadawel.com	سوق التداول السعودي
www. Oecd. Org	منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية
www.ecig.org	مؤسسة المساهمين الاوروبيين
www.worldbank.org	البنك الدولي للإنشاء والتعمير
www.cipe.org	مركز المشروعات الدولية الخاصة
www.cg.ybc-yemen.com	نادي رجال الأعمال اليمينيين
www.cma.gov.om	الهيئة العامة لسوق مال سلطنة عمان
www.bis.org	بنك التسويات الدولية
www.ssrn.com	أبحاث محكمة
www.MFGovern.com	حوكمة صناديق الاستثمار
www.cma.org.sa	هيئة سوق المال السعودي
www.aleqt.com	المجلة الاقتصادية الالكترونية
www.hawkama.net	موقع حوكمة الشركات
www.sama.gov.sa	مؤسسة النقد العربي السعودي
www.sdc.com.jo	مركز إيداع الأوراق المالية الأردنية
www.scfms.sy	هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية
www.banquecentrale.gov.sy	مصرف سوريا المركزي

الملاحق

تحية واحترام.....

تقوم الباحثة بإعداد دراسة كمتطلب تكميلي لنيل درجة الماجستير في المالية والمصارف بعنوان

"أثر الحوكمة على تقييم أداء صناديق الاستثمار

حالة تطبيقية على السوق المالي السعودي"

يمثل هذا الاستبيان أحد الجوانب الهامة في البحث ، ويهدف إلى دراسة اثر تطبيق لائحة الحوكمة على تقييم أداء صناديق الاستثمار التقليدية ، أرجو التكرم والإجابة على الأسئلة المطروحة وتزويد الباحثة بأرائكم القيمة من خلال وضع إشارة (X) على الإجابة التي ترونها ملائمة . كما تأمل الباحثة أن تغني إجاباتكم وترفع من المستوى البحث العلمي لهذا البحث.

يرجى العلم أن جميع الأسئلة المطروحة ضمن هذا الاستبيان لأغراض البحث العلمي وأن إجاباتكم ستكون محاطة بالسرية الكاملة والعناية العلمية الفائقة.

شكرا لتعاونكم وحسن استجابتكم....

الباحثة

لينا الزهراوي

القسم الأول : معلومات العامة

يرجى الإجابة على الأسئلة التي تتضمن معلومات عامة بوضع إشارة (X)

1- الجنس :

مؤنث ، مذكر

2- العمر :

أقل من 30 سنة ، من 30 إلى 40 سنة ، من 40 إلى 50 ، أكثر من 50 سنة

3- المؤهل العلمي:

الثانوية العامة

بكالوريوس

ماجستير

دكتوراه

غير ذلك ، يرجى التحديد

4- التخصص العلمي:

إدارة أعمال

تمويل ومنشآت مالية

محاسبة

اقتصاد

غير ذلك يرجى التحديد

5- المنصب الوظيفي :

عضو مجلس إدارة

مدقق داخلي

مدقق خارجي

مدير مالي - مستشار مالي

مدير إدارة مخاطر - تسويق - استثمار

6- الخبرة العملية :

أقل من 5 سنوات

من 5 سنوات وأقل من 10

من 10 سنوات وأقل من 15

من سنة 15 وأقل من 20

من 20 سنة فأكثر

القسم الثاني :

فيما يلي مجموعة من العبارات خاصة بمبادئ الحوكمة ، يرجى التكرم باختيار الإجابة المناسبة بعد قراءة العبارات الآتية

المحور الأول: يؤثر وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار.					
الرقم	موافق بشدة	موافق	محايد	معارض بشدة	معارض
1					إن احتفاظ الشركة بدليل أو لائحة حوكمة يعكس رغبة الشركة في إتباع أحدث ممارسات السليمة لتحسين أداء صناديق الاستثمارية.
2					إن تميز لائحة الحوكمة بالمرونة الكافية لتتناسب مع احتياجات المختلفة لحملة الوثائق ولا تتعارض مع مصلحة الشركة يؤثر على رفع أداء صناديق الاستثمار.
3					توافق القواعد والمتطلبات القانونية التنظيمية التي تؤثر على ممارسات الحوكمة مع القواعد والقوانين الناظمة لإدارة صناديق الاستثمار يؤدي إلى رفع أداء صناديق الاستثمار.
4					اتسام متطلبات الحوكمة بالعدالة وعدم التحيز بين مجلس إدارة الصندوق، حملة الوثائق، وأصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.
5					توزع المسؤوليات الإشرافية والتنفيذية، وتطبيق القوانين بين مختلف الجهات يساعد على التنفيذ الفعال لإطار الحوكمة في الصناديق الاستثمارية وتحسين أداءها.
6					تمتع هيكل الحوكمة بالشفافية ويغطي المصلحة العامة الأساسية، يزيد ثقة حملة الوثائق بجودة أداء صناديق الاستثمار.
7					إن وجود لجان ضمن مجلس الإدارة لمتابعة وقياس كفاءة تطبيق إدارة الشركة لمبادئ الحوكمة يزيد من ثقة حملة الوثائق في فعالية إطار الحوكمة مما يؤدي إلى رفع أداء صناديق الاستثمار.
8					إن اجتماع اللجنة مرة واحدة على الأقل في السنة لدراسة المتطلبات الحديثة للحوكمة يؤثر على تقييم أداء صناديق الاستثمار.
9					تتميز وثائق الصناديق للشركات المطبقة لمبادئ الحوكمة، بأسعار مرتفعة وأداء أفضل أكثر منها في الصناديق الغير مطبقة لمبادئ الحوكمة.
10					تتوافق لائحة حوكمة الشركات الصادرة عن هيئة سوق المال السعودي من حيث الأنظمة والمعايير مع لائحة صناديق الاستثمار والذي يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار.

المحور الثاني : يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين أداء صناديق الاستثمار.					
الرقم	موافق بشدة	موافق	محايد	معارض	معارض بشدة
1					إن وجود اللوائح والأنظمة الداخلية للشركة كافة الإجراءات اللازمة لتسهيل ممارسة حملة الوثائق لحقوقهم يؤدي إلى زيادة ثقة المالكين بجودة أداء صناديق الاستثمار.
2					يحصل حملة الوثائق على المعلومات ذات الصلة بأداء الصناديق، في الوقت المناسب وبشكل دوري مما يؤدي إلى زيادة ثقة بجودة أداء صناديق الاستثمار
3					إن حصول حملة الوثائق على المعلومات مجاناً ودون تكلفة يزيد من ثقة المالكين بجودة أداء صناديق الاستثمار.
4					وجود الحق لحملة الوثائق في انتخاب وعزل أعضاء مجلس الإدارة، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالشركة على تحسين أداء صناديقها.
5					وجود الحق لحملة الوثائق في المشاركة في القرارات التي تخص التغيرات الأساسية في الصندوق مثل (الرسوم ، العمولات ، أعاب ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة ، نوعية الاستثمارات، وتوزيع الأرباح) يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.
6					تزويد حملة الوثائق بمعلومات دقيقة حول أجندة الاجتماعات الهيئة العامة، وإعطاءهم الوقت الكافي للأسئلة والاقتراحات في الاجتماع، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالقرارات الإستراتيجية التي تتخذها الشركة لتحسن إدارة صناديقها الاستثمارية.
7					يجيب أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين على كافة الاستفسارات وأسئلة حملة الوثائق فيما يتعلق بتقرير المراجع وبشفافية تامة مما يعكس حسن أداء صناديق الاستثمار.
8					إن قدرة حملة الوثائق للتصويت في الاجتماعات يؤدي إلى التطبيق الفعال للحوكمة في صناديق الاستثمار.
9					تمكّن حملة الوثائق من التصويت شخصياً أو غيابياً مع إعطاء نفس الأثر للأصوات يزيد من ثقة حملة الوثائق بالشركة والتطبيق الفعال للحوكمة في صناديق الاستثمار.
10					إن وجود الحق لحملة الوثائق، بالرقابة على الأداء المالي والتشغيلي للصناديق والإطلاع على استثمارات محافظ صناديق الاستثمار يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار.

المحور الثالث: يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق الشركات، على تحسين أداء صناديق الاستثمار.					
الرقم	موافق بشدة	موافق	محايد	معارض	معارض بشدة
1					إن معاملة كافة حملة الوثائق من نفس الطبقة معاملة متساوية من حيث الحقوق يزيد من ثقة حملة الوثائق بالتطبيق الفعال لإطار الحوكمة في صناديق الاستثمار.
2					إن حصول المستثمرين على كافة المعلومات المتعلقة بحقوق كافة السلاسل والطبقات قبل القيام بعملية الشراء يؤثر على قرار المستثمر بشراء وثائق صندوق الاستثمار.
3					حصول حملة الوثائق على كافة المعلومات المتعلقة بأداء الصناديق دون تمييز يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار.
4					إن وجود حماية لحملة الوثائق الأقلية من أي إساءة أو استغلال التي قد يقوم بها أصحاب النسب الحاكمة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة يؤدي إلى زيادة ثقة حملة الوثائق بحسن أداء صناديق الاستثمار.
5					إزالة أي عوائق تحول دون إتمام عملية التصويت من قبل حملة الوثائق الأجانب أو عبر الحدود يؤدي إلى التطبيق الفعال لإطار الحوكمة في صناديق الاستثمار.
6					إن حظر الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار.
7					إن إفصاح أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين عن تعاملاتهم الخاصة بالصفقات أو الأمور التي لها تأثير على الشركة سواء بأسلوب مباشر أو غير مباشر أو نيابة عن أطراف أخرى يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار.
8					يوفر النظام القانوني للشركة آليات لحملة الوثائق الأقلية لرفع دعاوي قضائية والمطالبة بتعويضات، إذا ما توفرت لديهم أسس معقولة للاعتقاد بأن حقوقهم قد انتهكت مما يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.
9					تمائل حقوق التصويت لنفس الفئة من حملة الوثائق، يزيد من ثقة حملة الوثائق بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار.
10					قيام حملة الوثائق في حال تضارب المصالح بينهم، باللجوء إلى الإفصاح عن هذا التضارب يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار.

المحور الرابع: _ يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار.

الرقم	موافق بشدة	موافق	محايد	معارض	معارض بشدة
1					إن احترام حقوق أصحاب المصالح الناشئة بموجب القانون أو نتيجة الاتفاقات المتبادلة بين الشركة وأصحاب المصالح، يؤدي إلى رفع مستوى أداء صناديق الاستثمار.
2					إن حصول أصحاب المصالح وفي الوقت المناسب، على المعلومات ذات الصلة وبالقدر الكافي للقيام بمسؤولياتهم يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.
3					إن قدرة أصحاب المصالح، بما في ذلك العاملين والجهات التي تمثلهم، إيصال أي أعمال غير قانونية إلى مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.
4					إن عدم تعرض أصحاب المصالح بما في ذلك العاملين لأي خطر نتيجة إيصالهم لأي تصرفات غير قانونية إلى مجلس الإدارة يعكس الأداء الجيد لأعضاء مجلس إدارة صناديق الاستثمار.
5					وجود إطار فعال لمعالجة آليات الوفاء بالديون وتنفيذ حقوق الدائنين يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار.
6					إن إعلام أصحاب المصالح وبشكل كاف عن حقوقهم والتزاماتهم عند ارتباطهم بالعمل في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.
7					إن تدريب العاملين بشكل كاف للتعامل مع أصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.
8					إن تعويض وبشكل كامل، أصحاب المصالح عن أي انتهاك لحقوقهم يزيد من ثقتهم بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار.
9					إن تقديم الشركة خدمات التقاعد للموظفين يعكس الأداء الجيد لصناديق الاستثمار.
10					تنظم الشركة اجتماعات دورية بين العاملين والإدارة العليا من أجل الأخذ بمقترحاتهم في أساليب تنفيذ العمل لتحسين أداء صناديق الاستثمار.

المحور الخامس: يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين أداء صناديق الاستثمار.

معارض بشدة	معارض	محايد	موافق	موافق بشدة	الرقم
					1 إن الإفصاح عن كافة معلومات الصندوق (الأهداف، الرسوم، نماذج الاشتراك والاسترداد، الأتعاب والعمولات، وثائق الصندوق وأدائها التاريخي) وعن جميع الجوانب المختلفة المتعلقة به يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار.
					2 إن الإفصاح عن كافة التقارير المالية والغير المالية المتعلقة بالصناديق وبشفافية تامة ، وصدورها وفق المعايير المحاسبية الصادرة عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين يعكس فعالية تطبيق إطار الحوكمة في صناديق الاستثمار.
					3 إن شمول الإفصاح ، السياسات المتعلقة بمكافآت ومرتببات أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.
					4 إن الطرح وبشفافية على المستثمرين بيان بالمخاطر الجوهرية المتوقعة للصناديق والتي تساعدهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.
					5 وجود صفحة الالكترونية للشركة تشمل معلومات عن الصناديق الاستثمارية وتحديث بشكل دائم يؤثر على التقييم الجيد لأداء صناديق الاستثمار.
					6 إن الإفصاح عن المواضيع المتعلقة بالعاملين وأصحاب المصالح في التقارير السنوية يؤثر على تحسين أداء صناديق الاستثمار.
					7 وجود مدققين خارجيين مستقلين مؤهلين وذو خبرة جيدة في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.
					8 أداء المدققين عملهم بما تقتضيه العناية والأصول الأخلاقية للمهنة في عملية المراجعة وتعرضهم للمساءلة أمام الشركة وحملة الوثائق يؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار.
					9 إن إفصاح الشركة عن أي تغييرات في الأصول والالتزامات يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار.
					10 التصريح عن أي عقوبة أو جزاء أو أي قيد احتياطي مفروض على الصندوق في الجهات الإعلامية المختلفة يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في صناديق الاستثمار.

المحور السادس: يؤثر وجود إطار فعال، يضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة ويحدد مسؤولياتهم، على تحسين أداء صناديق الاستثمار.

معارض بشدة	معارض	محايد	موافق	موافق بشدة	الرقم
					1
					2
					3
					4
					5
					6
					7
					8
					9
					10