

أهمية الإفصاح عن صناديق الاستثمار باستخدام معامل غامما بالتطبيق على عينة من صناديق سوق مسقط للأوراق المالية

الدكتور عصام قريط

قسم المحاسبة

كلية الاقتصاد

جامعة دمشق

الملخص

تختبر الدراسة مدى الفائدة من إفصاح التقارير المالية حول صناديق الاستثمار عندما يكون توقيت هذا الإفصاح ربع سنوي أو نصف سنوي أو سنوياً. وإظهار إن كان هناك اختلاف من حيث أهمية الإفصاح وتوقيت صدوره. وقد استخدم الباحث معامل غاما في هذه الدراسة بالتطبيق على ثلاثة صناديق استثمار من سوق مسقط للأوراق المالية خلال عام 2007 آخذاً بالحسبان الشكل القانوني لصناديق الاستثمار سواء كانت ذات نهاية مغلقة أو ذات نهاية مفتوحة. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أنه لا يوجد فرق من حيث أهمية الإفصاح بين الإفصاح ربع السنوي ونصف السنوي والسنوي. وينسب الباحث هذا إلى خمول تداولات صناديق الاستثمار مما يقلل من أهمية المعلومات الصادرة حولها ضمن التقارير المالية؛ لذلك يقترح الباحث تفعيل دور صناديق الاستثمار في سوق مسقط للأوراق المالية من خلال اتباعها استراتيجية نشطة تعطي أهمية أكبر للمعلومات المنشورة ضمن التقارير المالية.

المقدمة:

نُوقِشتِ التأثيرات المحتملة لتواتر محفظة صناديق الاستثمار في العديد من الدراسات الأجنبية وذلك بين المهنيين والمنظمين والأكاديميين. وقد خرجت هذه الدراسات بنتائج تفيد بأن الإفصاح المتكرر يفيد المستثمرين لأنه يعكس شفافية متزايدة عن أداء هذه الصناديق حتى أن لجنة الأوراق المالية والسندات الأمريكية (SEC) زادت معدل الإفصاح في صناديق الاستثمار إلى ربع سنوي بدلاً من نصف سنوي. نظراً إلى المشاكل التي واجهتها هذه الصناديق والتي كان الحل الأمثل لها هو إلزامها بالإفصاح ربعياً بدلاً من ترك هذا الأمر بشكل اختياري كما كان سابقاً. ولكن من جهة أخرى هناك باحثون يرون أن الإكثار من الإفصاح في صناديق الاستثمار يخفض من عوائد المستثمرين ويرجع قيام صناديق الاستثمار بنشاطات مضاربة.

واتطناً من هذه الفكرة قام الباحث بإعداد هذه الدراسة ليختبر أهمية الإفصاح في صناديق الاستثمار في سوق مسقط للأوراق المالية، ولمعرفة مدى اختلاف هذه الأهمية عند إفصاح ربعي وإفصاح نصف سنوي وإفصاح سنوي خلال عام 2007.

مشكلة البحث:

إن أي مستثمر عندما يتابع إفصاحاً بشكل متواتر عن أي نشاط استثماري هل يتولد لديه انطباع إيجابي عن هذا النشاط ويشجعه على الدخول في هذا الاستثمار دون غيره أم لا يشكل فرقاً لديه لأنه مجرد التزام بتطبيق القانون؟

إن هذا التساؤل كان الدافع للباحث لطرح الأسئلة الآتية عن صناديق الاستثمار ويحاول الإجابة عنها من خلال هذه الدراسة الاختبارية على صناديق سوق مسقط للأوراق المالية:

1- هل يتفاعل السوق المالي مع أي معلومة عن صافي القيمة الحالية Net Asset Value والنفقات التي يتحملها الصندوق وأتعاب إدارة الصندوق.

2- وهل توجد أهمية لإفصاح صناديق الاستثمار ربع السنوي أكثر من الإفصاح نصف السنوي؟ وهل الإفصاح نصف السنوي أكثر أهمية من الإفصاح السنوي؟

أهمية البحث:

تأتي أهمية البحث في العوامل الآتية:

1- الندرة الواضحة في الدراسات العربية التي تناولت تواتر الإفصاح في صناديق الاستثمار وعلاقته بكل من صافي قيمة الأصول NAV، والمصروفات العمومية والإدارية، والنقد المتولد عن نشاطات التشغيل، وأرباح تشغيل الوحدة الواحدة.

2- إذا ما نتج من الاختبار الإحصائي وجود علاقة بين المتغيرات السابقة وتواتر الإفصاح فإن البحث سيدعم وجهة نظر التركيز على تقديم إفصاح مستمر ومتواتر، وتحديدًا بالتركيز على المتغيرات السابق ذكرها، ولكن إذا نتج العكس فهذا يعني أن لا وجود لأهمية تذكر للإفصاح المتواتر فيما يتعلق بالمتغيرات السابقة.

3- لهذا البحث أهمية خاصة على مستوى صناديق الاستثمار في سوق مسقط للأوراق المالية يمكن أن يؤدي إلى زيادة ثقة المتعاملين في صناديق الاستثمار من خلال توقيت الإفصاح.

هدف البحث:

هدف البحث إلى:

- 1- معرفة هل الإفصاح ربع السنوي أفضل من الإفصاح نصف السنوي، والإفصاح نصف السنوي أفضل من الإفصاح السنوي في صناديق استثمار سوق مسقط للأوراق المالية.
- 2- اختبار مدى تأثير كل من "صافي قيمة الأصول NAV، والمصروفات العمومية، والإدارية والنقد المتولد عن نشاطات التشغيل وأرباح تشغيل الوحدة الواحدة" على تواتر الإفصاح.

الدراسات السابقة:

يلاحظ الباحث عدم وجود دراسات تتصل بالإفصاح عن صناديق الاستثمار المدرجة في الأسواق المالية العربية ولكن توجد دراسات سابقة حول الإفصاح بشكل عام ودوره وأهميته.

1- ففي دراسة (أبو نصار والزنيبات، 2005) هدف الباحثان إلى التحقق من مدى أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الأردنية للعام 1998 والخاصة بالبيانات الدورية للشركات المساهمة العامة في الأردن وذلك من وجهة نظر المدققين الخارجيين ومعدي البيانات المالية والمستثمرين. وقد استُخدمت أساليب الإحصاء الوصفي فضلاً عن تصميم استبانة وجهت إلى عينة من المدققين ومعدي البيانات والمستثمرين. وتوصل الباحثان إلى إجماع كل من المدققين ومعدي البيانات والمستثمرين على أهمية البنود التي تضمنها تعليمات الإفصاح في خدمة مستخدمي القوائم المالية. كما أظهرت نتائج الدراسة أن تعليمات الإفصاح تساعد في تحسين نوعية المعلومات المنشورة وكميتها.

2- أما دراسة (الفضل، 2001) فقد هدفت إلى التحقق هل حجم الشركة ذو دلالة إحصائية على مستوى الإفصاح الكافي في التقارير المالية الخارجية للشركة ومعرفة هل مستوى الإفصاح الكافي في التقارير المالية الخارجية للشركة يختلف باختلاف نوع النشاط الذي تمارسه. تكونت عينة الدراسة من ثلاث وعشرين شركة صناعية موزعة على قطاعين هما القطاع الخاص

والقطاع المختلط. وتوصل الباحث إلى الدور المهم الذي تؤديه القوائم المالية الأساسية والتمثلة في قائمة المركز المالي؛ وقائمة الدخل في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي مما يعني أن أسعار أسهم الشركات تعدّ محدداً لمستوى الإفصاح في هاتين القامتين اللتين تشكلان الجزء الرئيسي في تقارير حملة الأسهم. وقد أوصى الباحث الشركات عموماً بالابتعاد عن المبالغة في تجميع بنود قائمتي المركز المالي والدخل بالشكل الذي يؤدي إلى خفض المحتوى المعلوماتي لهما.

3- وفي دراسة (WEILI, 2005) عن تواتر الإفصاح في محافظ صناديق الاستثمار المدرجة في سوق نيويورك المالي. اختبر الباحث كلاً من محددات والتأثيرات المحتملة لتكرار الإفصاح عن محفظة صناديق الاستثمار. وذلك بمقارنة الصناديق التي تفصح إفصاحاً ربع سنوي اختياريًا مع الصناديق التي تفصح إجبارياً.

وقد توصل الباحث إلى نتيجة تقول: لا يوجد تماثل في الأهمية بين تكرار الإفصاح وأداء الصندوق المستقبلي ولا سيما فيما يخصّ الصناديق الراجعة والصناديق الخاسرة حيث الصناديق الخاسرة تفصح عن أداء أقل تواتراً من الصناديق الراجعة. والعلاقة بين نسب المبيعات وتواتر إفصاح الصناديق ينسجم مع أثر المعلومات حول هذه المبيعات وتزداد المعلومات بقدر زيادة المعلومات الخاصة بصندوق الاستثمار.

4- ودراسة (HEALY,2006) التي تناولت صناديق الاستثمار في سوق نيويورك للأوراق المالية من وجهة نظر تأثير أهمية ارتباط الإفصاح عن المعلومات مع كفيل أو ضامن صناديق الاستثمار وذلك بالتطبيق على صناديق استثمار بالأسهم.

وتوصل الباحث إلى أنه في صناديق الاستثمار الماهرة (النشطة) Skilled Funds يوجد تأثير للمعلومات بشكل مسيطر في وكيل (ضامن) الاستثمار Guarantee. لذلك يمكن التنبؤ بعلاقة سلبية بين أداء الصندوق وتواتر الإفصاح للصناديق الماهرة. أما فيما يخصّ الصناديق الأقل مهارة فكان وكيل (ضامن) الاستثمار Guarantee هو الذي يسيطر على أداء الصناديق وعلى المعلومات المفصح عنها لذلك يمكن التنبؤ بعلاقة إيجابية بين أداء الصندوق وتواتر الإفصاح للصناديق غير النشطة.

5- وفي دراسة RUCKMAN (2003): مقارنة بين صناديق الاستثمار الكندية وصناديق الاستثمار الأمريكية من جانب التكاليف، وطبقت على 5749 صندوق كندي وعلى 1455 صندوق أمريكي، وتوصلت الدراسة إلى أن حجم التكاليف التي تتحملها الصناديق الكندية أكبر من نظيرتها الأمريكية. والسبب يعود إلى الاختلاف في حجم الصناديق، ففي كندا أصغر حجماً من الصناديق

الأمريكية فضلاً عن درجة المنافسة حيث تكون أكبر في أمريكا عنها في كندا. مما ينعكس على المستثمرين في أمريكا بشكل إيجابي عنهم في كندا.

6- ولتفسير سبب قيام صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة بالبيع بحسم تم الرجوع إلى دراسة (غرولون، غوستافو، وانغ) 2001 : التي تضع عدة فرضيات لبيع سهم الصندوق المغلق بحسم

كالمغلاة في تقدير قيمة صافي أصل الصندوق NAV

بالعودة إلى القوائم المالية لصناديق العينة المدروسة لاحظ الباحثون أن القيم التي تؤثر في قيمة الأصل الصافية NAV هي:

صافي الأصول المنسوبة إلى حملة الوحدات وتساوي [الأصول المالية بالقيمة العادلة + النقد وما يماثل النقد + أرباح مستحقة + إيرادات مستحقة ومدفوعات مقدماً]

يطرح منها

[مبالغ مستحقة لأطراف ذات علاقة + ذمم دائنة].

فعند زيادة أي من بنود إجمالي الأصول سيزداد إجمالي حقوق حملة الوحدات والالتزامات. ومن ثم صافي قيمة الأصل NAV.

وبالمثل عندما تزداد قيمة أي بند من بنود إجمالي الالتزامات سيخفض إجمالي حقوق حملة الوحدات والالتزامات ومن ثم ستخفض صافي قيمة الأصل NAV.

لأن صافي الأصول سيقسم على عدد الوحدات المصدرة وهو ما يمثل صافي قيمة الوحدة NAV .

فروض البحث:

تتمثل فرضية البحث في أنه: لا توجد أهمية لتوقيت الإفصاح فيما يخص كلاً من البنود الآتية: صافي قيمة الأصول NAV، والمصروفات العمومية والإدارية، والنقد المتولد عن نشاطات التشغيل وأرباح تشغيل الوحدة الواحدة.

منهجية البحث وحدوده:

اعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي وذلك من خلال الرجوع إلى الأدبيات والدراسات المحاسبية عن موضوع الإفصاح عموماً وفي صناديق الاستثمار خصوصاً؛ وذلك لتحديد أهم البنود في التقارير المالية التي يركز عليها المستثمر والمهتم بصناديق الاستثمار (وقد كانت تلك البنود: صافي قيمة الأصول NAV، والمصروفات العمومية والإدارية، والنقد المتولد عن نشاطات التشغيل، وأرباح تشغيل الوحدة الواحدة) .

إضافة إلى الرجوع إلى التقارير المالية عن صناديق الاستثمار في سوق مسقط للأوراق المالية عن الأرباع الأربعة لعام 2007 لاستخلاص تلك البنود وربطها مع توقيت الإفصاح بالاعتماد على معامل التوافق (معامل غاما) الذي يستخدم لقياس شدة العلاقة بين ظواهر كمية وظواهر وصفية. وقد اكتفى الباحث بثلاثة صناديق استثمار من سوق مسقط للأوراق المالية (وهي: صندوق مسقط وهو ذو نهاية مفتوحة، صندوق مجان وهو ذو نهاية مغلقة، صندوق مزون الأول وهو ذو نهاية مغلقة) نظراً إلى قدمها في السوق فضلاً عن حرص الباحث على أن يكون هذان الاثنان من الصناديق ذات نهاية مغلقة وصندوق ذو نهاية مفتوحة لمعرفة هل الشكل القانوني لهذه الصناديق يؤثر في توقيت الإفصاح فضلاً عن أن الصناديق ذات النهاية المغلقة تُدرج في السوق المالي ويتم بيع وحداتها من خلاله، وليس مباشرة كما هي الحال في الصناديق ذات النهاية المفتوحة. من الدراسات السابقة يحدد الباحث أهم البنود في الإفصاح عن نشاطات صناديق الاستثمار وهي: صافي قيمة الأصل NAV - المصروفات العمومية والإدارية - النقد المتولد عن نشاطات التشغيل - أرباح التشغيل للوحدة الواحدة. ويتتبع الباحث قيم هذه البنود ربعياً ونصف سنوي وسنوياً خلال العام 2007 لدراسة أهمية اختلاف قيمها خلال المدد المذكورة. وقسم الباحث دراسته إلى قسمين: القسم النظري يبين فيه أهم معايير المحاسبة الدولية التي تناولت الإفصاح، وأهم البنود التي يجب الإفصاح عنها في صناديق الاستثمار أما القسم الثاني فيتضمن الدراسة التطبيقية للإفصاح عن نشاطات ثلاثة صناديق استثمار في سوق مسقط للأوراق المالية.

الجزء النظري:

أولاً - أهم معايير المحاسبة التي تناولت الإفصاح:

المعيار الدولي رقم (32) الإفصاح والعرض

نتج عن الطبيعة الديناميكية للأسواق المالية العالمية استعمال مجموعة متنوعة من الأدوات المالية على نطاق واسع، تتراوح بين الأدوات الرئيسية التقليدية مثل السندات ومختلف أشكال الأدوات المشتقة مثل تبادلات سعر الفائدة.

إن الهدف من هذا المعيار هو زيادة فهم مستخدمي القوائم المالية لأهمية الأدوات المالية ضمن الميزانية العمومية وخارج الميزانية العمومية فيما يخص المركز المالي للمنشأة وأدائها وتدفقاتها النقدية.

يبين هذا المعيار متطلبات معينة لعرض الأدوات المالية في الميزانية العمومية ويحدد المعلومات التي يجب الإفصاح عنها حول الأدوات المالية داخل الميزانية (المعترف بها) والأدوات المالية خارج الميزانية (غير المعترف بها).

تتناول معايير العرض تصنيف الأدوات المالية إلى التزامات وحقوق مالكين، وتصنيف ما يتعلق بها من فائدة وأرباح أسهم وخسائر ومكاسب. والظروف التي يجب فيها إجراء مقاصة بين الأصول المالية والالتزامات المالية، وتتناول معايير الإفصاح المعلومات المتعلقة بالعوامل التي تؤثر في مبلغ وتوقيت ومدى التأكد من التدفقات النقدية المستقبلية للمنشأة فيما يتعلق بالأدوات المالية والسياسات المحاسبية المطبقة على الأدوات. فضلاً عن ذلك يشجع المعيار الإفصاح عن المعلومات الخاصة بطبيعة استخدام المنشأة للأدوات المالية ونطاقه وأغراض العمل التي تخدمها، والمخاطر المتعلقة بها وسياسات الإدارة الخاصة بالرقابة على هذه المخاطر.

تستخدم المصطلحات الآتية في هذا المعيار وفقاً للمعاني المحددة لها:

- * الأداة المالية: هي كل ما يحدث أصلاً مالياً لمنشأة والتزاماً مالياً أو أداة ملكية لمنشأة أخرى.
 - * الأصل المالي: هو أي أصل يكون عبارة عن: أ- نقدية. ب- حق تعاقدى لاستلام نقد أو أصل مالي آخر من منشأة أخرى. ج- حق تعاقدى لتبادل الأدوات المالية مع منشأة أخرى بموجب شروط من المحتمل أن تكون إيجابية. د- أداة حقوق ملكية لمنشأة أخرى.
 - * الالتزام المالي: هو أي مطلوب يكون عبارة عن التزام تعاقدى لغرض: أ- تسليم نقدية أو أصل مالي آخر لمنشأة أخرى. ب- أو تبادل الأدوات المالية مع منشأة أخرى بموجب شروط من المحتمل أنها غير إيجابية.
 - * أداة حقوق الملكية: هي أي عقد يبين الحصة المتبقية في أصول منشأة بعد خصم جميع التزاماتها.
 - * الأصول المالية والالتزامات المالية النقدية: هي أصول والتزامات مالية سيتم استلامها أو دفعها بمبالغ من النقود ثابتة أو قابلة للتحديد.
 - إن التزام المنشأة بإصدار أدوات حقوق الملكية الخاصة بها أو تسليمها، مثل خيار أو حق شراء أسهم هو بحد ذاته أداة حق ملكية وليس التزاماً مالياً، لأن المنشأة ليست ملزمة بتسليم النقد أو أصل مالي آخر. وبالمثل فإن التكلفة التي تتحملها منشأة لشراء حق إعادة امتلاك أدوات حقوق الملكية العائدة لها من طرف آخر هو اقتطاع من حقوق الملكية العائدة لها وليس أصلاً مالياً.
- المعيار الدولي (34) التقارير المالية المرحلية:
- يعرف هذا المعيار التقرير المالي المرحلي بأنه: تقرير مالي يحتوي إما على مجموعة كاملة أو مختصرة من البيانات المالية لفترة أقل من السنة المالية الكاملة للمنشأة.

يحدد هذا المعيار الحد الأدنى لمحتوى التقرير المالي المرحلي، وهو ميزانية عمومية مختصرة وبيان دخل مختصر، وبيان تدفق نقدي مختصر، وبيان للتغيرات في حقوق المساهمين مختصر، وإيضاحات مختارة.

يجب على المنشأة تطبيق السياسات المحاسبية نفسها في تقريرها المالي المرحلي كما هي مطبقة في بياناتها المالية السنوية ما عدا التغيرات في السياسة المحاسبية التي تمت بعد تاريخ أحدث. البيانات المالية التي يجب أن تظهر في البيانات المالية السنوية التالية، ويجب ألا يؤثر عدد مرات تقديم تقارير المنشأة - سنوي أو نصف سنوي أو فصلي - في قياس نتائجها السنوية.

الهدف من هذا المعيار بيان الحد الأدنى من محتوى التقرير المالي المرحلي وبيان مبادئ الاعتراف والقياس في البيانات المالية الكاملة أو المختصرة لفترة مرحلية.

إن تقديم التقارير المالية المرحلية الموثوق بها يحسن من قدرة المستثمرين والدائنين والجهات الأخرى على إدراك قدرة المنشأة على تحقيق الأرباح والتدفقات النقدية ومركزها المالي وسيولتها.

ثانياً - أهم البنود التي يجب الإفصاح عنها في صناديق الاستثمار:

تعدُّ هذه البنود التي يتم الإفصاح عنها في صناديق الاستثمار مهمة لأنها تعبر بمجموعها عن صدق القوائم المالية وعدالتها دونما الإخلال بالمبادئ المحاسبية المقبولة عموماً كمقياس أساسي لسلامة القياس والإفصاح المحاسبي:

1- تقويم الأوراق المالية: تقوم محفظة الأوراق المالية بالقيمة السوقية لها في تاريخ الميزانية. على أن يجنب 50% على الأقل من صافي الزيادة في القيمة السوقية كاحتياطي رأسمالي. أما إذا قومت الاستثمارات بالتكلفة أو السوق أيهما أقل، أو أفصح عنها بالميزانية بالتكلفة يتم الإفصاح أيضاً عن سعر السوق، ويمكن عمل مخصص هبوط أسعار أوراق مالية (متداولة) في حالة زيادة الكلفة عن سعر السوق. (شحاتة - علي، ص 90-93، 2004)

3- تصدر وثائق الاستثمار بالقيمة الاسمية بعد طرحها للاكتتاب العام وإذا تم الإصدار بعد ذلك تتحدد قيمة الوثيقة على أساس صافي قيمة أصول الصندوق في نهاية آخر يوم عمل مصرفي من الأسبوع السابق (وذلك حسب لائحة صناديق الاستثمار الصادرة عن الهيئة العامة في سلطنة عُمان).

4- تتحدد القيمة الاستردادية لوثائق الاستثمار بنصيبها في صافي أصول الصندوق في نهاية آخر يوم عمل مصرفي من الأسبوع السابق على تقديم الوثيقة للاسترداد. (شحاتة - علي، ص 90-

93، 2004)

5-المصرفوات العمومية والإدارية: وتستحوذ أتعاب مدير الاستثمار على الجانب الأكبر منها، بل قد تمثل أعلى أرقام بنود المصرفوات على الإطلاق ويتم الإفصاح عن تفاصيلها في الإيضاحات المرفقة بالقوائم المالية لصندوق الاستثمار. (عطية، ص33، 2003)

6- النقد المتولد من نشاطات التشغيل، ويتم الإفصاح عنه في قائمة التدفقات النقدية لصندوق الاستثمار. ويشمل المتحصلات النقدية على شكل فوائد مدفوعة أو أرباح بيع أصول ثابتة. (عطية، ص34، 2003)

7- أرباح تشغيل الوحدة الواحدة، ويتم الإفصاح عنها في قائمة الدخل وتعتبر عن نتيجة النشاط الرئيسي للصندوق المتمثل في عوائد الاستثمارات المالية والمكاسب الرأسمالية الناتجة من بيع تلك الاستثمارات فضلاً عن الأرباح غير المحققة الناتجة عن الزيادة في القيمة السوقية للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، كما تنتج أرباح تشغيل الوحدة الواحدة من مصادر أخرى بخلاف النشاط الرئيسي للصندوق كالفوائد الدائنة ومكاسب فروق العملة الأجنبية، وأي إيرادات غير عادية أخرى. (عطية، ص35، 2003).

الجزء التطبيقي

الإفصاح عن نشاطات ثلاثة صناديق استثمار في سوق مسقط للأوراق المالية:

درس الباحث أهمية تواتر الإفصاح (ربع سنوي، نصف سنوي، سنوي) خلال العام 2007 عن نشاطات صناديق الاستثمار التالية والمدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية:

الجدول رقم (1) يتضمن صناديق الاستثمار عينة الدراسة¹

| اسم صندوق الاستثمار | شكله القانوني |
|---------------------|-----------------|
| صندوق مسقط | ذو نهاية مفتوحة |
| صندوق مجان | ذو نهاية مغلقة |
| صندوق مزون الأول | ذو نهاية مغلقة |

¹ - الجدول رقم (1) من إعداد الباحث بالاعتماد على تصنيف صناديق الاستثمار في سوق مسقط للأوراق المالية على الموقع: <http://www.msm.gov.om>

علماً أن هناك فرقاً بين صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة وذات النهاية المغلقة: فالصناديق ذات النهاية المفتوحة تتميز بأن عدد الوثائق التي تحتويها محفظتها غير ثابت وغير محدد وهذه الصناديق جاهزة لرد قيمة وثائق الاستثمار نقداً وعند الطلب ولا يجوز تداول وثائق الاستثمار التي تصدرها هذه الصناديق في سوق الأوراق المالية وإنما يتم الشراء والاسترداد عن طريق وكلاء توزيع وثائق الصناديق. (قاسم، ص45، 1995)

أما الصناديق ذات النهاية المغلقة فلا علاقة لها بالمدخر بعد أن يشتري منها الوثيقة إذا أراد بيعها، عليه التوجه إلى شركة سمسة قام ببيع الوثيقة له في سوق الأوراق المالية لأن صندوق الاستثمار المغلق محدد بعمر وهدف وعدد معين من الأسهم التي يمكن تداولها في السوق المالي حسب السعر السائد في السوق. (قاسم، ص45، 1995).

استخدم الباحث معامل التوافق غاما الذي يربط بين ظاهرة كمية وظاهرة وصفية من خلال نتيجة درجة العلاقة الآتية

$$T = \sqrt{\frac{G-1}{G}}$$

ويُقصد بالظاهرة الكمية هي التي يمكن قياسها وإعطائها ترتيباً معيناً. أما الظاهرة الوصفية فهي التي لا يمكن قياسها كمياً وإنما توصف وصفاً معيناً يناسبها، كظاهرة التدخين لدى الأشخاص لأنه يتم تصنيفهم بين مدخن وغير مدخن. وظاهرة المرض؛ (مريض وغير مريض). والحالة التعليمية (أمي، يقرأ ويكتب، ابتدائية ..). (الرفاعي، ص63، 2006).

وقد طبق الباحث معامل غاما على عينة الصناديق المدروسة لأن الإفصاح كظاهرة وصفية (إفصاح ربعي، نصف سنوي، سنوي) في صناديق استثمار تفصح بشكل أكبر من صناديق استثمار أخرى. وتأثيره في (صافي قيمة الأصل NAV - المصروفات العمومية والإدارية - النقد المتولد عن نشاطات التشغيل - أرباح التشغيل للوحدة الواحدة) كظواهر كمية.

ويُحكّم على مدى فعالية الإفصاح باستخدام معامل غاما حسب ما يأتي:

كلما اقتربت القيمة من الصفر دل ذلك على ضعف العلاقة بين الظاهرتين، وكلما اقتربت القيمة من الواحد الصحيح دل ذلك على شدة العلاقة الارتباطية بين الظاهرتين، أما الإشارات الجبرية (+) (-) فهي للدلالة على اتجاه العلاقة (طردية أو عكسية). (الرفاعي، ص26، 2006).

أولاً الإفصاح نصف سنوي - سنوي

1- في صندوق مسقط

الجدول رقم (2) يتضمن البنود المطبق عليها اختبار الإفصاح¹

| تواتر الإفصاح | NAV | مصروفات عمومية وإدارية | نقد متولد من نشاطات التشغيل | أرباح تشغيل الوحدة الواحدة | مجموع |
|---------------|-------|------------------------|-----------------------------|----------------------------|--------|
| نصف سنوي | 1.462 | 0.0035 | 0.0785 | 0.209 | 1.753 |
| سنوي | 2.039 | 0.0051 | 0.0524 | 0.100 | 2.1965 |
| مجموع | 3.501 | 0.0086 | 0.1309 | 0.309 | 3.9495 |

بتطبيق قانون غاما

$$G = \frac{(1.462)^2}{(1.753)(3.501)} + \frac{(0.0035)^2}{(1.753)(0.0086)} + \frac{(0.0785)^2}{(1.753)(0.1309)} + \frac{(0.209)^2}{(1.753)(0.309)} + \frac{(2.039)^2}{(2.1965)(3.501)} + \frac{(0.0051)^2}{(2.1965)(0.0086)}$$

$$G = 1.0329$$

$$T = 0.171487$$

العلاقة بين الإفصاح نصف السنوي والسنوي وكل من البنود السابقة (صافي قيمة الأصل NAV - المصروفات العمومية والإدارية - النقد المتولد عن نشاطات التشغيل - أرباح التشغيل للوحدة الواحدة) ضعيفة.

إذاً في هذا الصندوق ولهذه المدة الزمنية لا تأثير لتواتر الإفصاح في البنود السابقة كلها. وهذا ما يثبت فرضية البحث.

2- في صندوق مجان:

الجدول رقم (3) يتضمن البنود المطبق عليها اختبار الإفصاح²

| تواتر الإفصاح | NAV | مصروفات عمومية وإدارية | نقد متولد من نشاطات التشغيل | أرباح تشغيل الوحدة الواحدة | مجموع |
|---------------|-------|------------------------|-----------------------------|----------------------------|--------|
| نصف سنوي | 1.434 | 0.030 | 0.1425 | 0.143 | 1.7495 |
| سنوي | 1.849 | 0.0452 | 0.0651 | 0.549 | 2.5083 |
| مجموع | 3.283 | 0.0752 | 0.2076 | 0.692 | 4.2578 |

$$G = 1.09869$$

$$T = 0.299$$

العلاقة بين الإفصاح نصف السنوي والسنوي وكل من البنود السابقة (صافي قيمة الأصل NAV - المصروفات العمومية والإدارية - النقد المتولد عن نشاطات التشغيل - أرباح التشغيل للوحدة الواحدة) ضعيفة.

إذن في هذا الصندوق ولهذه الفترة الزمنية لا تأثير لتواتر الإفصاح على كل البنود السابقة.

¹ - الجدول رقم (2) من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية لصندوق الاستثمار عن عام 2007 نصف سنوي وسنوي.

² - الجدول رقم (3) من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية لصندوق الاستثمار عن عام 2007 نصف سنوي وسنوي.

وهذا ما يثبت فرضية البحث.

3- في صندوق مزون الأول:

¹الجدول رقم (4) يتضمن البنود المطبق عليها اختبار الإفصاح

| تواتر الإفصاح | NAV | مصروفات عمومية وإدارية | نقد متولد من نشاطات التشغيل | أرباح تشغيل الوحدة الواحدة | مجموع |
|---------------|-------|------------------------|-----------------------------|----------------------------|-------|
| نصف سنوي | 1.275 | 0.011 | 0.082 | 0.154 | 1.522 |
| سنوي | 1.758 | 0.034 | 0.128 | 0.609 | 2.529 |
| مجموع | 3.033 | 0.045 | 0.210 | 0.763 | 4.051 |

G= 1.031

T= 0.173

العلاقة بين الإفصاح نصف السنوي والسنوي وكل من البنود السابقة (صافي قيمة الأصل NAV - المصروفات العمومية والإدارية - النقد المتولد عن نشاطات التشغيل - أرباح التشغيل للوحدة الواحدة) ضعيفة.

في هذا الصندوق ولهذه المدة الزمنية لا تأثير لتواتر الإفصاح في البنود السابقة كلها.

وهذا ما يثبت فرضية البحث.

ثانياً - الإفصاح ربع سنوي - نصف سنوي:

1- في صندوق مسقط:

²الجدول رقم (5) يتضمن البنود المطبق عليها اختبار الإفصاح

| تواتر الإفصاح | NAV | مصروفات عمومية وإدارية | نقد متولد من نشاطات التشغيل | أرباح تشغيل الوحدة الواحدة | مجموع |
|---------------|-------|------------------------|-----------------------------|----------------------------|--------|
| ربع سنوي | 1.287 | 0.0034 | 0.048 | 0.100 | 1.4384 |
| نصف سنوي | 1.275 | 0.011 | 0.082 | 0.154 | 1.522 |
| مجموع | 2.562 | 0.0144 | 0.13 | 0.254 | 2.9604 |

G= 0.994

T= 0.076

العلاقة بين الإفصاح ربع السنوي ونصف سنوي وكل من البنود السابقة:

(صافي قيمة الأصل NAV - المصروفات العمومية والإدارية - النقد المتولد عن نشاطات التشغيل - أرباح التشغيل للوحدة الواحدة) ضعيفة.

في هذا الصندوق ولهذه المدة الزمنية لا تأثير لتواتر الإفصاح في البنود السابقة كلها.

¹ - الجدول رقم (4) من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية لصندوق الاستثمار عن عام 2007 نصف سنوي وسنوي.

² - الجدول رقم (5) من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية لصندوق الاستثمار عن عام 2007 نصف سنوي وسنوي.

وهذا ما يثبت فرضية البحث.

2- في صندوق مجان:

¹الجدول رقم (6) يتضمن البنود المطبق عليها اختبار الإفصاح

| تواتر الإفصاح | NAV | مصروفات عمومية وإدارية | نقد متولد من نشاطات التشغيل | أرباح تشغيل الوحدة | مجموع |
|---------------|-------|------------------------|-----------------------------|--------------------|--------|
| ربع سنوي | 1.317 | 0.010 | 0.046 | 0.056 | 1.429 |
| نصف سنوي | 1.434 | 0.030 | 0.1425 | 0.143 | 1.7495 |
| مجموع | 2.751 | 0.04 | 0.1885 | 0.199 | 3.1785 |

$$G = 1.022$$

$$T = 0.147$$

العلاقة بين الإفصاح ربع السنوي ونصف سنوي وكل من البنود السابقة (صافي قيمة الأصل NAV - المصروفات العمومية والإدارية - النقد المتولد عن نشاطات التشغيل - أرباح التشغيل للوحدة الواحدة) ضعيفة.

في هذا الصندوق ولهذه الفترة الزمنية لا تأثير لتواتر الإفصاح في البنود السابقة كلها. وهذا ما يثبت فرضية البحث.

3- في صندوق مزون الأول:

²الجدول رقم (7) يتضمن البنود المطبق عليها اختبار الإفصاح

| تواتر الإفصاح | NAV | مصروفات عمومية وإدارية | نقد متولد من نشاطات التشغيل | أرباح تشغيل الوحدة | مجموع |
|---------------|-------|------------------------|-----------------------------|--------------------|-------|
| ربع سنوي | 1.168 | 0.007 | 0.038 | 0.050 | 1.263 |
| نصف سنوي | 1.275 | 0.011 | 0.082 | 0.154 | 1.522 |
| مجموع | 2.443 | 0.018 | 0.12 | 0.204 | 2.785 |

$$G = 1.103$$

$$T = 0.305$$

العلاقة بين الإفصاح ربع السنوي ونصف سنوي وكل من البنود السابقة (صافي قيمة الأصل NAV - المصروفات العمومية والإدارية - النقد المتولد عن نشاطات التشغيل - أرباح التشغيل للوحدة الواحدة) ضعيفة.

في هذا الصندوق ولهذه المدة الزمنية لا تأثير لتواتر الإفصاح في البنود السابقة كلها. وهذا ما يثبت فرضية البحث.

¹ - الجدول رقم (6) من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية لصندوق الاستثمار عن عام 2007 نصف سنوي وسنوي.

² - الجدول رقم (7) من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية لصندوق الاستثمار عن عام 2007 نصف سنوي وسنوي.

النتائج والتوصيات:

من الدراسة السابقة توصل الباحث إلى نتيجة تقول: لا يوجد فرق بين الإفصاح ربع السنوي والإفصاح نصف السنوي والإفصاح السنوي في صناديق الاستثمار في سوق مسقط للأوراق المالية وذلك فيما يخص البنود الآتية: صافي قيمة الأصل NAV - المصروفات العمومية والإدارية - النقد المتولد عن نشاطات التشغيل - أرباح التشغيل للوحدة الواحدة. فإذا ما تم الإفصاح عن مبالغ كل من صافي قيمة الأصل NAV - المصروفات العمومية والإدارية - والنقد المتولد عن نشاطات التشغيل - وأرباح التشغيل للوحدة الواحدة. فلن يشكل هذا فرقاً إذا كان بشكل ربع سنوي أو نصف سنوي أو سنوي.

لذلك يرجح الباحث تقييد صناديق الاستثمار بالإفصاح الربعي فقط تطبيقاً للقانون وليس لفائدة متوقع الحصول عليها. وهذا ما يجعل الإفصاح عبئاً على صناديق الاستثمار إذا مظهر غير مطابق لضرورته لعدم الاستفادة منه في سوق الأوراق المالية.

وهذا ما دفع الباحث إلى التأكد من هذا الاستنتاج من خلال موقع سوق مسقط للأوراق المالية /القسم الخاص بصناديق الاستثمار. حيث لاحظ أنه في عام 2007 كانت الشهور الآتية: حزيران - آب - أيلول. خالية من أي تداولات لوثائق الاستثمار الخاصة بالصناديق المذكورة في السوق المالي مما يعني عدم نشاط هذه الصناديق وعدم تأثيرها وفعاليتها في السوق، ومن ثمّ عدم تأثير أي معلومة تنشر عنها. وهذا ما يثبت فرضية البحث.

لذلك يوصي الباحث بضرورة الاستفادة من القوانين الموجودة وليس مجرد تطبيق حرفي دون الاستفادة منها وضرورة ذكر أهم البنود الأكثر أهمية من غيرها في نشاط صناديق الاستثمار وذلك لضرورة التأكد والتركيز عليها. ومن ثمّ يقترح الباحث تعديل المادة 77 من لائحة صناديق الاستثمار الصادرة عن الهيئة العامة لسوق مسقط للأوراق المالية بخصوص التقارير المالية المعلنة عن صناديق الاستثمار بشكل ربع سنوي ليصبح نشر هذه التقارير بشكل نصف سنوي أو سنوياً لاسيما أنه ثبت عدم جدوى تكرار نشر التقارير ربعياً لعدم وجود تداولات نشيطة على وحدات الصناديق، فلا يشكل هذا فرقاً في المعلومة وتأثيرها في المستثمر.

كما يوصي الباحث بضرورة الاستفادة من تجربة سوق مسقط للأوراق المالية فيما يتعلق بالقوانين المتعلقة بالإفصاح في صناديق الاستثمار، وتوخي الدقة فيما يتعلق بالقوانين الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية فيما يختص بصناديق الاستثمار كي لا يكون مجرد تطبيق القانون عبئاً على عمل الصناديق ولاسيما إن لم تكن نشطة.

المراجع

أولاً - الكتب باللغة العربية:

1. الرفاعي عبد الهادي. 2006 - الارتباط والسلاسل الزمنية، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، ص26
2. المعايير المحاسبية الدولية، ص638
3. عطية أحمد صلاح. 2003 - مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص33-35.
4. علي عبد الوهاب نصر - شحاتة شحاتة السيد. 2004 - مراجعة الحسابات في بيئة الخصخصة وأسواق المال والتجارة الالكترونية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص90-93.
5. لائحة صناديق الاستثمار الصادرة عن الهيئة العامة في سلطنة عُمان، 2004.
6. التقارير المالية لصناديق الاستثمار (مجان - مسقط - مزون الأول) ربع السنوية ونصف السنوية والسنوية لعام 2007.

ثانياً - دراسات وبحوث باللغة العربية:

1. أبو نصار محمد حسين - الذنبيات علي عبد القادر. 2005، أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية ومدى كفايتها في تلبية احتياجات مستخدمي البيانات المالية، مجلة العلوم الإدارية، العدد 1، ص115.
2. الفضل مؤيد محمد، العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وكل من حجم الشركة وأسعار أسهمها في السوق المالية ونوع نشاطها/ دراسة ميدانية في العراق. 2001، مجلة الإداري، العدد 84، آذار، ص87.

ثالثاً - دراسات وبحوث باللغة الأجنبية:

- 1- Grullon, Gustavo, and Albert Wang. 2001. "Closed-End Fund Discounts with Informed Ownership Differential." Journal of Financial Intermediation, vol. 10, no. 2 (April):171-205.
- 2- Healy, Paul M. and Krishna G. Palepu, 2001. **Information Asymmetry, Corporate Disclosure and The Capital Markets: A Review of the Principal Disclosure Literature**, Journal of Accounting and Economics 31, P405-440.
- 3- Karen Ruckman. 2003, **Expense Ratios of North American Mutual Funds**, Canadian Journal Economics, Vol 36, No1 February P60-69.
- 4- Weili Ge- Lu Zheng. 2005, **On The Industry Concentration of Acyivity Managed Equity Mutual Funds** . Journal of finance, forthcoming, P55-60.

تاريخ ورود البحث إلى مجلة جامعة دمشق 2009/1/22.