

صناديق الاستثمار الأخلاقية كآلية لتنشيط الأسواق المالية النامية

أ. قمان مصطفى، المدرسة العليا للتجارة
أ. سالم ياسين، جامعة المسيلة

الملخص

تهدف هذا الورقة إلى اقتراح آلية يمكن من خلالها تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية بصفة عامة وتفعيل دورها في تنمية الادخار بصفة خاصة، وهي صناديق الاستثمار الأخلاقية أو المسؤولية اجتماعيا، وذلك عن طريق تشجيع المستثمرين لوجود الإدارة المحترفة والتنوع الكفاء وتوفير قدر من المرونة في حرية تحويل استثماراتهم، بالإضافة إلى رغبات المستثمرين في تمويل الأنشطة التي لها آثار إيجابية على المجتمع والمتوافقة مع اعتقاداتهم. حيث قامت عدة أسواق مالية ناشئة ومتطورة بتلبية رغبات المستثمرين الأخلاقيين، مما زاد في حجم الأصول المدارة داخل هذه الأسواق. وخلصت الورقة إلى وجوب التفكير في صناديق استثمار متخصصة لتلبية رغبات جميع الشرائح خاصة المستثمرون الأخلاقيون.

الكلمات المفتاحية: صناديق الاستثمار الأخلاقية، صناديق الاستثمار الإسلامية، المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات، الأسواق المالية.

Abstract

The aim of this paper is to propose a mechanism by which to develop the stock market and activate its role in the development of savings, by the ethical funds or socially responsible funds, and by encouraging investors to the presence professional management and diversification efficient and provide a degree of flexibility in the free transfer of investments, in addition to the wishes of investors in the financing of activities which have a positive impact on society and compatible with their beliefs. Several emerging financial markets and developed to meet the the wishes of of investors ethicists, which has increased in the volume of assets under management within these markets. The paper concluded the necessity of thinking in

specialized investment funds to meet the wishes of all the slides private investors moralists.

Keywords : Ethical Funds, Socially Responsible Investment, Corporate Social Responsibility

مقدمة

ينجم عن انفصال الاقتصاد عن الأخلاق والقيم الإنسانية مشاكل اقتصادية عديدة كون الإنسان هو المحرك الأساسي للاقتصاد، لذلك يعتبر دور المؤسسة الاقتصادية في التقريب بين هدفين بيدوان متناقضين هما تحقيق الربح وترسيخ الأخلاق ذو أهمية وصعوبة بالغتين، لأن أخلقة الاقتصاد أصبحت ضرورة حتمية لمحاصرة الترددي الذي يعرفه عالم الأعمال. ومن بين أهم الأدوات المالية التي سوقت المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات هي صناديق الاستثمار الأخلاقية أو صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا على مستوى الأسواق المالية وذلك بنهافت المستثمرين على المنتجات المالية التي توافق بين المسؤولية الاجتماعية والبيئية للاستثمار مع الأداء المقبول.

حيث يتمثل السؤال الجوهرى لهذه الورقة في:

إلى أي مدى يمكن الاعتماد على صناديق الاستثمار الأخلاقية- المسؤولة اجتماعيا- في تنشيط الأسواق المالية؟

وانطلاقا من هذا السؤال يمكن وضع الأسئلة الفرعية الآتية:

- ما هي أسباب ظهور صناديق الاستثمار الأخلاقية- المسؤولة اجتماعيا- ؟
- هل يمكن لصناديق الاستثمار الأخلاقية أن تساهم في تنشيط الأسواق المالية؟
- ما هي أبرز التجارب الدولية الرائدة في استغلال صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا كآلية لتنشيط السوق المالي؟
- للإجابة عن هذه التساؤلات تفرض هذه الورقة مبدئيا أنه:
- يمكن أن يكون السلوك غير الأخلاقي لاستثمارات الصناديق التقليدية، السبب الرئيسي في ظهور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا.
- تعتبر صناديق الاستثمار الأخلاقية طريق مختصر لتنشيط السوق المالي، ذلك بتحفيز المستثمرين.

- يمكن للأسواق النامية الاستفادة من بعض التجارب الدولية الرائدة، في استغلال صناديق الاستثمار الأخلاقية كآلية لتنشيط السوق المالي.

أهداف الدراسة

- وضع إطار نظري لمفهوم صناديق الاستثمار الأخلاقية - المسؤولية اجتماعيا-، بالإضافة إلى أهميتها.

- التعرف على دور صناديق الاستثمار الأخلاقية في الأسواق المالية.

أهمية الدراسة

تكتسي هذه الدراسة أهمية كبيرة كونها تعالج جانب أساسي في حلقة النشاط الاقتصادي، إذ تعتبر السوق المالي حلقة الربط بين سوق الاستثمار وسوق التمويل-القيام بتعبئة المدخرات-، حيث تناقش الدراسة سبل تنشيط السوق المالي وفق صناديق الاستثمار الأخلاقية؛ كونها تحفز العديد من المستثمرين للدخول إلى السوق المالي، وتتميز بخصائص تحمل أبعادا أخلاقية، تتحمل من خلالها عبئ مسؤولية الحفاظ على مصلحة المجتمع.

حدود الدراسة

تم التطرق للإطار النظري المتعلق بصناديق الاستثمار المسؤولية اجتماعيا، ودورها وآليات عملها في السوق المالي، عن طريق دراسة مكتبية قمنا بها، معتمدين بدرجة أولى على أحدث المراجع والتي تم التحصل عليها من مصادر مختلفة.

أما فيما يخص دراسة الحالة فقد شملت تجارب بعض الدول من خلال جمع البيانات حولها وعرضها وتحليلها واستنباط أهم النتائج من خلالها.

منهج الدراسة

نظرا لطبيعة الدراسة ومن أجل الإجابة عن الأسئلة المطروحة واختبار الفرضيات، اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي حتى يتسنى لنا فهم الموضوع محل الدراسة، واستخراج العناصر التي يمكن إسقاطها على الدراسة ممثلة في دراسة تجارب بعض الدول.

هيكلية الدراسة

انطلاقا من أهداف هذا البحث قمنا بتقسيمه إلى ثلاثة محاور:

- الإطار النظري لصناديق الاستثمار الأخلاقية -المسؤولية اجتماعيا-
- دور صناديق الاستثمار الأخلاقية والإسلامية في تنشيط الأسواق المالية.
- صناديق الاستثمار الأخلاقية والإسلامية تجارب دولية، الولايات المتحدة الأمريكية، الدول الأوروبية، الدول العربية...

1 . الإطار النظري لصناديق الاستثمار الأخلاقية

إحدى القواعد الأساسية في الاستثمار أن لا تضع كل أموالك في استثمار واحد، حيث يستطيع المستثمر أن يخفض من درجة المخاطرة عند تنويع استثمارات، ومنه ظهرت فكرة صناديق الاستثمار¹. لذلك، من بين أهم الأدوات المالية التي سوتت المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات هي صناديق الاستثمار الأخلاقية أو صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا على مستوى الأسواق المالية وذلك بتهافت المستثمرين على المنتجات المالية التي توافق بين المسؤولية الاجتماعية والبيئية للاستثمار مع الأداء المقبول، حيث يشمل هذه المحور مفاهيم عامة حول صناديق الاستثمار التقليدية وصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا بالإضافة إلى وكالات التنقيط المجتمعي ومقابلهما في الجانب الإسلامي.

1.1. صناديق الاستثمار التقليدية

تعود نشأة صناديق الاستثمار إلى النصف الثاني من القرن التاسع عشر، حيث انتقل هذا المفهوم بعد ظهوره في بريطانيا سنة 1860م، إلى الولايات المتحدة التي برزت فيها فنون هاته الصناعة، وكان عدد هذه الصناديق سنة 1921م أكثر من أربعين صندوقاً تتضمن عدة ملايين من الدولارات، ليرتفع هذا الحجم لقيم مضاعفة فقدرت أصول الصناديق الاستثمارية سنة 1980م نحو 180 مليار دولار في الولايات المتحدة، و1.6 تريليون دولار سنة 1992م².

تختلف مفاهيم الصندوق الاستثماري حسب الجهة المصدرة له وحسب الهدف من إنشائه، ومنه يعرف صندوق الاستثمار بأنه: "وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية ووفقاً لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم ودرجة تقبلهم للخطر"³ أو هو "مؤسسة مالية في شكل شركة مساهمة أو وحدة تنظيمية مستقلة محاسبيا وماليا عن المؤسسة التي تنشئه. ويتولى الصندوق مهمة تجميع المدخرات من الجمهور

بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة، ثم يعهد بها إلى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار بغرض توظيف تلك المدخرات مع رأس مال الصندوق في الأوراق المالية أساسا ومجالات الاستثمار الأخرى لصالح المدخرين والمستثمرين معا.⁴

مع ارتفاع معدلات الفقر بسبب التوزيع غير العادل للثروة، وظهور العديد من المشاكل البيئية نتيجة الاستهلاك الغير عقلائي لموارد الطبيعة، ظهرت العديد من الأفكار التي تنادي بضرورة إعادة النظر في المبادئ التي تحكم الاستثمارات وذلك بأخذ الجانب الاجتماعي والبيئي بعين الاعتبار، والتوجه نحو أخلقة الأعمال وفتح المجال لمؤسسات مسؤولة اجتماعيا.

2.1. صناديق الاستثمار الأخلاقية

من بين أنواع صناديق الاستثمار الأكثر دراسة في الآونة الأخيرة في البلدان المتطورة هي صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا أو الأخلاقية، حيث يمكن تقديم صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا من خلال النقاط الآتية:

1.2.1. المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات والاستثمار المسؤول

مع تزايد الضغوط الاجتماعية والبيئية من جهة وتعكر مناخ الاستثمار من جهة أخرى، ظهر توجه جديد يحكم سير الاستثمارات ويرسم حدود استغلالها، فبعدما كانت دراسة جدوى الاستثمارات تخضع لقيود الربحية وتعظيمها قدر الإمكان، أصبحت الشركات تأخذ على عاتقها مسؤولية تجاه المجتمع والبيئة مع الحفاظ على هوامش الربحية. فالمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات هي "تصرف المؤسسات على نحو يتسم بالمساءلة، ليس فقط أمام أصحاب حقوق الملكية، ولكن أمام أصحاب المصلحة الأخرى بمن فيهم الموظفين والعملاء والحكومة والشركاء والمجتمعات المحلية والأجيال القادمة".⁵ ولا تزال تحتاج المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات إلى تعريف موحد المعالم معترف به لدى كل الأطراف، فالمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات إجمالا هي مفهوم بحيث تأخذ المؤسسات بعين الاعتبار المخاوف الاجتماعية والبيئية في عملياتها الإدارية وفي تفاعلها مع أصحاب المصالح. وتعتبر "المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات طريقة

فاعلة لحل النزاع المحتمل بين إدارة المؤسسة والجمهور العريض لأصحاب الحقوق بمن فيهم المستخدمين والزبائن والمجتمع المحلي والمجتمع ككل.⁶

ووفقا لمفهوم المسؤولية الاجتماعية تتمثل أبعاد المسؤولية الاجتماعية حسب "بريد و فيرال" (Pride & Ferrell) سنة 1997 في:⁷

- **المسؤولية الإنسانية** أي أن تكون المؤسسة صالحة، وأن تعمل على الإسهام في تنمية وتطوير المجتمع، وأن تعمل على تحسين نوعية الحياة.
- **المسؤولية الأخلاقية** بمعنى أن تكون المؤسسة مبنية على أسس أخلاقية، وأن تلتزم بالأعمال الصحيحة، وأن تمتنع عن إيذاء الآخرين.
- **المسؤولية القانونية** أي أن المؤسسة يجب أن تلتزم بإطاعة القوانين، وأن تكسب ثقة الآخرين من خلال التزامها بتنفيذ الأعمال الشرعية وعدم القيام بالأعمال المخلة بالقانون.
- **المسؤولية الاقتصادية** ويقصد بها أن تكون المؤسسة نافعة ومجدية اقتصاديا، وأن تحاول جاهدة توفير الأمان للآخرين.

وهنا ظهر ما يسمى بالاستثمار المسؤول اجتماعيا، حيث تطور خلال العقدتين الأخيرين بشكل كبير⁸، كما تزايد الاهتمام بهذا المفهوم لتصبح قوانين الاستثمار تساير الجانب الأخلاقي وتفرض شروطا تضمن مستويات مقبولة من المسؤولية الاجتماعية.

ففي أوروبا مثلا تمثل أصول الاستثمارات المسؤولة اجتماعيا ما قيمته 1.15 تريليون يورو، أي ما نسبته 10-15 ٪ من مجموع أصول الاستثمارات، كما ان حوالي 94 ٪ من هذه الأصول تعود إلى مستثمرين من المؤسسات، في حين تمثل باقي النسبة أصول الجمعيات الخيرية وصناديق التقاعد والكنائس⁹، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فتشكل الاستثمارات المسؤولة اجتماعيا ما نسبته 9.4 ٪ من أصول الاستثمارات أي 2.29 تريليون دولار أمريكي.

2.2.1. صناديق الاستثمار الأخلاقية: المفهوم والنشأة

حسب منتدى الاستثمار الاجتماعي*، فإن الاستثمار المسؤول اجتماعيا هو: "عملية استثمار التي تعتبر النتائج الاجتماعية والبيئية للاستثمارات، ايجابية كانت أم سلبية، ضمن التحليل المالي الصارم والدقيق."¹⁰

هناك من يعتبر صندوق Pioneer (1928) كأول صندوق استثماري يسعى لاختيار الأسهم على أساس أخلاقي، إذ يستبعد أسهم شركات الخمر والسجائر، وفي سنة 1971 أنشأ أرباب الكنيسة في نيويورك صندوق Pax World، يتجنب الاستثمار في الأسلحة والمتفجرات¹¹.

غير أن صناديق الاستثمار الأخلاقية انتشرت بصفة أكبر خلال الـ 25 سنة الماضية - يوجد 50 صندوق استثمار أخلاقي في المملكة المتحدة وحدها¹²، حيث تقوم فلسفة هذه الصناديق على الجمع بين الأداء المالي القوي و الممارسات البيئية والاجتماعية المسؤولة، ويعتبر ظهور صناديق الاستثمار الأخلاقية بمثابة الحافز الايجابي في إحداث تغيير عميق يمس الجوانب الفعلية للاستثمارات، وذلك بأخلاق الأعمال وتوجيهها نحو تنمية المجتمع والبيئة¹³.

3.2.1. وكالات التنقيط الاجتماعي

اشتهرت وكالات التنقيط المالي التقليدية كمكاتب استشارات توجه مختلف المستثمرين نحو الاستثمارات الأكثر ضمانا لأصولهم مع تحقيق عوائد مرضية، غير أن الأزمات المتتالية عصفت بصدقية هذه الوكالات التي تعتمد على الجانب المالي فقط في دراستها. ونظرا لذلك، ظهر ما يسمى بوكالات التنقيط الاجتماعي التي تقوم بإعلام المستثمرين بمدى التزام المؤسسات بالمسؤولية الاجتماعية، حيث نشأت هذه الوكالات في نهاية التسعينات، دور هذه الوكالات تقييم الالتزامات والسياسات المتبعة، بالإضافة إلى أداء المؤسسة في الميادين الاجتماعية والبيئية والحوكمة، وتقوم وكالات التنقيط الاجتماعي بتصنيف المؤسسات بدرجات مختلفة انطلاقا من معطيات اقتصادية إجمالية، مع إرسال قائمة أسئلة إلى المؤسسات للقيام بعملية التنقيط حسب المعايير الاجتماعية والأخلاقية¹⁴.

4.2.1. مقابلات صناديق الاستثمار الأخلاقية ووكالات التنقيط الاجتماعي في

الاقتصاد الإسلامي

يعتبر الاستثمار الإسلامي نموذجا فريدا للتعبير عن المسؤولية الاجتماعية والبيئية والأداء الحسن، وذلك لشعور الإنسان المسلم بالمسؤولية تجاه الآخرين وتجاه البيئة وتجاه الأجيال القادمة باعتباره خليفة في الأرض.

1.4.2.1. صناديق الاستثمار الإسلامية

مع تنوع الثقافات والديانات التي تعتبر مرجعا مهما ينظم الحياة الاقتصادية للشعوب، تعتبر الشريعة الإسلامية مصدر إلهام وتنظيم يحكم العالم الإسلامي حيث يسعى المسلمون (حوالي 20 ٪ من سكان العالم) إلى إيجاد البدائل المناسبة، والموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية التي تحرم المعاملات الربوية والاستغلال غير العقلاني للموارد بالإضافة إلى صيانة حق المجتمع.

كانت نشأة صناديق الاستثمار الإسلامية بداية في العديد من الدول العربية (البحرين والكويت ومصر)، لتنتقل بعد ذلك لعدة دول عربية وترتفع مستويات أصولها بقيم مضاعفة، ومن الأمثلة على ذلك قيام بنك فيصل الإسلامي بإنشاء صندوق استثماري إسلامي ذو عائد دوري برأسمال 50 مليون جنيه مصري، موزع على نصف مليون وثيقة قيمة كل منها 100 جنيه، والحد الأدنى للاكتتاب في الصندوق 1000 جنيه¹⁵.

وشهدت صناديق الاستثمار الإسلامية نموا كبيرا، حيث ارتفعت الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من أقل من 10 صناديق بداية ظهورها، إلى 218 صندوق، تقدر مجمل أصولها المالية بـ 16 مليار دولار، ويمكن تفسير الأسباب الاقتصادية وراء هذه الزيادة في النمو الشديد لموارد دول الخليج، نتيجة تحسن مداخيلها بفعل ارتفاع أسعار المحروقات، ومن أهم المؤسسات الداعمة لصناديق الاستثمار الإسلامية؛ نجد البنك التجاري السعودي والبنك الأهلي التجاري، التي ساهمت في بناء مشاريع مشتركة مع معظم صناديق الاستثمار الغربية لاستقطاب وبناء المهارات اللازمة لإدارة صناديق الاستثمار الإسلامية¹⁶.

ويمكن تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها تلك المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، ويعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص، لتوظيفها وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة، على أن يتم توزيع صافي العائد فيما بينهم حسب الإنفاق، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات والتعليمات الحكومية واللوائح والنظم الداخلية¹⁷.

2.4.2.1. هيئات الرقابة الشرعية

يعتبر مجلس الرقابة الشرعية هيئة مستقلة من الفقهاء المتخصصين في فقه المعاملات التجارية الإسلامية، ويمكن أن تتشكل لجنة الرقابة من خبراء في مجال المؤسسات المالية الإسلامية، لهم دراية بفقه المعاملات التجارية الإسلامية، يقومون بمراجعة أنشطة المؤسسات المالية الإسلامية، وتختلف المدارس الفقهية التي ينتمي لها الخبراء مما يؤدي إلى اختلاف وجهات النظر لتظهر اجتهادات وفق الحالة المدروسة، انطلاقاً من القياس العلمي لأصول المسائل.¹⁸

والرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية هي: "متابعة ومراجعة وفحص وتقويم كافة المعاملات والتصرفات والأعمال التي تقوم بها تلك الصناديق للاطمئنان من أنها تتم وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وكذلك طبقاً للقوانين والقرارات والتوصيات المعاصرة الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات ومجالس الفتوى، وبيان المخالفات، وتحليل أسبابها، ثم تقديم المعالجات الشرعية لها مقرونة بالتوصيات والإرشادات اللازمة لتطوير الضبط الشرعي إلى الأفضل، وذلك بتقديم تقارير دورية تثبت ما إذا كانت إدارة الصندوق قد التزمت في معاملاتها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.¹⁹

2. دور الصناديق الأخلاقية والإسلامية في تنشيط الأسواق المالية النامية

يختلف المستثمرون في درجة اهتمامهم بالقضايا الأخلاقية، إلا أنه هناك جاذبية نحو الاستثمارات المسؤولة اجتماعياً للكثير من المستثمرين عبر مختلف الأسواق المالية الناشئة منها والمتطورة، لما لها من خصائص تنموية مستدامة. ويبحث هذا المحور كل من أهمية الاستثمارات الأخلاقية وواقعها في الأسواق المتطورة والناشئة بالإضافة إلى أدائها ودورها في التنمية عموماً وفي الأسواق المالية الناشئة خصوصاً.

2. 1 مزايا صناديق الاستثمار الأخلاقية والإسلامية

تتلخص مزايا الاستثمار في الصناديق الاستثمارية عموماً في الآتي:²⁰

- تنشيط حركة أسواق رأس المال وذلك عن طريق تشجيع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بإيداع مدخراتهم في شركات الاستثمار، وتحقيق مستوى أعلى من العائد.

مخبر تطوير أسواق رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة..... LEMAC

- التنوع الكفاء لمكونات الصندوق بطريقة تسهم في تخفيض المخاطر إلى أدنى حد ممكن عن طريق تنويع التشكيلة التي يتكون منها صندوق الاستثمار.
 - توفير قدر من المرونة للمستثمرين في حرية تحويل استثماراتهم من صندوق لآخر، وذلك مقابل رسوم ضئيلة، وكذلك يمكن لشركات الاستثمار أن تسترد أسهمها إذا ما رغب المستثمر في التخلص منها كلياً أو جزئياً.
 - الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة، لأنه من الصعب على الأفراد القيام بشراء الأسهم من السوق المنظمة وغير المنظمة واتخاذ القرار الاستثماري ومراقبة حركة الأسعار في السوق، ومتابعة باستمرار لمستوى مخاطرة المحفظة، في حين أنها مهمة سهلة على الخبراء المحترفين بالصندوق.
- بالإضافة إلى الخصائص الأخلاقية التي من شأنها أن تضيف الكثير من المزايا على الاستثمارات مثل:

- حماية البيئة والمساهمة في التقليل من الأضرار البيئية للاستثمارات وحماية الموارد الأساسية كالمياه والغابات والحياة البرية والتربة وتطويرها.
- المساهمة في التقليل من الأضرار الاجتماعية للاستثمارات، حيث أن هذه الاستثمارات مسؤولة اجتماعياً عن مكافحة الفساد وتجنبه والالتزام بحقوق الإنسان والعمل والعمال ومساعدتهم في تحقيق مكاسب اقتصادية واجتماعية.

2.2 أداء وتطور صناديق الاستثمارية الأخلاقية و الإسلامية

هناك عدة دراسات أجريت لفحص أداء صناديق الاستثمار التقليدية وصناديق الاستثمار الأخلاقية والإسلامية باستعمال مختلف مقاييس ومؤشرات الأداء للمحافظ المالية.

1.2.2 آليات قياس أداء صناديق الاستثمار

- هناك عدة آليات ومؤشرات لقياس أداء الصناديق الاستثمارية، منها المقاييس التقليدية التي تعتمد على مقارنة أداء الصندوق مع أداء محفظة السوق، وأشهرها: 21
- مؤشر جنسن Jensen الذي يعتمد على مقارنة عائد الصندوق مع عائد محفظة السوق.
- و مؤشر شارب Sharpe ويمثل نسبة المكافأة إلى التقلب ويقصد بالمكافأة الفرق ما بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطرة، منسوبة إلى التقلب لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية أي الانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية.

- ومؤشر ترينور Treynor، الذي يعتمد على إمكانية السيطرة على المخاطر غير المنتظمة بواسطة التنوع الجيد.

والمقاييس البديلة لذلك هي المقاييس التي تعتمد على تقدير نماذج بمتغيرات متعددة مفسرة لخصوصية كفاءة أداء مدير الصندوق، مثل نموذج متعدد العوامل.

وفي ما يخص معايير تقويم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية للاطمئنان من تحقيقها للخطط المستهدفة، ومعرفة مدى التزامها بالمسئوليات الملقاة عليها تجاه المشاركين والمجتمع والبيئة، يتطلب ذلك تحديد معايير ومؤشرات تساعد في هذا المجال، ولكن ما يجب الإشارة إليه، هو أن يغطي التقويم المجالات الآتية:22

- (1) - التقويم الشرعي لنشاط الصندوق، ومدى وجود هيئة رقابة شرعية ومراقب شرعي طوال العام، وأن ملاحظاته تؤخذ في الاعتبار لعلاج المخالفات، ومدى التعاون بينه وبين المراقب الداخلي والمراقب الخارجي.
- (2) - تقويم قدرة الصندوق على تجميع الأموال للاستثمار من منظور الإصدارات المالية المطروحة وحجم الطلب عليها، ومعدل الاسترداد.
- (3) - تقويم الأداء الاستثماري للصندوق وحسن إدارة محفظة الأوراق المالية، وكذلك الاستثمارات المباشرة.
- (4) - تقويم العائد على محفظة الأوراق المالية والاستثمارية من منظور النمو ومقارنته بتكلفة الفرصة البديلة .
- (5) - تقويم الكفاءة الفنية لإدارة الصندوق من منظور أداء العمل حسب الخطط والسياسات والنظم و انخفاض نسبة المشكلات الإدارية.
- (6) - تقويم دور الصندوق في تطبيق أحكام ومبادئ الاقتصاد الإسلامي والاستثمار الإسلامي ودوره الإعلامي في هذا المجال .
- (7) - تقويم دور الصندوق في التنمية الاجتماعية حسب المخطط.
- (8) - تقويم دور الصندوق في المحافظة على البيئة والمشاركة في مشروعاتها.
- (9) - تقويم مدى التزام العاملين بالصندوق بالقيم والأخلاق والسلوك السوي.
- (10) - تقويم مدى استخدام الصندوق لأساليب التقنية المعاصرة .
- (11) - تقويم معدلات التطور والنمو في أنشطة الصندوق بصفة عامة.

• أجريت عدة دراسات تجريبية لقياس أداء صناديق الاستثمار التقليدية وصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية ودراسات لمقارنة الأداء مثل دراسة لقلدير Goldreyer وآخرون سنة 1999 و دراسة كبير

وجيرارد Girard و Kabir سنة 2005 و دراسة ل: فيكيريحج Fikriyah 2007
23

حيث أثبتت الدراسات التطبيقية أن هناك أداء جيد لصناديق الاستثمار الإسلامية مقارنة بصناديق الاستثمار التقليدية رغم قلة التنوع الناتج عن رفض عدة أنواع من الاستثمارات المخالفة لهدف هذه الصناديق، بالإضافة إلى الأداء الحسن أثناء الأزمات عكس صناديق الاستثمار التقليدية.

2.2.2 نمو وتطور صناديق الاستثمار الإسلامية

تطور عدد صناديق الاستثمار الإسلامية في أنحاء العالم بشكل ملحوظ، حيث لم تتجاوز 300 صندوق إسلامي سنة 2004، ووصل عددها إلى أكثر من 750 صندوق في الربع الأول من سنة 2010، وذلك بزيادة مستمرة. ووصل حجم الأصول المدارة في صناديق الاستثمار الإسلامية إلى 52,3 بليون دولار في بداية 2010 بعدما كان 29,2 بليون دولار في نهاية 2004.²⁴

أثرت الأزمة المالية العالمية 2007-2008 سلبا على صناديق الاستثمار التقليدية، مما أدى إلى انخفاض أصولها المدارة من 26,1 تريليون دولار سنة 2007 إلى 19 تريليون دولار نهاية سنة 2008، ومع ذلك فإن صناديق الاستثمار الإسلامية استمرت في الارتفاع حتى أثناء الأزمة المالية.

3. صناديق الاستثمار الأخلاقية والإسلامية تجارب دولية

نجحت العديد من الأسواق المالية في تلبية مطالب المستثمرين الأخلاقيين والمتدينين، والرامية إلى تكوين محافظ من استثمارات أخلاقية ودينية، يستطيعون من خلالها الدخول إلى الأسواق المالية دون المساس بعقائدهم ومبادئهم، ومن أبرز الأسواق المالية التي لم تتخلى عن هذه الفئة المهمة من أصحاب رؤوس الأموال بتحفيز المؤسسات لإتباع سياسات مسؤولة اجتماعيا وتكوين صناديق ذات توجه أخلاقي وديني، نجد السوق المالي الأمريكي والأسواق المالية الأوروبية والسوق المالي الماليزي والسعودي وغيرها من الأسواق العربية، وفي مايلي مؤشرات عن هذه الصناعة في بعض البلدان:

1.3 السوق المالي الأمريكي

تعتبر السوق المالية الأمريكية أكثر الأسواق المالية تطورا، وهي مهد صناديق الاستثمار الأخلاقية، حيث استمرت هذه الصناعة في التطور السريع كما هو مبين في الجدول رقم (1).

الجدول رقم (1): تطور الصناديق الأخلاقية في الولايات المتحدة الأمريكية

السنوات	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2010
عدد الصناديق الأخلاقية	55	144	168	181	200	201	260	493
المجموع الصافي للأصول (بليون)	\$12	\$96	\$154	\$136	\$151	\$179	\$202	\$596

المصدر: Social Investment Forum Foundation, Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2010, p : 8 .

حيث استطاعت صناديق الاستثمار الأخلاقية أن تجذب رؤوس الأموال الراغبة في الاستثمارات الأخلاقية، ابتداء بصندوق أخلاقي واحد سنة 1971، وصولا إلى 493 صندوق أخلاقي سنة 2010 تدير أصول صافية بقيمة 596 بليون دولار أمريكي،²⁵ منها 8 صناديق إسلامية تدير أكثر من 2.7 بليون دولار أمريكي.²⁶

2.3 صناديق الاستثمار الأخلاقية في الدول الإسلامية

تعتبر الأسواق المالية في الدول الإسلامية، عموما، أسواقا ناشئة مما استوجب إدراج مشتقات مالية لتفعيل وتنشيط هذه الأسواق، بالإضافة إلى خصوصية المستثمرين في البلدان الإسلامية وعقائدهم، التي لا تسمح لهم إلا بالاستثمار في الصناديق المسؤولة اجتماعيا ودينيا، وهذا ما قامت به بعض الدول الإسلامية كما هو مبين في الجدول رقم (2).

الجدول رقم (2): صناديق الاستثمار الإسلامية في بعض الدول الرائدة في الصناعة

سنة 2010	الحجم بليون دولار أمريكي	عدد الصناديق سنة 2010	حجم الأصول الصافية للصناديق
البلد			

22.8	181	المملكة العربية السعودية
5.1	177	ماليزيا
6.1	100	المملكة العربية المتحدة
4.0	82	الكويت
1.2	24	البحرين

المصدر: بالاعتماد على تقرير . Ernst & Young, Op-cit, p : 52

كانت الدول الموضحة في الجدول رقم (2) السبّاقة في فهم خصوصيات المستثمرين الأخلاقيين وأهدافهم خاصة المملكة العربية السعودية وماليزيا، مما أدى إلى استجابة كبيرة وسريعة من المستثمرين بالدخول إلى السوق المالية، والاستثمار في الصناديق الإسلامية والمسؤولة اجتماعيا.

خلاصة

إحدى القواعد الأساسية في الاستثمار أن لا تضع كل أموالك في استثمار واحد، حيث يستطيع المستثمر أن يخفض من درجة المخاطرة عند تنويع استثماراته، ومنه ظهرت فكرة صناديق الاستثمار، ومن بين أنواع صناديق الاستثمار الأكثر دراسة في الآونة الأخيرة في البلدان المتطورة هي صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا أو الأخلاقية.

تتمثل مزايا صناديق الاستثمار في تنشيط أسواق الأوراق المالية وذلك عن طريق تشجيع المستثمرين لوجود الإدارة المحترفة والتنويع الكفاء وتوفير قدر من المرونة في حرية تحويل استثماراتهم، بالإضافة إلى رغبات المستثمرين في تمويل الأنشطة التي لها آثار إيجابية على المجتمع والموافقة لاعتقاداتهم، وذلك بالاستثمار في الصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وذات التوجه الأخلاقي.

وتعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية، التي تجمع بين المسؤولية الاجتماعية للاستثمارات والمسؤولية الأخلاقية وتتوافق مع الشريعة الإسلامية، من بين التطورات التي شهدتها الصناعة المالية في الآونة الأخيرة، إذ استثمرت في النمو واستقطاب أموال المسلمين وغير المسلمين وانتشرت في بلاد المسلمين وغير المسلمين.

ومنه، يجب التفكير في إنشاء صناديق استثمار متخصصة لتلبية رغبات جميع المستثمرين، خاصة منهم الأخلاقيون والإسلاميون نظرا لخصوصية المستثمرين في الدول الإسلامية.

الهوامش

1 - Yasuyuki Fuchita, Robert e. Litan, Pooling Money: The Future of Mutual Funds, brookings institution press, 2008, P :2.

2 محمد علي القرني، الصناديق الاستثمارية الإسلامية، ورقة مقدمة لندوة التطبيقات الإسلامية المعاصرة، الدار البيضاء، المغرب، 8-5 ماي 1998، ص 01.

3 - حنفي عبد الغفار، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإبراهيمية، 2007، ص 45.

4 - محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 201، نقلا عن: محفوظ جبار وآخرون، مرجع سابق، 2009، ص: 22.

5 - حسين الأسرج، المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط- الكويت، العدد 90، فيفري 2010، ص: 4.

6 - Bird, R., Hall, A.D., Momentè F. and Reggiani F., "What Corporate Social Responsibility Activities are Valued by the Market?", *Journal of Business Ethics*, ., (2007) 76, p: 187.

7 - فؤاد محمد حسين الحمدي، الأبعاد التسويقية للمسؤولية الاجتماعية للمنظمات وانعكاساتها على رضا المستهلك، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة المستنصرية، العراق، 2003، ص: 48.

⁸G. Forte and F. Miglietta, Islamic mutual funds as faith-based funds in a socially responsible context, Bocconi University, Milan, p2.

⁹EUROSIF, European SRI Study, 2006, www.eurosif.org.

* منتدى الاستثمار الاجتماعي هو منظمة أمريكية غير ربحية، تروج لمفهوم وممارسة ونمو الاستثمار المسؤول اجتماعيا
(Www.Socialinvest.Org)

¹⁰ Hung-Gay Fung, Sheryl A. Law and Jot Yau, Socially Responsible Investment in a Global Environment, 2010, Edward Elgar Publishing, Inc., USA.Hung-Gay Fung, 2010, p:4.

¹¹ محمد علي القري، مرجع سابق، ص ص 6-7.

¹²www.investmentuk.org 17:28 19/07/2011

¹³<http://www.neiinvestments.com/Pages/AboutNEI/AboutEthicalFunds.aspx> 18:55 19/07/2011

¹⁴Hung-Gay Fung, Sheryl A. Law and Jot Yau,2010, Op-cit. p 4.

¹⁵ هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، جامعة النجاح الوطنية نابلس، 2005، ص: 18.

¹⁶G. Forte and F. Miglietta, op.cit, pp 6-7.

¹⁷ حسين حسن شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة المالية والشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 245، جامعة الأزهر، مصر، 2009، ص9.

¹⁸G. Forte and F. Miglietta, op.cit, pp 08-09.

¹⁹ حسين حسن شحاتة، مرجع سابق، ص19.

²⁰ مختار أحمد حمودة، صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل برنامج توسيع قاعدة الملكية وتنمية الأنشطة الاقتصادية، الندوة الوطنية الأولى حول التحديات التي تواجه القطاع المصرفي وأفاق تطويره، 2006، طرابلس، ليبيا.

²¹ انظر: Pascal GRANDIN, Mesure de performance des fonds d'investissement, Economica, France, 1998. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، عمان، 2008، ص ص: 230.225.

²² حسين حسين شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 245، جامعة الأزهر، مصر، 2009. ص ص: 42. 43.

²³ Fadillah Mansor & M. Ishaq Bhatti, The performance of Islamic mutual funds: The Malaysian Case, The 14th Annual Banking and Finance Conference, Melbourne University, 2009, pp: 15-17

²⁴ Ernst & Young, Islamic Funds & Investments Report 2010, 6th Annual World Islamic Funds & Capital Markets Conference, (www.EY.com)

²⁵ : Social Investment Forum Foundation, Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2010, p : 8 .

²⁶ Ernst & Young, Op-cit, p : 52

المراجع

1- المراجع باللغة العربية

- 1- حسين حسن شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة المالية والشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 245، جامعة الأزهر، مصر، 2009.
 - 2- محمد علي القرني، الصناديق الاستثمارية الإسلامية، ورقة مقدمة لندوة التطبيقات الإسلامية المعاصرة، الدار البيضاء، المغرب، 8-5 ماي 1998.
 - 3- مختار أحمد حمودة، صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل برنامج توسيع قاعدة الملكية وتنمية الأنشطة الاقتصادية، الندوة الوطنية الأولى حول التحديات التي تواجه القطاع المصرفي وأفاق تطويره، 2006، طرابلس، ليبيا.
 - 4- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، عمان، 2008.
 - 5- هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، جامعة النجاح الوطنية نابلس، 2005.
 - 6- فؤاد محمد حسين الحمدي، الأبعاد التسويقية للمسؤولية الاجتماعية للمنظمات وانعكاساتها على رضا المستهلك، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة المستنصرية، العراق، 2003.
- 2- المراجع باللغة الاجنبية

- 1- Djordjija Petkoski and Nigel Twose, Public Policy for Corporate Social Responsibility, July 7–25, 2003,
- 2- EUROSIF, European SRI Study, 2006, www.eurosif.org.
- 3- Ernst & Young, Islamic Funds & Investments Report 2010, 6th Annual World Islamic Funds & Capital Markets Conference, (www.EY.com).
- 4- Fadillah Mansor & M. Ishaq Bhatti, The performance of Islamic mutual funds: The Malaysian Case, The 14th Annual Banking and Finance Conference, Melbourne University, 2009,
- 5- G. Forte and F. Miglietta, Islamic mutual funds as faith-based funds in a socially responsible context, Bocconi University, Milan,

- 6- <http://www.mallenbaker.net/csr/definition.php> 17:03 19/07/2011
- 7- www.investmentuk.org 17:28 19/07/2011
- 8- Hung-Gay Fung, Sheryl A. Law and Jot Yau, **Socially Responsible Investment in a Global Environment**, 2010, Edward Elgar Publishing, Inc., USA.
- 9- Pascal GRANDIN, **Mesure de performance des fonds d'investissement**, Economica, France, 1998./
- 10- Social Investment Forum Foundation, **Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2010**
- 11- Yasuyuki Fuchita, Robert e. Litan, **Pooling Money: The Future of Mutual Funds**, brookings institution press, 2008