

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المدرسة العليا للتجارة - الجزائر

مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية والمالية.
تخصص: مالية.

الموضوع:

تطور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وآفاق
إدماجها في السوق المالية الجزائرية
- دراسة استشرافية -

من إعداد الطالب:

مصطفى قمان

أعضاء لجنة المناقشة:

- أ.د ثابت ناصر محمد.....رئيسا
أ.د براق محمد.....مشرفا
أ.د بن عزوز بن علي.....عضوا
د. دحية عبد الحفيظ.....عضوا
د. قليز عبد القادر.....عضوا

السنة الجامعية 2011/2010

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المدرسة العليا للتجارة - الجزائر

مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية والمالية.
تخصص: مالية.

الموضوع:

تطور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وآفاق
إدماجها في السوق المالية الجزائرية
- دراسة استشرافية -

من إعداد الطالب:

مصطفى قمان

أعضاء لجنة المناقشة:

- أ.د ثابت ناصر محمد.....رئيسا
أ.د براق محمد.....مشرفا
أ.د بن عزوز بن علي.....عضوا
د. دحية عبد الحفيظ.....عضوا
د. قليز عبد القادر.....عضوا

السنة الجامعية 2011/2010

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

<> وَقُلْ رَبِّهِمْ رَبِّي وَرَبُّكُمْ رَبُّكُمْ >>

شكر وتقدير

أُشكر وأشكر الله الواحد الأحد الذي أنعم عليّ بنعمة العلم والعقل، وأسرني بالعزيمة والإرادة
للإتمام لهذا العمل.

وانطلاقاً من حديث - نبينا- محمد صلى الله عليه وسلم والذي قال <<من لم يشكر الناس لم
يشكر الله >>، فإنه ليسرني أن أتقدم بالشكر والامتنان إلى أستاوي ومشرني:

الاستاؤ الفاضل الدكتور: محمد براق، الذي مرني من منابع علمه وتجربته بالكثير،
والذي ما تولاني في تقديم المساعدة لي في مجالات بحثي، وأسر الله أن يسره في وربي ويسر به
أصري، وعسى أن يطيل الله عمره ليبقى نبراساً متلئلاً في نور العلم.

وأقدم بالشكر الجزيل إلى كل أساتذة المدرسة العليا للتجارة بالجزائر العاصمة، على
مساعرتهم وتوجيهاتهم المفيدة والسريرة.

كما أتقدم بالشكر إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل من قريب ومن بعيد.

إهداء

إلى أُمِّي الحبيبة و أبي الكريم،

إلى أخي عمر،

إلى الذين جعلوا حياتي فرحا وسرورا إخوتي وأخواتي الأعزاء،

إلى كل الأصدقاء والزملاء من قريب أو من بعيد كل باسمه، أهري إليكم جميعا

جهري هذا، راجيا من الله عز وجل أن يوفقنا إلى ما يحبه ويرضاه.

الفهرس

I	الفهرس.....
IV	قائمة الجداول.....
V	قائمة الأشكال.....
VI	قائمة المختصرات.....
VII	الملخص.....
أ- ز	مقدمة عامة.....
1	الفصل الأول: صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا - الإطار النظري-.....
2	المبحث الأول: المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات.....
2	المطلب الأول: المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات، المفهوم والنشأة.....
2	1- تعريف المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات.....
5	2- نشأة المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات.....
6	المطلب الثاني: أبعاد المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات.....
8	المطلب الثالث: النظريات المفسرة للمسؤولية الاجتماعية ورؤية الفكر الإسلامي لها.....
8	1- النظريات المفسرة للمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات.....
8	1-1 نظرية الاقتصاد السياسي.....
9	2-1 نظرية الشرعية.....
9	3-1 نظرية أصحاب المصالح.....
10	2- رؤية الفكر الإسلامي للمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات.....
12	المبحث الثاني: الاستثمار المسؤول اجتماعيا ووكالات التنقيط المجتمعي.....
12	المطلب الأول: الاستثمار المسؤول اجتماعيا والنشأة والمفهوم.....
12	1- نشأة وتطور الاستثمار المسؤول اجتماعيا.....
12	1-1 الجذور التاريخية للاستثمار المسؤول اجتماعيا.....
13	2-1 الجذور المعاصرة للاستثمار المسؤول اجتماعيا.....
14	3-1 حركة الحقوق المدنية وميلاد صناعة مالية جديدة.....
15	2- مفهوم الاستثمار المسؤول اجتماعيا.....
16	المطلب الثاني: مختلف المقاربات للاستثمار المسؤول اجتماعيا.....
19	1- التصفية الإيجابية أو السلبية.....
17	2- الاستثمار ذو التوجه الاجتماعي.....
17	3- النشاط الاجتماعي للمساهمين.....
18	المطلب الثالث: وكالات التنقيط المجتمعي.....
19	1- نشأة وكالات التنقيط المجتمعي.....
19	2- مفهوم وكالات التنقيط المجتمعي.....
20	3- مبادئ وكالات التنقيط المجتمعي.....
21	4- الخدمات المقدمة من طرف وكالات التنقيط المجتمعي.....
22	المبحث الثالث: صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا.....

22	المطلب الأول: صناديق الاستثمار التقليدية المفهوم النشأة والأنواع.....
22	1- مفهوم صندوق الاستثمار.....
24	2- نشأة صناديق الاستثمار.....
24	3- أنواع صناديق الاستثمار.....
28	المطلب الثاني: صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا المفهوم النشأة والأنواع.....
28	1- نشأة صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا.....
29	2- مفهوم صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا.....
30	3- تصنيف صناديق الاستثمار المسؤول اجتماعيا.....
31	المطلب الثالث: المقاربات المختلفة لإنشاء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وآليات قياس أدائها
31	1- المقاربات المختلفة لإنشاء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا.....
33	2- آليات قياس أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا.....
37	الفصل الثاني: مقابلات صناديق الاستثمار ووكالات التقييم الاجتماعيين في الجانب الإسلام.....
38	المبحث الأول: ضوابط وأدوات الاستثمار في الإسلام.....
38	المطلب الأول: ضوابط وأهداف الاستثمار في الإسلام.....
38	1- ضوابط الاستثمار في الإسلام.....
41	2- أهداف الاستثمار في الإسلام.....
41	المطلب الثاني: أشكال أدوات الاستثمار الإسلامية.....
46	المبحث الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية.....
46	المطلب الأول: مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية.....
48	المطلب الثاني: خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية والفرق بينها وبين الصناديق التقليدية.....
48	1- خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية.....
49	2- الفرق بين صناديق الاستثمار الإسلامية والصناديق التقليدية.....
50	المطلب الثالث: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية.....
50	1- صناديق الأسهم الإسلامية.....
51	2- صناديق السلع.....
52	3- صناديق التأجير.....
53	المبحث الثالث: هيئات الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية.....
53	المطلب الأول: مفهوم الرقابة الشرعية وأهميتها ووظائفها.....
53	1- مفهوم الرقابة الشرعية.....
54	2- أهمية الرقابة الشرعية.....
55	3- جهاز الرقابة الشرعية وأهم وظائفه.....
56	المطلب الثاني: طبيعة أنشطة صناديق الاستثمار الإسلامية وحاجتها إلى الرقابة.....
58	المطلب الثالث: أهمية ومقاصد الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية.....
58	1- أهمية الرقابة الشرعية على معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية.....
59	2- مقاصد الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية.....
59	3- مجالات الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية.....

60	4- تقارير الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية.....
60	1-4 تقارير الرقابة الشرعية الدورية على صناديق الاستثمار الإسلامية.....
61	2-4 تقرير هيئة الرقابة الشرعية السنوي على صناديق الاستثمار الإسلامية.....
	الفصل الثالث: تطور الصناديق الأخلاقية والإسلامية في العالم ومتطلبات إدماجها في السوق المالية الجزائرية.....
64	المبحث الأول: تطور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا – تجارب دولية –.....
65	المطلب الأول: التجربة الأمريكية في صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا.....
65	1- الاستثمار المسؤول اجتماعيا في الولايات المتحدة الأمريكية.....
69	2- تطور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الولايات المتحدة الأمريكية.....
73	المطلب الثاني: صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الدول الأوروبية.....
73	1- الاستثمار المسؤول اجتماعيا في الدول الأوروبية.....
74	2- تطور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الدول الأوروبية.....
78	المبحث الثاني: واقع وتطور صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم.....
78	المطلب الأول: تطور صناديق الاستثمار الإسلامية.....
79	المطلب الثاني: حجم الصناديق الإسلامية وتوزيعاتها.....
80	المطلب الثالث: المؤشرات المالية الإسلامية.....
81	1- مؤشر داو جونز الإسلامي.....
82	2- مؤشر فاينانشال تايمز الإسلامي.....
83	المبحث الثالث: أفاق إدماج صناديق الاستثمار الأخلاقية والإسلامية في السوق المالية الجزائرية.....
83	المطلب الأول: واقع الأدوات المالية و شركات الاستثمار في بورصة الجزائر.....
83	1- هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة OPCVM.....
85	2- واقع صناديق الاستثمار في السوق المالية الجزائرية.....
89	المطلب الثاني: أهمية إدماج صناديق الاستثمار المسؤول اجتماعيا في السوق الجزائرية.....
	المطلب الثالث: المتطلبات من مؤسسات وقوانين التي يمكن الاعتماد عليها في إنشاء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا.....
90	الخاتمة العامة.....
95	المراجع.....
100	الملاحق.....

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
7	أبعاد المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات	01
66	الاستثمار المسؤول اجتماعيا في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة 2010-1995	02
70	تطور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة 2010-1995	03
72	تطور حجم وعدد صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا حسب كل نوع الولايات المتحدة الأمريكية بين 2010-2007	04
73	توزيع الاستثمار المسؤول اجتماعيا في الدول الأوروبية سنة 2010	05
74	تطور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الدول الأوروبية في الفترة 2010-1999	06
76	توزيع صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الدول الأوروبية في جوان 2010	07
78	تطور أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم في الفترة 2004-2010	08
79	صناديق الاستثمار الإسلامية في بعض الدول الرائدة في صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية سنة 2010	09
86	تطور الأصول الصافية وأرباح صندوق الاستثمار "سليم" في الفترة 2007-2000	10

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
19	مختلف مقاربات الاستثمار المسؤول اجتماعيا	01
24	وظيفة صناديق الاستثمار	02
71	تطور عدد صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة 1995-2010	03
71	تطور حجم الأموال المدارة في صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة 1995-2010	04
75	تطور عدد صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الدول الأوروبية في الفترة 1999-2010	05
75	تطور حجم الأموال المدارة في صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الدول الأوروبية في الفترة 1999-2010	06
77	توزع صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الدول الأوروبية في جوان 2010	07
79	تطور أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم في الفترة 2004-2010	08
87	تطور الأصول الصافية لصندوق الاستثمار "سليم" في الفترة 2000-2007	09
87	تطور أرباح صندوق الاستثمار "سليم" في الفترة 2000-2007	10

قائمة المختصرات الأساسية

بيان الاختصار	الاختصار
Charikat El-Istithmar Mali	CELIM
Comité Organisation Et De Surveillance Des Operations De Bourse	COSOB
Dow Jones Islamic Market Index	DJIMI
Environmental, Social, and (Corporate) Governance	ESG
Fonds Communs De Placements	FCP
New York Security Exchange	NYSE
National Environmental Policy Act	NEPA
Organismes De Placement Collectif En Valeurs Mobilières	OPCVM
Sociétés D'investissement A Capital Variable	SICAV

المُلخَص

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى البحث في أهمية صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية على مستوى الأسواق المالية في الدول الرائدة في هذه الصناعة وتتبع تطورها، ومعرفة سبل نجاحها. وذلك للاستفادة منها في امكانية ادماج صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية في السوق المالية الجزائرية. ووجدت الدراسة أن لصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا دور واضح في تنشيط أسواق المالية وذلك عن طريق تشجيع المستثمرين لوجود الإدارة المحترفة والتنويع الكفاء وتوفير السيولة والمرونة في حرية تحويل استثماراتهم، بالإضافة إلى تحقيق رغبات المستثمرين في تمويل الأنشطة التي لها آثار إيجابية على المجتمع والمتوافقة مع اعتقاداتهم. ويؤكد ذلك التطور السريع الذي تعرفه هذه الصناعة في العالم. وبالإستعانة بالتجارب الدولية تم تقديم التوصيات والمتطلبات للوصول لذلك، كانشاء الهيئات والمؤسسات التي تساعد في معرفة مستويات المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات وانتشار الاستثمار المسؤول اجتماعيا مثل وكالات التقييم المجتمعية وهيئات الرقابة الشرعية، ومؤسسات المسؤولية الاجتماعية ومنتديات الاستثمار الاجتماعي.

الكلمات المفتاحية: المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات، التنمية المستدامة، الاستثمار المسؤول اجتماعيا، صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا، صناديق الاستثمار الإسلامية، مالية المؤسسات المستدامة.

Abstract

This study aims to understand the importance of socially responsible investment funds and Islamic investment funds in the financial markets in the leading countries in this industry, and trace its development, and learn ways to success. To take advantage of the possibility the integration of socially responsible investment funds and Islamic funds in the Algerian financial market, And with international experience can provide recommendations to the access to that as the establishment of bodies and institutions that help to know the levels of corporate social responsibility and the spread of socially responsible investing, such as rating agencies, social index and social investment forums.

Keywords: corporate social responsibility, sustainable development, socially responsible investment, Ethical funds, Islamic investment funds, sustainable corporate finance.

المقدمة العامة

المقدمة العامة

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 يبدوان متناقضين هما تحقيق الربح وترسيخ الأخلاق ذو أهمية وصعوبة بالغتين، لأن أخلفة الاقتصاد أصبحت ضرورة حتمية لمحاصرة التردّي الذي يعرفه عالم الأعمال.

والوصول إلى ذلك، يتطلب جهود من طرف الحكومات والمسيرين والمستثمرين، بحيث لا يمكن تحميل المؤسسة كل هذا العبء لوحدها. ويتمثل دور الحكومات في التشجيع المستمر للمؤسسات التي تتميز بأخلاق عالية زيادة عن الأرباح المحققة، وتحمل المؤسسة جزءاً من هذه المسؤولية لتحسين صورتها والمحافظة على زبائنها، ويتحمل الجزء الباقي من هذه المسؤولية المستثمرون، إذ بإمكانهم تحفيز المؤسسات على هذه المسؤولية باستعمال كل الحقوق المتاحة لهم كمساهمين.

1- أهمية البحث

عرف تاريخ التمويل تطوراً كبيراً خاصة في أواخر القرن العشرين، خاصة التمويل الجماعي أو صناديق الاستثمار، هذه الصناعة كانت ولا تزال واحدة من التطورات الكبيرة التي ظهرت في تاريخ الأسواق التمويلية، وشهدت هذه الصناعة نمواً كبيراً في الولايات المتحدة الأمريكية (8120 صندوق استثمار تدير 11 مليار دولار سنة 2007)، ودول أخرى بعد الحرب العالمية الثانية، ومن بين التطورات التي شهدتها هذه الصناديق، ظهور ما يسمى صناديق الاستثمار الأخلاقية أو المسؤولية اجتماعياً، وذلك بإدخال الاعتبارات المالية وغير المالية في اختيار الاستثمارات المكونة لهذه الصناديق.

بالإضافة إلى ذلك، فقد نشطت حركة التعامل بالأدوات الاستثمارية الإسلامية بسبب ارتفاع الأموال المدارة بطريقة إسلامية، وذلك من خلال تأسيس صناديق استثمار تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، ولم يقتصر نشاط الاستثمار في هذه الأدوات على الأسواق المالية في الدول الإسلامية، حيث أن هناك تعاملًا واسعاً بهذه الأدوات في الأسواق والبورصات العالمية، خاصة بعد أن تم استحداث مؤشر داو جونز والفابننشال تايمز للأسواق المالية الإسلامية في عام 1999، الأمر الذي أدى إلى توسيع وتنويع نطاق الأنشطة التي تُمارسها المصارف الإسلامية.

وتعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية مهمة للمسلمين كونها أداة لتحقيق التكافل الاقتصادي بين المسلمين، وذلك بتسهيل نقل المدخرات من دول الفائض إلى دول العجز، وتعتبر بداية الطريق لتكييف البنوك التقليدية مع الشريعة الإسلامية، وجزء من برنامج لتوطيد دعائم العمل المصرفي اللاربوي في أي بلد من بلاد المسلمين.

2- أسباب اختيار الموضوع

يعتبر التخصص من بين أهم العوامل الذاتية التي أدت إلى اختيار هذا الموضوع، وكذا الرغبة في مواكبة تطور الصناعات المالية الحديثة، بالإضافة إلى أن هذا الموضوع مرتبط بإحدى أبعاد علم المالية، وهو بعد الأخلاق والدين.

أما فيما يخص العوامل الموضوعية، فتتمثل أساسا في أن الاستثمارات في الجزائر رغم نموها، إلا أنها لم تواكب نظيراتها في الدول الأخرى، من حيث المسؤولية الاجتماعية والحفاظ على المحيط والحوكمة، حيث إن هذه المعايير الأخلاقية بدورها ستساعد على إيجاد مصادر تمويل متنوعة، لكون المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال يبحثون عن استثمارات آمنة وذات عوائد معتبرة تتوافق مع عقائدهم وقيمهم.

3- أهداف البحث

يهدف هذا العمل إلى:

- تسليط الضوء على نوع من أنواع الاستثمار الجماعي وهو الاستثمار في الصناديق المسؤولة اجتماعيا والإسلامية على مستوى الأسواق المالية.
- معرفة أهمية ودور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا والصناديق الإسلامية.
- تتبع واقع وتطور صناديق الاستثمار الأخلاقية وصناديق الاستثمار الإسلامية في العالم.
- القيام بدراسة استشرافية فيما يخص واقع وأفاق ومتطلبات إدماج هذه الصناعة في الجزائر.

4- الدراسات السابقة

توجد عدة دراسات أجريت في مجال صناديق الاستثمار عموماً والصناديق الأخلاقية والإسلامية خصوصاً، من بينها:

الدراسة الأولى: عمر عبو، صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2010.

تمثل هذا العمل في دراسة لواقع صناديق الاستثمار في الأسواق المالية العربية، وقد تناول صناديق الاستثمار التقليدية بصفة عامة ودرس مختلف تأثيراتها على الاقتصاد والأسواق المالية. الدراسة الثانية: إياس غانم، صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية ودورها في التنمية، مذكرة ماجستير مالي ونقدي، جامعة دمشق كلية الاقتصاد، الجمهورية العربية السورية، 2009.

قدمت هذه الدراسة مقارنة بين الصناديق التقليدية مع الصناديق الإسلامية وعرض خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية بالإضافة إلى التكيف الشرعي لها.

الدراسة الثالثة

Hesham Merdad, M. Kabir Hassan and Yasser Alhenawi, “**Islamic Versus Conventional Mutual Funds Performance in Saudi Arabia: A Case Study**”, *JKAU: Islamic Econ.*, Vol. 23 No. 2, pp: 157-193, 2010.

تم في هذا العمل فحص ومقارنة عينة من صناديق الاستثمار المدارة في السوق المالية السعودية، مكونة من 12 صندوق إسلامي و16 صندوق استثمار تقليدي، في الفترة الممتدة من جانفي 2003 إلى جانفي 2010. وجدت الدراسة أن الصناديق الإسلامية لها أداء أقل باعتبار الفترة كاملة، أما في الفترة الجزئية 2008 - 2010 التي تمثل الأزمة المالية العالمية فإن أداءها أحسن من أداء الصناديق التقليدية.

الدراسة الرابعة

Rob Bauer, Kees Koedijk, Rogér Otten, “**International evidence on ethical mutual fund performance and investment style**”, Journal of Banking & Finance, 29 (2005)

حيث تم استعمال في هذه الدراسة قاعدة معطيات دولية تحتوي 103 صندوق استثماري أخلاقي لثلاث دول هي الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة البريطانية وألمانيا، حيث لم يجدوا أي اختلاف ذي دلالة إحصائية في العوائد لصناديق الأخلاقية والتقليدية للفترة 1990-2001.

الدراسة الخامسة

Rob Bauer, Rogér Otten, Alireza Tourani Rad , “**Ethical investing in Australia: Is there a financial penalty?**”, Pacific-Basin Finance Journal 14 (2006) 33– 48.

أضافت هذه الدراسة دليلا على أنه لا يوجد فرق ذي دلالة بين الأداء للصناديق الاستثمارية المسؤولة اجتماعيا والتقليدية في استراليا في الفترة: 1992-2003، رغم أن أداء الصناديق الأخلاقية اقل في الفترة الأولى: 1992-1996، إلا أنه تحسن أدائها في الفترة الثانية 1996-2003 بكثير.

الدراسة السادسة

Rob Bauer, Jeroen Derwall, Rogér Otten, “**The Ethical Mutual Fund Performance Debate: New Evidence from Canada**”, Journal of Business Ethics, (2007) 70:111–124.

تم فحص أداء صناديق الاستثمار الأخلاقية الكندية مقارنة بالصناديق التقليدية باستعمال عينة من معطيات شهرية من 275 صندوق استثماري، منها 8 صناديق أخلاقية، للفترة من جانفي 1994 إلى جانفي 2003، حيث كان الاختلاف في الأداء غير ذي دلالة إحصائية بين الصناديق الأخلاقية والتقليدية.

5- إشكالية البحث

عند إنشاء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا يؤخذ بعين الاعتبار مجموعة من المعايير، كالمسؤولية تجاه عوامل متعلقة بالمحيط وعوامل أخلاقية وعوامل اجتماعية، بالإضافة إلى عوامل متعلقة بأداء المؤسسات وحوكمتها، مما يؤدي إلى تحسن أداء هذه الصناديق، ولكونها تساعد في تنشيط الأسواق المالية، فتتمثل إشكالية هذه الدراسة في:

ما هو اتجاه تطور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا؟ وما هي متطلبات إدماجها لتنشيط السوق المالية الجزائرية؟.

الأسئلة الفرعية

من خلال إشكالية البحث يمكن طرح بعض الأسئلة الفرعية كالآتي:

- ما هو مفهوم وأبعاد المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات ؟
- ما هي النظريات المفسرة لإتباع المؤسسات المسؤولية الاجتماعية ونشر تقارير عنها ؟
- ما هو مفهوم الاستثمار المسؤول اجتماعيا ووكالات التنقيط المجتمعي وصناديق الاستثمار الأخلاقية؟
- ما هي مقابلات صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا ووكالات التنقيط المجتمعية في الجانب الإسلامي؟
- كيف يمكن قياس أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا ؟
- ما مدى تطور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا والإسلامية ؟
- ما هي المتطلبات المستنبطة من التجارب الدولية لإدماج صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا والإسلامية في السوق المالية الجزائرية ؟

6- فرضيات البحث

تتمثل فرضيات هذا البحث في ما يلي:

1-6 الفرضية العامة

تُظهر الاختلافات بين صناديق الاستثمار التقليدية وصناديق الاستثمار الأخلاقية بعض المميزات لصناديق الاستثمار الأخلاقية (ذات الأثر الإيجابي على الأداء)، كالاختيار عن طريق معايير مالية، ومعايير غير مالية (الأثر على المحيط، والأخلاق، واحترام حقوق الإنسان، ومعايير اجتماعية...)، لذلك يفترض في هذه الدراسة أن صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية في تطور مستمر كونها طريقة تمويل مستدامة، ومنه فإن عملية إدماج هذه صناعة يتطلب هندسة كاملة بالاستعانة بتجارب ناجحة.

2-6 الفرضيات الجزئية

وتتمثل الفرضيات الجزئية فيما يلي:

- تعتبر المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات أمر طوعي يزيد من قيمة المؤسسة عند كامل أطراف المصلحة.
- توفر صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا أدوات مالية ذات أداء بيئي وأخلاقي ومالي معتبر بالنسبة للمستثمرين، وتحفز المؤسسات على الالتزام بالمسؤولية الاجتماعية.
- تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية مقابلات صناديق الاستثمار الأخلاقية ووكالات التنقيط المجتمعية في الجانب الإسلامي.
- تُعرف صناديق الاستثمار الأخلاقية والإسلامية نموا سريعا رغم حداثة الصناعة، ويرجع هذا إلى خصوصية المستثمرين من حيث الدين والأخلاق.
- تتطلب عملية إدماج صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية هيئات مناسبة ومساعدة وقوانين مشجعة.

7- المناهج المتبعة

استلزم انجاز هذا البحث إتباع المنهج الوصفي لتبيان ماهية عناصر الدراسة ومعرفة أهميتها، والمنهج التحليلي لمعرفة توجه تطور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وأسباب ذلك، لإسقاطها على واقع السوق المالية بالجزائر.

8- خطة البحث

وعلى هذا الأساس، اقتضت الدراسة تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول. حيث يتناول الفصل الأول دراسة لصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا ابتداء بدراسة للمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات والاستثمار المسؤول اجتماعيا ووكالات التنقيط المجتمعية وصولا إلى مفاهيم ومقاربات وتصنيفات صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا.

أما الفصل الثاني، يبحث مقابلات صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا ووكالات التنقيط المجتمعية في الجانب الإسلامي، ذلك بدراسة جوانب مختلفة من صناديق الاستثمار الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية.

أما الفصل الثالث فهو عبارة عن دراسة لواقع وأهمية صناديق الاستثمار الأخلاقية والإسلامية في الأسواق المالية للبلدان المتميزة بهذه الصناعة المالية، ودراسة استشرافية لمتطلبات وآفاق إدماج صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية في السوق المالية الجزائرية.

الفصل الأول

صناديق الاستثمار المسؤولة
اجتماعيا - الإطار النظري -

الفصل الأول: صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا - الإطار النظري-

تعتبر سوق الأوراق المالية أحد أهم أسواق النشاط الاقتصادي التي تتدفق فيها الأموال من الجهات التي لديها فائض في الموارد المالية إلى الجهات التي تعاني من عجز في هذه الموارد مقابل توفير عائد معقول. ولقد تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بالمسؤولية الاجتماعية للوحدات الاقتصادية والمطالبة بتحمل هذه الوحدات لمسئوليتها الاجتماعية تجاه المجتمع، وأن يكون لها دور أكبر من مجرد الإنتاج وتحقيق الأرباح. ويعتبر المستثمرون الأخلاقيون هم من ادمجوا المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات في الأسواق المالية عن طريق استثماراتهم المتضمنة شروط الأداء البيئي والاجتماعي مع الأداء المالي المقبول. حيث يبحث الفصل الأول في ماهية صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وذلك من خلال الربط بين المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات والنشاط الاستثماري في سوق الأوراق المالية.

وينقسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كالآتي:

- المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات؛
- الاستثمار المسؤول اجتماعيا ووكالات التنقيط المجتمعي؛
- صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا.

المبحث الأول: المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات

لم يعد مؤشر قياس أداء المؤسسات مقتصرًا على الأداء الاقتصادي والمالي فحسب، بل أصبح للأداء الاجتماعي للمؤسسة في سعيها إلى الموازنة في أهدافها وأهداف ورغبات المجتمع دور جوهري. ومن خلال هذا المبحث سيتم التعرف على مفهوم ونشأة وأبعاد المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات، ومختلف النظريات المفسرة لها بالإضافة إلى رؤية الفكر الاقتصادي الإسلامي لها.

المطلب الأول: المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات، المفهوم والنشأة

لم يكن مفهوم المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات في النصف الأول من القرن العشرين معروفاً بشكل واضح، حيث كانت المؤسسات تحاول جاهدة تعظيم أرباحها وبشتى الوسائل¹. ومع النقد المستمر الحاصل لمفهوم تعظيم الأرباح، ظهرت بوادر تبني المؤسسات دوراً أكبر تجاه البيئة والمجتمع الذي تعمل فيها. فيما يلي عرض مفاهيم خاصة بالمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات ونظرة عامة على ظروف نشأتها.

1- تعريف المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات

سيتم إدراج في هذه الفقرة مجموعة مفاهيم للمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات لدى المؤسسات الدولية وبعض الأكاديميين كما يلي:

1-1-1 تعريف المسؤولية الاجتماعية لدى بعض المؤسسات الدولية

تعرف المسؤولية الاجتماعية لدى بعض المؤسسات الدولية كما يلي:

1-1-1-1 المجلس العالمي للأعمال من أجل التنمية المستدامة

يعرف المجلس العالمي للأعمال من أجل التنمية المستدامة المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات بأنها "التزام مؤسسات الأعمال المتواصل، بالسلوك الأخلاقي وبالمساهمة في التنمية

1 - نهال المغربل وباسمين فؤاد، المسؤولية الاجتماعية لرأس المال في مصر: بعض التجارب الدولية، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، ورقة عمل رقم 138، مصر، سبتمبر 2008، ص: 3.

الاقتصادية وفي الوقت ذاته تحسين نوعية حياة القوى العاملة وأسرهما فضلاً عن المجتمعات المحلية والمجتمع عامة.¹

1-1-2 المنتدى الدولي لقادة الأعمال

يعرف المنتدى الدولي لقادة الأعمال المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات بأنها "ممارسات الأعمال التجارية المتسمة بالانفتاح والشفافية والقائمة على مبادئ أخلاقية واحترام الموظفين والمجتمع والبيئة، وصممت تلك المسؤولية لإتاحة قيمة مستدامة للمجتمع عامة، إضافة إلى المساهمين."²

1-1-3 معهد الأمم المتحدة لبحوث التنمية الاجتماعية

يُعتبر معهد الأمم المتحدة لبحوث التنمية الاجتماعية المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات بأنها "السلوك الأخلاقي لمؤسسة ما تجاه المجتمع، وتشمل سلوك الإدارة المسؤول في تعاملها مع الأطراف المعنية التي لها مصلحة شرعية في مؤسسة الأعمال، وليس مجرد حاملي الأسهم."³

1-1-4 البنك الدولي

يعرف البنك الدولي المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات بأنها "الالتزام بالمساهمة في التنمية الاقتصادية المستدامة، وذلك من خلال التعاون مع العاملين وأسرهم والمجتمع المحلي والمجتمع ككل، لتحسين مستوى معيشتهم على نحو مفيد لنشاط المؤسسات وللتنمية الاقتصادية."⁴

1-1-5 المفوضية الأوروبية

تعرف المفوضية الأوروبية المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات على إنها "عملية توحيد الاعتبارات والاهتمامات البيئية والاجتماعية لمنظمات الأعمال مع أنشطتها وعملياتها وتفاعلها مع ذوي المصلحة على أساس طوعي."⁵

¹ - Frank Hond & al, Managing corporate social responsibility in action talking, (Corporate social responsibility series), Ashgate Publishing Company, USA, 2007, p: 10.

² - لخضر مولاي و سايح بوزي ، دور الاقتصاد الإسلامي في تعزيز مبادئ المسؤولية الاجتماعية للشركات، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، المركز الجامعي بغرداية، 22-23 فيفري 2011، ص: 3.

³ - كشف البيانات المتعلقة بتأثير الشركات على المجتمع الاتجاهات والقضايا الراهنة، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، منشورات الأمم المتحدة، الأمم المتحدة، 2004، ص: 27.

⁴ - Frank Hond & al, Op-cit, 2007, p: 38.

⁵ - Georg Muller-Christ, Sustainable Management Coping with the Dilemmas of Resource-Oriented Management, Springer, London, 2011, p: 47.

2-1 المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات لدى بعض الأكاديميين

تتفاوت مفاهيم المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات عند الباحثين والمتخصصين على نحو واسع بالعهد والمؤلف ومنها:

التعريف الأول: "المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات هي استراتيجيات تتبعها مؤسسات لها التزامات اجتماعية حضارية التي تتجاوز الدوال الاقتصادية من إنتاج وتوزيع السلع والخدمات النادرة، بالإضافة إلى توليد مستوى مقنع من الأرباح لحملة أسهمها."¹

التعريف الثاني: المسؤولية الاجتماعية للمؤسسة هي "التزام أخلاقي بين المؤسسة والمجتمع تسعى من خلاله المؤسسة إلى تقوية الروابط بينها وبين المجتمع بما من شأنه تعزيز مكانتها في أذهان المستهلكين والمجتمع بشكل عام والذي ينعكس بدوره على نجاحها وتحسين أدائها المستقبلي."²

التعريف الثالث: المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات هي "تصرف المؤسسات على نحو يتسم بالمسؤولية الاجتماعية والمساءلة، ليس فقط أمام أصحاب حقوق الملكية، ولكن أمام أصحاب المصلحة الأخرى بمن فيهم الموظفين والعملاء والحكومة والشركاء والمجتمعات المحلية والأجيال القادمة."³

ومنه، لا تزال تحتاج المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات إلى تعريف موحد المعالم معترف به لدى كل الأطراف، فالمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات إجمالاً هي مفهوم بحيث تأخذ المؤسسات بعين الاعتبار المخاوف الاجتماعية والبيئية في عملياتها الإدارية وفي تفاعلها مع أصحاب المصالح. وتعتبر "المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات طريقة لحل النزاع المحتمل بين إدارة المؤسسة والجمهور العريض لأصحاب الحقوق بمن فيهم المستخدمين والزبائن والمجتمع المحلي والمجتمع ككل."⁴

¹ - Ronald Paul Hill & al. , **Corporate Social Responsibility and Socially Responsible Investing: A Global Perspective**, *Journal of Business Ethics*, 2007, 70:165-174, p: 166.

² - فؤاد محمد حسين الحمدي، الأبعاد التسويقية للمسؤولية الاجتماعية للمنظمات وانعكاساتها على رضا المستهلك، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة المستنصرية، العراق، 2003، ص: 40.

³ - حسين الأسرج، المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط- الكويت، العدد 90، فيفري 2010، ص: 4.

⁴ - 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.

2- نشأة المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات

تمتد جذور المسؤولية الاجتماعية إلى عمق تاريخي ليس بالقليل، وهي مرتبطة بتطور الفكر الإداري والانعكاسات المختلفة التي طرأت عليه، إذ تأثرت المسؤولية الاجتماعية بالعديد من المتغيرات التي أدت إلى تعزيز قبولها في حيز الواقع أو إلى انحسارها، أو حتى تجاهلها في بعض الحالات تبعاً إلى أسباب كثيرة من أبرزها طبيعة البيئة المحيطة بالمؤسسة والتي تعمل فيها، وما ساد من فهم متباين للمسؤولية الاجتماعية لدى مديري المؤسسات.¹

وقد أشارت العديد من الدراسات إلى أن ظهور وتنامي هذا المفهوم جاء نتيجة عديد من التحديات كان من أهمها:²

1-2 العولمة

تعد العولمة من أهم القوى الدافعة لتبني المؤسسات لمفهوم المسؤولية الاجتماعية، حيث أضحت العديد من المؤسسات متعددة الجنسية ترفع شعار المسؤولية الاجتماعية، وأصبحت تركز في حملاتها الترويجية على أنها تهتم بحقوق الإنسان، وأنها تلتزم بتوفير ظروف عمل آمنة للعاملين، وبأنها لا تسمح بتشغيل الأطفال، كما أنها تهتم بقضايا البيئة والحفاظ على الموارد الطبيعية.

2-2 تزايد الضغوط الحكومية والشعبية

من خلال التشريعات التي تنادي بضرورة حماية المستهلك والعاملين والبيئة، الأمر الذي قد يكلف المؤسسة أموالاً طائلة إذا ما رغبت في الالتزام بتلك التشريعات، وبخلاف ذلك قد تتعرض للمقاطعة والخروج من السوق بشكل عام.

3-2 الكوارث والفضائح الأخلاقية

حيث تعرضت الكثير من المؤسسات العالمية لقضايا أخلاقية، مما جعلها تتكبد أموالاً طائلة كتعويضات للضحايا أو خسائر نتيجة المنتجات المعيبة، كما حدث في كارثة التلوث النفطي للمياه في ساحل ألاسكا والتي تسببت فيها مؤسسة "اكسون فالديز" (Exxon Valdez) النفطية، أو كما حدث في فضيحتي الرشوة في شركتي "أي بي ام" و"البنك الوطني" (IBM &)

¹ - فؤاد محمد حسين الحمدي، مرجع سابق، 2003، ص: 35.

² - نفس المرجع أعلاه، ص: 35-36.

(Banco Nacion) في الأرجنتين، وفضيحة رشوة "لوكيد" (Lockheed) عام 1970 في أمريكا، الأمر الذي دعا السلطات الأمريكية إلى سن قانون ينظم التعامل مع قضايا الرشوة.

2-4 التطورات التكنولوجية المتسارعة

والتي صاحبته تحديات عديدة أمام مؤسسات الأعمال وفرضت عليها ضرورة الالتزام بتطوير المنتجات، وتطوير مهارات العاملين، وضرورة الاهتمام بالتغيرات في أذواق المستهلكين وتنمية مهارات متخذي القرار. خاصة في ظل التحول من الاقتصاد الصناعي إلى اقتصاد قائم على المعلومات والمعرفة، وزيادة الاهتمام برأس المال البشري بدرجة أكبر من رأس المال المادي.

إجمالاً، ومع تغير بيئة العمل العالمية، فإن متطلبات النجاح والمنافسة تغيرت أيضاً. إذ أصبح لزاماً على مؤسسات الأعمال أن تضاعف جهودها، وأن تسعى نحو بناء علاقات إستراتيجية أكثر عمقا مع العاملين وشركاء العمل ودعاة حماية البيئة والمجتمعات المحلية والمستثمرين والمستهلكين، حتى تتمكن من المنافسة والبقاء في السوق، وبالتالي تتمكن المؤسسات من مواجهة التحديات التي تتعرض لها في العصر الراهن.

المطلب الثاني: أبعاد المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات

سعى العديد من الباحثين إلى محاولة تحديد أبعاد المسؤولية الاجتماعية، وقد صنف كل منهم تلك الأبعاد من وجهات نظر مختلفة. ونفس الأمر بالنسبة للمؤسسات التي تختلف في تحديد هذه الأبعاد، وذلك حسب قدرتها ورغبتها ونظرتها للمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات. فيما يلي عرض لبعض التصنيفات لأبعاد المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات.

وكما هو مبين في الجدول أدناه وفي دراسة للدكتور "فؤاد محمد حسين الحمدي" اعتمد

أربعة أبعاد أساسية للمسؤولية الاجتماعية للمؤسسة وتمثلت تلك الأبعاد في:¹

- المسؤولية تجاه المجتمع.
- المسؤولية تجاه حماية المستهلك.
- المسؤولية تجاه أخلاقيات الأعمال.
- المسؤولية تجاه حماية البيئة والموارد الطبيعية.

¹ - فؤاد محمد حسين الحمدي، مرجع سابق، 2003، ص: 52.

الجدول (1) أبعاد المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات

أبعاد المسؤولية الاجتماعية			
المسؤولية تجاه حماية البيئة	المسؤولية الأخلاقية	المسؤولية تجاه حماية المستهلك	المسؤولية تجاه المجتمع
- الالتزام بالتشريعات البيئية. - الاقتصاد في استخدام الموارد. - الاقتصاد في استخدام مصادر الطاقة. - تجنب مسببات التلوث - آلية التخلص من النفايات. - المساهمة في اكتشاف مصادر جديدة للمواد الخام والطاقة.	- تتناسق أهداف الشركة مع أهداف المجتمع. - عدم احتكار المنتجات. - وجود دليل عمل أخلاقي للمنظمة. - تشجيع العاملين على الإبلاغ عن الممارسات السلبية. - عدم التحايل بالأسعار.	- التبيين. - السعر. - الضمان. - التعبئة والتغليف. - التوزيع. - الإعلان. - المقاييس والأوزان. - النقل والتخزين.	- إنجاز المشاريع الأساسية. - تقديم الهبات والتبرعات. - توفير فرص العمل لأفراد المجتمع. - توفير فرص العمل للمعاقين. - توفير فرص العمل للنساء. - المساهمة في دعم الأنشطة الثقافية والحضارية. - المساهمة في دعم الاقتصاد المحلي.

المصدر: فؤاد محمد حسين الحمدي، مرجع سابق، 2003، ص: 4.

وتمثلت أبعاد المسؤولية الاجتماعية حسب "بريد و فيرال" (Pride & Ferrell) سنة

1997 في:¹

- 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.

¹ - فؤاد محمد حسين الحمدي، مرجع سابق، 2003، ص: 48.

- المسؤولية الاقتصادية ويقصد بها أن تكون المؤسسة نافعة ومجدية اقتصادياً، وأن تحاول جاهدة توفير الأمان للآخرين.

المطلب الثالث: النظريات المفسرة للمسؤولية الاجتماعية ورؤية الفكر الاقتصادي الإسلامي لها

يعرض هذا المطلب مختلف النظريات المفسرة للمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات في النقطة الأولى، ورؤية الفكر الاقتصادي الإسلامي للمسؤولية الاجتماعية في النقطة الثانية كما يلي:

5- النظريات المفسرة للمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات

تبين هذه الفقرة مجموعة النظريات المفسرة لتبني المؤسسات استراتيجيات المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات ولعل أهمها نظرية الاقتصاد السياسي ونظرية الشرعية ونظرية أصحاب المصالح وتأتي العلاقة كالاتي:

1-1 نظرية الاقتصاد السياسي (Political Economy Theory)

ساعدت نظرية الاقتصاد السياسي الباحثين في تفسير العمليات الاجتماعية من السياق الاقتصادي والسياسي والاجتماعي. ويمكن أن يفسر المنظور الحدائي لنظرية الاقتصاد السياسي ممارسة المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات من حيث تركيزه على تفاعلات المجموعات من منظور تعددي جديد، على سبيل المثال المؤسسات والمستخدمين أو المستهلكين أو مجموعة الضغط.¹

وقد استُخدم في العديد من الدراسات للمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات النموذج الحدائي لنظرية الاقتصاد السياسي لشرح ممارسات المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات مثل "غوثيري" و"باركر" سنة 1990، و"ويليامز" سنة 1999.²

¹ - ATAUR Rahman Belal, Corporate Social Responsibility Reporting in Developing Countries, (Corporate social responsibility series) Ashgate Publishing Company, USA, 2008, pp: 13-14.

² - Idem, p: 14.

2-1 نظرية الشرعية (Legitimacy Theory)

تشير نظرية الشرعية إلى أن المؤسسات قد تحاول إضفاء الشرعية لتشريع نشاطاتها بنشر تقارير المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات، من أجل الحصول على موافقة ومساندة من المجتمع في دعم استمرار وجودها، وبالتالي تعتبر المسؤولية الاجتماعية "رخصة للعمل".¹

وتعتبر النظرية أن إعداد تقارير المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات هو عقد اجتماعي بين المؤسسة والمجتمع الذي تعمل فيه، يزودها بالشرعية القانونية لامتلاك واستعمال المصادر الطبيعية وإمكانية استئجار المستخدمين.

وبما أن الأعراف الاجتماعية ليست ثابتة، فهي تتغير بمرور الوقت الذي يستوجب حاجة الشركات إلى الاستجابة لتغيير التوقعات الاجتماعية من أجل أن ينظر إليها على أنها "شرعية".

ويمكن للمؤسسات اعتماد أربع استراتيجيات من أجل الحصول على الشرعية، وذلك من خلال السعي إلى:²

- إعلام الجهات المعنية حول الأداء الفعلي.
- تغيير تصورات أصحاب المصلحة دون تغيير التصرف الفعلي للمؤسسة.
- صرف الأنظار بعيداً عن أي مسألة مثيرة للقلق.
- تغيير التوقعات الخارجية حول الأداء.

3-1 نظرية أصحاب المصالح (Stakeholder Theory)

أشاع فريمان ولأول مرة، في سنة 1984 تعبير أصحاب المصلحة، ويشير التعبير إلى العديد من المجموعات ذات الاهتمامات الخاصة التي تستطيع التأثير على المؤسسة أو تكون متأثرة من قبل نشاط أو قرارات المؤسسة مثل المستثمرين والمستخدمين والزبائن والحكومة ومجموعات الضغط والمجتمع.³

¹ - *Ibid*, p: 15.

² - Ataur Rahman Belal, *Op-cit*, 2008, p : 17.

³ - *Idem*, pp : 18-22.

تسند العديد من البحوث الحديثة المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات إلى نظرية أصحاب المصالح والتي تنص على أن الهدف الأساسي للمؤسسات يتمثل في توليد وتعظيم القيمة لجميع أصحاب المصالح من حملة أسهم أو شركاء، وموردين، وموزعين، وزبائن وأيضا العاملين وأسرهم، والبيئة المحيطة والمجتمع المحلي والمجتمع ككل. وتعد المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات أداة رئيسية للوصول إلى هذا الهدف من خلال تحقيق الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي والبيئي لمجتمع الأعمال.¹

ويرى عدد من الباحثين أن المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات هي الوسيلة التي تستخدمها الشركات لإدارة وتنظيم علاقاتها بالمتعاملين معها.

2- رؤية الفكر الاقتصادي الإسلامي للمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات

حسب ما سبق، أستعمل العديد من الباحثين نظرية الشرعية لتفسير المسؤولية الاجتماعية على أنها تطوع المؤسسات بناءً على العقد الاجتماعي بينها وبين المجتمع لإضفاء الشرعية لأعمالها، واستعمل باحثون آخرون نظرية أصحاب المصالح لتفسير الواجب الاجتماعي للمؤسسات نحو أطراف المصلحة. والملاحظ أن رؤية الشريعة الإسلامية للمسؤولية الاجتماعية شاملة من الناحيتين.

حيث أن الدين الإسلامي هو أول من اهتم بمفهوم المسؤولية الاجتماعية ونظم طبيعة العلاقات بين أفراد المجتمع، وطالب كل فرد أن يقوم بواجباته تجاه الآخرين وجاء بالعديد من الآيات القرآنية والأحاديث النبوية الشريفة التي تنظم العلاقة بين المنظمة والمجتمع.²

تعتبر المسؤولية الاجتماعية في النظام الإسلامي جزءاً عضوياً من الدين لصحة العقيدة والشريعة.³ والمسؤولية الاجتماعية ليست دخيلة على المجتمعات الإسلامية وعلى مبادئ الاقتصاد الإسلامي كما في النظام الرأسمالي، وليست بديلاً وحيداً كما في النظام الشيوعي وإهمالاً للمصلحة الذاتية لمالك المال. وتستند هذه الأصالة إلى أن ملكية المال في المنظور

¹ - نهال المغربي و ياسمين فؤاد، مرجع سابق، 2008، ص: 3-4.

² - وهيبة مقدم، المسؤولية الاجتماعية للشركات من منظور الاقتصاد الإسلامي، موقع موسوعة الاقتصاد و التمويل الإسلامي،

<http://iefpedia.com/arab/?p=18888>، ص: 13. تاريخ المطالعة (2011/07/01).

³ - علاء الدين الزعزري، المسؤولية الاجتماعية للشركات، موقع موسوعة الاقتصاد و التمويل الإسلامي،

<http://iefpedia.com/arab/?p=18976>، ص: 8. تاريخ المطالعة (2011/07/01).

الإسلامي لله عز وجل، استخلف الإنسان فيه، وبالتالي فإن الله سبحانه وتعالى حقا في المال، وحق الله في التصور الإسلامي هو حق المجتمع.¹

ومنه فإن الزكاة والحقوق الواجبة للأقارب والجيران والكفارات ملزمة شرعا. والوقف والصدقات التطوعية الأخرى تدخل في مجال الالتزام الذاتي من المسلم يقوم بها لنيل الثواب من الله عز وجل.

ولم يتوقف التشريع الإسلامي عند الأمر وإنما نظم كيفية هذا الأداء في أساليب وأدوات وآليات محددة بدقة. يتضح هذا في فقه الزكاة وفقه الوقف والحقوق الواجبة للعمال، والإحسان والسماحة مع العملاء والموردين.²

تعتبر المسؤولية الاجتماعية التي حث عليها الإسلام كتنظيم اجتماعي يؤسس لبناء مجتمع مستقر ومتناسك تكتمل فيه جميع العناصر الثقافية والاجتماعية والاقتصادية والسياسية وغيرها، وهي لا تتوقف عند حد المساهمات المادية أو العينية كما هو حاصل في المنظور الوضعي، إنما تتعداه إلى غرس روح المحبة والألفة و الرحمة كلبنة لإنشاء المجتمع المسلم المستقر والمستمر عبر العصور من خلال الحقوق والواجبات والأوامر والنواهي في شتى مجالات الحياة الاجتماعية.³

¹ - لخضر مولاي و سايج بوزيد، مرجع سابق، ص: 14.

² - تحرير مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات، سلسلة تطوير المسؤولية الاجتماعية للشركات، مركز مراس للاستشارات الإدارية، مجلس المسؤولية الاجتماعية بالرياض، 2010، ص: 28.

³ - وهيبة مقدم، مرجع سابق، 2011، ص: 21.

المبحث الثاني: الاستثمار المسؤول اجتماعياً ووكالات التنقيط المجتمعي

يناقش هذا المبحث أداة لإدماج المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات في الأسواق المالية. حيث يبحث الكثير من المستثمرين الماليين عن فرص متوازنة من حيث الأداء المالي والأداء البيئي والاجتماعي، وذلك عن طريق الاستثمار المسؤول اجتماعياً. ويعرض هذا المبحث مفهوم ونشأة الاستثمار المسؤول اجتماعياً، ومختلف المقاربات للاستثمار المسؤول اجتماعياً، وعرض وكالات التنقيط المجتمعي.

المطلب الأول: الاستثمار المسؤول اجتماعياً والنشأة والمفهوم

إحدى التطورات الجديدة في الصناعة المالية هي ارتفاع الاستثمارات ذات المسؤولية الاجتماعية أو الأخلاقية، ومن خلال هذا المطلب يتم عرض نشأة ومفهوم الاستثمار المسؤول اجتماعياً.

1. نشأة وتطور الاستثمار المسؤول اجتماعياً

ترجع أصول الاستثمارات الاجتماعية إلى مئات السنوات السابقة، إلا أن الجذور الحديثة للاستثمار الاجتماعي تعود إلى المناخ السياسي لسنوات الستينيات من القرن العشرين، وذلك مع ظهور عدة قضايا مثل البيئة والحقوق المدنية والطاقة النووية، التي زادت من الوعي الاجتماعي للمستثمرين.¹

في ما يلي عرض لأهم مراحل تطور الاستثمار المسؤول اجتماعياً:

1.1 الجذور التاريخية للاستثمار المسؤول اجتماعياً

بدأ الاستثمار المسؤول اجتماعياً عملياً في القرن السابع عشر عند "الكاكرز" Quakers، وهم أعضاء الطائفة البروتستانتية التي تأسست في سنة 1747 من قبل جورج فوكس "George Fox" في بريطانيا، وتتمثل المبادئ الموجهة لهذه الفئة في الوقوف ضد امتلاك الثروة، وإقامة

¹ - Rob Bauer & Kees Koedijk & Rogér Otten, "International evidence on ethical mutual fund performance and investment style", *Journal of Banking & Finance*, 29, 2005, 1751-1767, P: 1752.

العدل والمساواة وتجسيد في أعين معاصريهم جديتهم في العمل، وذلك بتجاهل الملذات كالرقص والموسيقى والفنون بشكل عام.¹

حيث جمع الكاكرز ثروات في مجال التجارة والصناعة في بريطانيا واستقروا في فيلادلفيا وهم أول من رفض الثراء من الصناعات الحربية وتجارة الرق.

1. 2. الجذور المعاصرة للاستثمار المسؤول اجتماعياً

تكمن جذور الاستثمار المسؤول اجتماعياً الفعلية في الفترة المسماة بعصر الإصلاح في الولايات المتحدة الأمريكية 1890 - 1917 التي تميزت بالوعي الديني، حيث تم ظهور نظام اجتماعي جديد في الحياة السياسية يتمثل في النقاط الآتية:²

❖ على النطاق الشخصي

الاهتمام بالسلوك الأخلاقي للأفراد من خلال النضال ضد التبغ والكحول ومختلف أنواع المخدرات. فالاستثمار المسؤول اجتماعياً، كما عند الكاكرز نابع من الحاجة لإيجاد السلامة الشخصية واعتماد نهج متسق بين استثماراتها والأخلاق الشخصية.

❖ الرعاية الاجتماعية

وذلك من خلال رعاية الضعفاء الذين لا يستطيعون الدفاع على أنفسهم (الفقراء والنساء والأطفال والعمال). وفي 4 ديسمبر 1908، اعتمد المجلس الاتحادي للكنائس الأمريكية العقيدة الاجتماعية للكنائس، وقرر مجلس الكنيسة لصالح:

- المساواة في الحقوق والعدالة للجميع دون تمييز.
- إلغاء عمالة الأطفال.
- تنظيم ظروف العمل للمرأة.
- نهاية استغلال العمال.

¹ - Elisa M. Zarbafi, **Responsible Investment and the Claim of Corporate Change**, Gabler Research, 1st Edition, Wiesbaden, 2011, p: 29.

² - Najib Sassenou & P. Bello, G. Féron & C.-H. d'Arcimoles, **Le développement durable**, Editions D'Organisation, Paris, 2001, pp : 11-13.

- خفض تدريجي ومعقول في ساعات العمل الأسبوعية إلى أدنى مستوى ممكن، وأوقات الفراغ كافية للجميع.
- الحق في الحصول على السلع الأساسية.
- حق العمال في الحصول على شكل من أشكال الحماية ضد الصعوبات التي غالبا ما تكون نتيجة للتغيرات السريعة للأزمات الصناعية المتكررة.
- الحد الأدنى للأجور لائق في جميع الصناعات.
- حماية العمال من مخاطر الأمراض، ومخاطر الآلات المهنية والوفيات في أماكن العمل.
- تبادل المنتجات والأرباح الصناعية بنزاهة قدر الإمكان.

❖ التغيير المؤسسي

عن طريق إعادة تعريف العلاقات بين الحكومة والمحكومين، والعلاقات بين الإمبراطوريات الصناعية الكبرى والمجتمع.

1. 3 حركة الحقوق المدنية وميلاد صناعة مالية جديدة

تطور الاستثمار المسؤول اجتماعيا تدريجيا في الفترة الممتدة من بداية القرن العشرين حتى أواخر الستينات من قبل بعض الكنائس والأفراد باستبعادهم لأسهم الشركات في القطاعات غير الأخلاقية - والمسماة في الأدبيات المالية أسهم الخطيئة (Sin Stock) - من محافظهم الاستثمارية.¹

وتمثل سنة 1969 بداية الاستثمار المسؤول اجتماعيا في الولايات المتحدة الأمريكية في نسخته الحديثة، بإصدار الكونغرس قانون السياسة البيئية الوطنية (NEPA) الذي يدفع إلى تغيير حاسم في العلاقة بين الأمريكيين وبيئتهم الطبيعية. وعلى هذا الأساس شكل "رالف نادر" Raleph Nader مجموعة كبيرة من المستهلكين الواعين والناشطين وضغطوا على مؤسسة "جنرال موتور" General Motors من أجل سلامة منتجاتها.²

وفي سنة 1970، قدم "رالف نادر" تسعة مقترحات في الاجتماع العام لـ "جنرال موتور" تغطي مواضيع مختلفة مثل فرص العمل للأقليات، وتمثيلها في مجلس الإدارة، وحقوق

¹ - Najib Sassenou & al, **Op-cit**, 2001, p :13.

² - Idem, p :14.

المستهلكين. وتم اعتماد قرارين من المقترحات التسعة من طرف لجنة تسيير البورصة الأمريكية، وبذلك تكون هذه الحلول الاجتماعية سابقة في تاريخ الولايات المتحدة الأمريكية.¹

في سنة 1982، ظهرت أول مؤسسة تسيير تركز على الاستثمار المسؤول اجتماعياً المسماة "فرانكلين لبحث وتطوير المؤسسات، بوسطن" (*Franklin Research & Development Corporation of Boston*)، وهم من انشؤوا منتدى الاستثمار الاجتماعي* الذي يضم كل المتعاملين في الصناعة المالية الجديدة.²

2. مفهوم الاستثمار المسؤول اجتماعياً

لحد الآن، لا يوجد مفهوم مشترك أو متفق عليه للاستثمار المسؤول اجتماعياً، بحيث يختلف من هيئة إلى أخرى ومن دولة إلى أخرى.³ لذلك، يمكن جمع بعض المفاهيم كما يلي:

- الاستثمار الأخلاقي أو الاستثمار المسؤول اجتماعياً، هو "مصطلح عام للاستثمارات واستراتيجيات الاستثمارات التي تأخذ بعين الاعتبار المحاولة لبدء التغيير الاجتماعي الايجابي، وتقليل الضرر البيئي ودمج الاعتقادات الدينية أو الأخلاقية".⁴

- الاستثمار المسؤول اجتماعياً هو تطبيق مبادئ التنمية المستدامة في الاستثمار. هذا النهج يراعي الأبعاد الثلاثة: البيئية والاجتماعية / المجتمعية والحوكمة ESG، بالإضافة إلى المعايير المالية المعتادة.¹

¹ - Najib Sassenou & al, **Op-cit**, 2001, pp :14-15.

* منتدى الاستثمار الاجتماعي هو منظمة أمريكية غير ربحية، تروج لمفهوم وممارسة ونمو الاستثمار المسؤول اجتماعياً. منتدى الاستثمار الاجتماعي، من خلال موقعه على شبكة الانترنت (www.Socialinvest.Org) ، يدعو إلى :

- تحديد جميع الصناديق المسؤولة اجتماعياً والوضع الحالي لأدائها.
- الوصول إلى أحدث المعلومات الخاصة بصناديق الاستثمار المسؤول اجتماعياً.
- متابعة للأحداث الجارية حول هذا الموضوع.
- التعبئة الأكاديمية والفنية والمالية، وتحسين المعرفة العامة لعامة الناس.
- التجسد والترويج لقضية "المسؤولية الاجتماعية" على الصعيد الوطني.

يملك منتدى الاستثمار الاجتماعي الأمريكي اليوم فروعاً في مختلف الدول الغربية التي تضم وتمثل معا مديري صناديق الاستثمار المسؤول اجتماعياً.

² - Najib Sassenou & al, **Op-cit**, 2001, p :15.

³ - Association Ecole de Guerre Economique, **L'investissement Socialement Responsable**, 03-2008, p:10.

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

- الاستثمار المسؤول اجتماعياً هو "عملية استثمار التي تعتبر النتائج الاجتماعية والبيئية للاستثمارات، إيجابية كانت أم سلبية، ضمن التحليل المالي الصارم والدقيق".²

- وحسب منتدى الاستثمار الاجتماعي، فإن الاستثمار المسؤول اجتماعياً "هو ذلك السلوك الاستثماري الذي يأخذ بعين الاعتبار المعايير البيئية والاجتماعية ومعايير حوكمة الشركات لتحقيق عوائد مالية مستقبلية بالإضافة إلى آثار إيجابية على المجتمع".³

ربطاً بما سبق، فإن الاستثمار المسؤول اجتماعياً هو تمويل المؤسسات التي تملك مستويات جيدة من المسؤولية الاجتماعية، واستعمال المعايير الأخلاقية والاجتماعية في اختيار وإدارة المحافظ الاستثمارية، واستعمال كل الحقوق المتاحة للمستثمرين للتأثير إيجابياً على قرارات المؤسسات نحو الرفع من الأداء البيئي والمجتمعي.

المطلب الثاني: مختلف المقاربات للاستثمار المسؤول اجتماعياً

المستثمر الأخلاقي يرفض أن تستفيد من مدخراته مؤسسات يرتبط نشاطها بإنتاج والمتاجرة في الأسلحة والكحول، واستغلال العمال، وعدم احترام حقوق الإنسان، أو حتى تلويث البيئة... وغيرها من القيم الاجتماعية.⁴ ومنه، يوجد لدى المستثمرين الأخلاقيين ثلاث أوجه للاستثمار بطريقة مسؤولة اجتماعياً، وذلك بإتباع إحدى المقاربات المبينة في الشكل (1) وهي كالتالي:

1- التصفية الإيجابية أو السلبية

والمقصود بها تلك العملية التي تحدد المؤسسات والمشاريع التي يجب مساندةها أو الإحجام عن تمويلها، أي ضم أو استثناء أسهم الشركة من المحفظة الاستثمارية، اعتماداً على ما إذا كانت تلبية أو لا تلبية مختلف الاعتبارات الاجتماعية والبيئية أو الأخلاقية. وتنقسم إلى:⁵

¹ - **Guide La promotion de l'Investissement Socialement Responsable (ISR) par les établissements financiers : Bonnes pratiques en France et à l'étranger**, Observatoire sur la Responsabilité Sociétale des Entreprises, Novembre 2009, p : 9.

² - Hung-Gay Fung & al, **Op-cit**, 2010, p:4.

³ - **Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2010**, Social Investment Forum Foundation,2010, p :13.

⁴ - محفوظ جبار ومريميت عديلة وعمر عبده سامية، أخلاقيات الأعمال والأسواق المالية الكفوة: بعض التطبيقات على السوق المالية الجزائرية، الملتقى الدولي حول " الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات "، جامعة باجي مختار - عنابة، 18- 19 نوفمبر 2009 ، ص: 34.

⁵ - Elisa M. Zarbafi, **Op-cit**, 2011, p : 37.

1-1-1-1 التصفية الإيجابية

وكمثال على التصفية الإيجابية هو تحديد معايير اجتماعية وبيئية في اختيار توظيف الأموال. وبصيغة أخرى، يستثمر الممولون أموالهم في المشاريع التي تأخذ بالاعتبار الجانبين الاجتماعي والبيئي.

1-2-1-2 التصفية السلبية

أما بالنسبة للتصفية السلبية فعندما تمتنع المقاولات عن استثمار أموالهم في قطاعات اقتصادية لا تأخذ بعين الاعتبار البعد الأخلاقي كالمشاريع المتعلقة بالتسلح، بالتبغ... إلخ.

2- الاستثمار ذو التوجه الاجتماعي (Communautaire)

وهو ذلك الاستثمار الموجه للتنمية البشرية والجماعية، الذي لا يغلب الربح الفردي بل يركز على تعبئة الموارد الجماعية من أجل تحسين ظروف العيش. وهو الاستثمار الذي يشجع تأسيس المقاولات الصغرى بهدف تحقيق الرفاهية والعيش الكريم للفئة الأكثر تضرراً في المجتمع. للاستثمار ذي التوجه الاجتماعي عدة أوجه أهمها وأشهرها مؤسسات القروض المصغرة الموجهة للفقراء.¹

3- النشاط الاجتماعي للمساهمين

وهو مقارنة تعتمد بالأساس على الاعتماد على قوة التأثير لدى المساهمين للضغط على الشركة أو المقاوله بغية توجيه استثمارها نحو كل ما هو بيئي واجتماعي.² وقد يستعمل المستثمرون مجموعة من وسائل الضغط مثل:³

- التصويت على المسائل الاجتماعية والبيئية.
- التفاوض مع المسيرين.
- تقديم مقترحات في الجمعيات العمومية.
- التهديد ببيع الأسهم في حالة عدم التوافق مع سياسة المؤسسة.

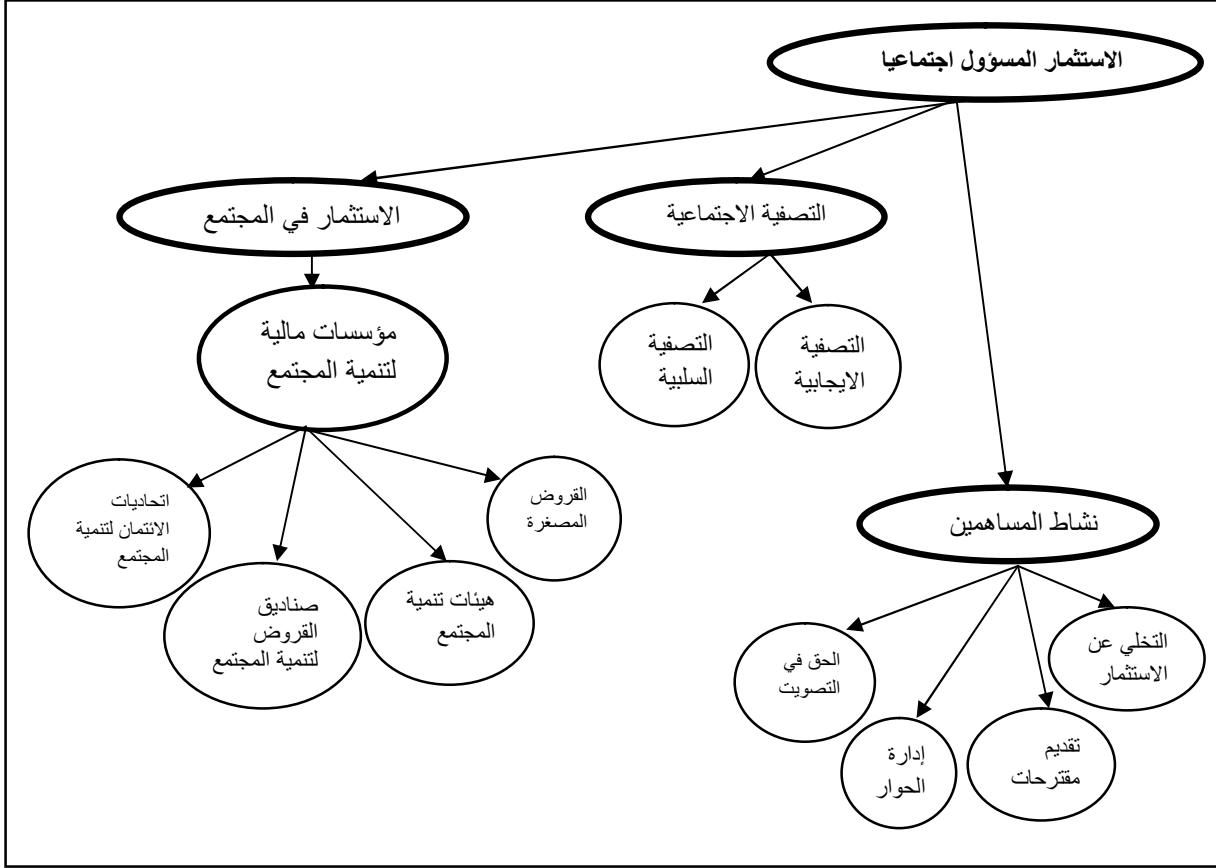
¹ - Elisa M. Zarbafi, **Op-cit**, 2011, p : 38 .

² - Julie Hudson, **The Social Responsibility of the Investment Profession**, The Research Foundation of CFA Institute, USA, 2006, p: 9.

³ - محفوظ جبار وآخرون، مرجع سابق، 2009، ص:35.

فباستخدام المساهمة الفعالة من طرف المساهمين يمكن إجبار المؤسسة على إجراء تغييرات في المدى الطويل في سياستها الاجتماعية والبيئية وتغيير توجهاتها الأخلاقية.

الشكل (1) مختلف مقاربات الاستثمار المسؤول اجتماعياً



المصدر:

Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2007, Social Investment Forum Foundation, p: 13.

المطلب الثالث: وكالات التقييم المجتمعي

لا يستطيع المستثمر تحديد من بين الاستثمارات ما هو سليم من الناحية الاجتماعية والبيئية، الأمر الذي أدى إلى التفكير في إنشاء وكالات مساندة لتكريس مبادئ المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات. فيما يلي عرض لوكالات التقييم أو التصنيف الاجتماعي من خلال النشأة والمفهوم والمبادئ والخدمات المقدمة.

1- نشأة وكالات التقييم المجتمعي

اشتهرت وكالات التقييم 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، ولحاجة المستثمرين، ظهر ما يسمى بوكالات التقييم أو التصنيف المجتمعي التي تقوم بإعلام المستثمرين بمدى التزام المؤسسات بالمسؤولية الاجتماعية، ومنه طورت كبرى وكالات التقييم المالي، مثل "ستاندر أند بور" Standard & Poor's و"موديز" Moody's، نوعا جديدا من الوكالات موجهة لإعلام المستثمرين بمدى التزام المؤسسات بالمسؤولية الاجتماعية، حيث نشأت هذه الوكالات في نهاية التسعينيات، وتقيم هذه الوكالات الالتزامات والسياسات المتبعة وأداء المؤسسة في الميادين الاجتماعية والبيئية والحوكمة المرتبطة بأنشطة المؤسسة. وذلك بتصنيف المؤسسات بدرجات مختلفة حسب المعطيات المتاحة.¹

2- مفهوم وكالات التقييم المجتمعي

وكالات التقييم أو التصنيف المجتمعية، وتسمى في الأدبيات بوكالات التقييم "المجتمعية" أو "غير المالية"، هي مؤسسات تقوم بجمع وترتيب المعلومات المتعلقة بميادين المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات والتنمية المستدامة التي تنتجها المؤسسات بالإضافة إلى البحث عن مصادر معلومات أخرى مثل أصحاب المصالح، وتحليلها وفقا لنموذج معين، ثم نشر النتائج أو بيعها، حيث تساعد هذه النتائج المستثمرين الأخلاقيين في اتخاذ قراراتهم التمويلية، ما إذا كان سلوك المؤسسة يستحق أن يكون مسؤولا اجتماعيا.²

ترسل وكالات التصنيف استبيانات مفصلة جدا للمؤسسات لدراسة سياساتها الاجتماعية والبيئية، واحترامهم لحقوق الإنسان في جميع البلدان التي تعمل فيها.³

¹ - Quels sont les principaux acteurs de l'Investissement Socialement Responsable (ISR), www.LaFinancePourTous.com 08-12-2010.

² - Marta CAMPRODON & al, Analyse critique des agences de notation extra-financière, 25ème Congrès de l'ADERSE, GRENOBLE, 10 et 11 Janvier 2008, p:2.

³ - Alain Chauveau, Jean-Jacques Rosé, L'entreprise responsable, Éditions d'Organisation, France, 2003, p : 23.

وينبغي أن يستند تقييم الأداء الاجتماعي والبيئي للشركات على المعلومات المقدمة ليس فقط من قبل إدارة الشركة، ولكن أيضا من طرف جميع أصحاب المصلحة فيها.¹

حيث يستعمل مسيرو صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا نتائج تحليل وكالات التقييم الاجتماعي للاستثمارات والمؤسسات من أجل اختيار الاستثمار المناسب.²

3- مبادئ وكالات التقييم المجتمعي

من خلال المفاهيم السابقة يمكن حصر مبادئ وكالات التقييم المجتمعي فيما يلي:³

1-3 مبدأ الاستقلالية

يجب أن تكون وكالات التقييم المجتمعي بمثابة طرف ثالث مستقلة عن العملاء والمستثمرين وهو أمر أساسي ومصدر القوة الرئيسي للوكالة، ذلك باستخدام وكالات التقييم المجتمعي للجنة علمية تتألف في معظمها من الأكاديميين وتهدف إلى الإشراف على استقلالية التقييم.

2-3 مبدأ الشفافية

يجب أن تعمل بشفافية قدر الإمكان في النموذج المستخدم من طريقة جمع المعلومات إلى تحليلها وصولا إلى النتائج، ذلك أن كل وكالة لها نموذج قائم على أساس المعايير التي تراها مشروعة وقابلة للتطبيق عالميا.

3-3 مبدأ الاحترافية

بعد إيجاد نموذج التحليل والأدوات اللازمة يتمثل السؤال المهم في مدى شرعية المستعملين لهذا النموذج؟ وهل يملكون الكفاءة اللازمة لتقييم ميادين المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات وهل هذه المهارة والكفاءة في المقام الأول على أساس خلفيتهم الأكاديمية أو عن طريق التجربة؟.

¹ - Promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises Livre vert , Commission européenne, 2001, p : 23.

² - Les Mini-Guides Bancaires, L'investissement socialement responsable (ISR), la Fédération Bancaire Française , Juillet 2010 - Hors-série , p : 22.

³ - Dominique BESSIRE ,Les agences de notation sociétale : la quête de légitimité dans un champ organisationnel en construction, 27ème Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité Tunis, mai 2006, p: 12.

4- الخدمات المقدمة من طرف وكالات التنقيط المجتمعي

تقدم وكالات التنقيط المجتمعي خدمات متنوعة حسب الجهة الموجه إليها الخدمة، كالتنقيط التعريفي والتنقيط حسب الطلب وإنشاء ومتابعة مؤشرات المسؤولية الاجتماعية، وهي كالآتي:¹

4-1 - تنقيط تعريفي

وهو تحليل مستوى ودرجة المسؤولية الاجتماعية للمؤسسة دون طلبها، وذلك كونها مدرجة عادة في مؤشرات أسواق الأسهم والسندات. وتكون الدراسة مبنية على معلومات المؤسسة المنشورة والمتوفرة والتقارير الرسمية، سواء من طرف المؤسسة أو أصحاب المصلحة فيها. ويعتبر الزبائن المحتملون لهذه الخدمة هم المستثمرون الأخلاقيون أو مديرو صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا.

4-2 - تنقيط أو تصنيف حسب الطلب

وهو تحليل معلومات المؤسسات المدرجة أو غير المدرجة بطلب منها، لتقييم سياستها حول المسؤولية الاجتماعية والبيئية. وتُستعمل نتائج التصنيف أو التنقيط من طرف المؤسسة لمراجعة سياستها، ويمكن أيضا نشر النتائج بموافقة المؤسسة.

4-3 - إنشاء المؤشرات المالية المسؤولة اجتماعيا

تقوم كبرى وكالات التنقيط المجتمعي بإنشاء مؤشرات جديدة على مستوى الأسواق المالية تضم المؤسسات المسؤولة اجتماعيا، ومتابعة أدائها باستمرار.

¹ - Marta Camprodon & al, **Op-cit**, 2008, p p:2 -5 .

المبحث الثالث: صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا

من بين أهم الأدوات المالية التي سوقت المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات على مستوى الأسواق المالية هي الصناديق الأخلاقية أو صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا، وذلك بتهافت المستثمرين على المنتجات المالية التي توافق بين المسؤولية الاجتماعية والبيئية للاستثمار مع الأداء المقبول. ويشمل هذه المبحث مفاهيم حول صناديق الاستثمار التقليدية وصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا بالإضافة إلى مختلف المقاربات لإنشاء صناديق الاستثمار والمؤشرات المالية المسؤولة اجتماعيا.

المطلب الأول: صناديق الاستثمار التقليدية؛ المفهوم النشأة والأنواع

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.¹

ويمكن عرض صناديق الاستثمار في النقاط الآتية:

1- مفهوم صندوق الاستثمار

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 ووفقا لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم ودرجة تقبلهم للخطر."²

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

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

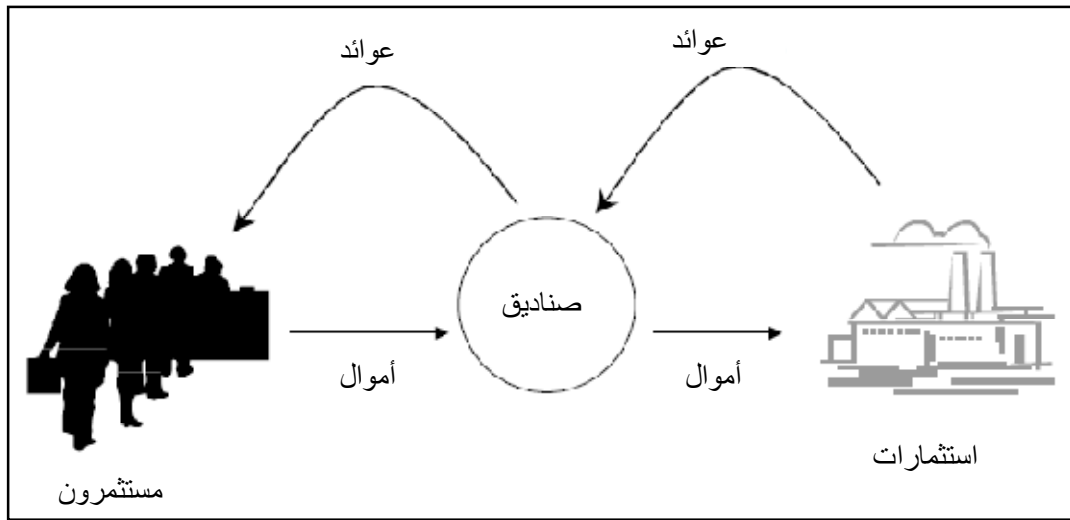
² - حنفي عبد الغفار، **استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإبراهيمية، 2007، ص 45.

بغرض توظيف تلك المدخرات مع رأس مال الصندوق في الأوراق المالية أساسا ومجالات الاستثمار الأخرى لصالح المدخرين والمستثمرين معا.¹

أيضا هو "برامج استثمارية تهدف إلى إشراك عدد كبير من المستثمرين في تحقيق غرض أو أغراض استثمارية معينة وفق شروط وأحكام محددة، وتدار من قبل جهة استثمارية متخصصة مقابل أتعاب محددة مسبقا وبحيث يتحمل المستثمرون سنويا نتائج الأعمال من ربح أو خسارة."²

ومنه، فإن الوظيفة الأساسية لصناديق الاستثمار التقليدية هي شراء وبيع الأوراق المالية ذات الفرص الاستثمارية المناسبة لمشروعات قائمة بالفعل ودون أن يكون لها الحق في اقتحام مجالات الاستثمار المباشر كإنشاء المشروعات أو تملكها.³

الشكل (2) وظيفة صناديق الاستثمار



المصدر : Mark St Giles et al, Managing Collective Investment Funds, Second Edition, John Wiley Edition, England, 2003, p: 13.

¹ - 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.

² - حسن بن غالب آل دائلة، زكاة الصناديق الاستثمارية، ندوة زكاة الأسهم والصناديق الاستثمارية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، 12 أبريل 2005، ص: 5.

³ - عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2006، ص: 18.

وتعتبر صناديق الاستثمار أدوات استثمارية توفر للأشخاص الذين لا يملكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في الأسواق المالية. وتتلخص فكرة هذه الصناديق (كما هو مبين في الشكل (2)) في قيام عدد كبير من المستثمرين بتجميع مواردهم وإدارتها بواسطة مؤسسات مالية لتحقيق عدة مزايا لا يمكن تحقيقها بانفراد.¹

2- نشأة صناديق الاستثمار

تعود نشأة صناديق الاستثمار إلى النصف الثاني من القرن التاسع عشر، حيث انتقل هذا المفهوم بعد ظهوره في بريطانيا سنة 1860، إلى الولايات المتحدة التي ظهرت فيها أشكال هذه الصناعة، وبلغ عدد الصناديق سنة 1921 أكثر من أربعين صندوقا تتضمن عدة مليارات من الدولارات، ليرتفع هذا الحجم لقيم مضاعفة فقدرت أصول الصناديق الاستثمارية سنة 1980 نحو 180 بليون دولار في الولايات المتحدة الأمريكية، و1.6 تريليون دولار سنة 1992.²

ومن الأسباب التي أدت إلى نمو صناديق الاستثمار التقليدية هي:³

- تراجع دور المصارف في سوق الإقراض.
- انخفاض سعر الفائدة مما أدى إلى تراجع الودائع.
- اهتمام المصارف بهذه الصناديق نتيجة عوائد الخدمات المقدمة لهذه الصناديق.
- زيادة الطلب على هذه الصناديق من قبل الأفراد.

3- أنواع صناديق الاستثمار

نظرا لتعدد أهداف وحاجات المستثمرين ورغباتهم، فقد تعددت أنواع صناديق الاستثمار، واختلفت أهدافها باختلاف الأسواق التي أنشئت فيها، حيث تقوم صناديق الاستثمار بالتعامل بكل أنواع الاستثمار، سواء كانت سندات أو أسهم أو عقارات. وتتنوع كذلك حدود الاستثمارات

¹ - محفوظ جبار وآخرون، مرجع سابق، 2008، ص:22.

² - محمد علي القري، الصناديق الاستثمارية الإسلامية، ندوة التطبيقات الإسلامية المعاصرة، الدار البيضاء، المغرب، 5-8 ماي 1998، ص 01.

³ - نفس المرجع أعلاه، ص: 3.

الجغرافية بالنسبة لهذه الصناديق فمنها ما يستثمر أمواله محلياً ومنها ما يستثمرها في مختلف أنحاء العالم.¹

ويمكن تقسيم صناديق الاستثمار حسب عدة معايير منها هيكل رأس المال والأهداف، كما يلي:

3-1 أنواع صناديق الاستثمار حسب هيكل رأس المال

تقسم صناديق الاستثمار حسب هيكل رأس المال إلى نوعين رئيسيين هما الصناديق المغلقة والصناديق المفتوحة:²

3-1-1 صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة

هي الصناديق التي يكون حجم الموارد المالية المستثمرة في وثائقها من قبل الجمهور محدداً، أي إصدار عدد ثابت من الوثائق المالية "الوحدات" التي يتم توزيعها على المستثمرين فيها كل حسب حصته. وطبقاً لنظام هذه الصناديق لا يجوز لمالكي هذه الوثائق استرداد قيمتها من الصندوق المصدر لها، ويمكن التخلص منها عن طريق بيعها في السوق المالية. وتقوم إدارة هذه الصناديق بتوزيع عوائد استثماراتها إضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي تحققها على حملة وثائقها وفقاً للشروط المبينة في نشرة الإصدار.

3-1-2 صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة

هي الصناديق التي لا تحدد حجم الموارد المالية المستثمرة في وثائقها من قبل الجمهور، ولا تحدد عدد الوثائق المالية المصدرة منها. إذ يمكن لها إصدار وبيع المزيد من هذه الوثائق تلبية لحاجات المستثمرين. وإدارة هذه الصناديق مستعدة لإعادة شراء ما أصدرته من وثائق إذا رغب أحد مالكي هذه الوثائق في التخلص منها، لأجل ذلك، تحرص على توفير نسبة ملائمة من السيولة تمكنها من دفع قيمة الوثائق المطلوب استردادها في أي لحظة يطلب منها المستثمر ذلك، وهذا ما يميز صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة ويجعلها أكثر جاذبية لدى الجمهور.

¹ - محفوظ جبار وآخرون، مرجع سابق، 2009، ص: 23.

² - Mark St Giles & al., Op-cit., 2003, p: 13.

- أحمد بن حسن الحسني، صناديق الاستثمار، من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص: 8، 9.

ومنه، فإن وثائق الصناديق ذات النهاية المفتوحة لا تتداول في الأسواق المالية وليست لها قيمة سوقية، ويمكن للمستثمر أن يحصل على الدخل أو العوائد الناتجة عن استثمارات الصندوق عن طريق دفعات، كما يحق للمستثمر إعادة استثمار ذلك الدخل أو العائد إذا أراد.

2-3 أنواع صناديق الاستثمار حسب الأهداف

عادة ما يتحدد هدف صندوق الاستثمار في ضوء الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق، بالإضافة إلى رغبات المدخرين والتي قد تتمثل - في الغالب - في تنمية رأس المال أو الحصول على عائد أو هما معاً، وذلك على النحو الآتي:¹

1-2-3 صناديق النمو الرأسمالي (العائد التراكمي)

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق نمو مستقبلي في رأس المال وتحسن في القيمة السوقية لمحفظه الأوراق المالية - ومن ثم قيمة الوثائق - وذلك من خلال إعادة استثمار الأرباح المحققة والمحتجزة بدلاً من توزيعها.

تشتمل عادة محفظة هذه الصناديق على أسهم عادية تابعة لمؤسسات صناعية أو تجارية قائمة منذ فترة وتتسم بدرجة عالية من النمو. وقد تركز بعض هذه الصناديق على الشركات الحديثة نسبياً التي يتوقع لها النجاح.

تتناسب هذه الصناديق مع المدخرين الذين لا يعتمدون على أرباح مدخراتهم في تغطية نفقات معيشتهم وكذلك المدخرين الذين عندهم القدرة على تقبل المخاطرة. ولذا تعرف سياسة هذه الصناديق بأنها سياسة نشطة أو هجومية.

2-2-3 صناديق الدخل الدوري

تهدف إدارة هذه الصناديق إلى تحقيق وتوزيع إيراد دوري مستقر من أوراق محفظتها المالية، بصرف النظر عن نمو رأس المال.

تحتوي عادة محفظة هذه الصناديق على السندات وسندات الخزينة وغيرهما من الأدوات التي تمثل مديونية بالإضافة إلى الأسهم الممتازة.

¹ - عصام أبو النصر، مرجع سابق، 2006، ص ص: 21-22.

تتناسب هذه الصناديق مع المدخرين الراغبين في الحصول على عائد دوري مستقر وثابت من مدخراتهم لتغطية أعباء المعيشة، وكذا المدخرين الذين لا يرغبون في تحمل المخاطرة ويركزون على عامل الأمان والاستقرار. لذلك تعرف سياسة هذه الصناديق بأنها سياسة تحفظية.

3-2-3 صناديق النمو والدخل

يجمع هذا الصندوق بين هدفي الصندوقين السابقين، فهو يسعى إلى توزيع جزء من العائد بشكل دوري مع تحقيق نمو في قيمة الوثائق من خلال إعادة استثمار باقي العائد في شراء أوراق مالية.

تتشكل عادة المحفظة المالية لهذه الصناديق من مزيج من الأسهم العادية والممتازة بالإضافة إلى الأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت كالسندات. ولذا تعرف سياسة هذه الصناديق بأنها سياسة متوازنة.

وقد تعطي بعض هذه الصناديق الأولوية لهدف النمو فتزيد من استثماراتها في الأسهم وتقلل من استثماراتها في السندات، في حين قد يعطى البعض الآخر الأولوية لهدف الدخل فتزيد من استثماراتها في السندات وتقلل من استثماراتها في الأسهم.

4- مزايا صناديق الاستثمار

تتلخص مزايا الاستثمار في الصناديق الاستثمارية في الآتي:¹

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

¹ - 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. ص: 7.

- 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.

هذا وإن للصناديق الاستثمارية في الآونة الأخيرة صدى كبير، وقد درت من الأرباح والعوائد ما لم تدره كثير من الأدوات المالية، وما ذلك إلا لما امتازت به الصناديق من ميزات عديدة حملت كثيراً من أرباب الأموال على شراء وحداتها والاستفادة من عوائدها.

المطلب الثاني: صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً المفهوم النشأة والأنواع

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

1- نشأة صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً

بسبب العولمة، يدرك المشاركون في سوق الأوراق المالية، بأن قرارات استثماراتهم لها نتائج حول العالم، ومن الصعب اتخاذ قرار استثماري بدون امتلاك بعض التأثيرات على البيئة والتنمية الاجتماعية، مما يدعو إلى الموازنة بين تحقيق عائدات مالية إيجابية ومستويات منخفضة من الأضرار البيئية والاجتماعية.¹

وفقاً لذلك، بدأت صناديق الاستثمار بنية واضحة بتلبية مطلب دمج المعايير الأخلاقية والاجتماعية في عملية الاستثمار، وأدى ذلك إلى زيادة كبيرة في أصول صناديق الاستثمار المدارة بشكل أخلاقي.²

يعتبر صندوق "بيونير" Pioneer (1928) كأول صندوق استثماري يسعى لاختيار الأسهم على أساس أخلاقي، إذ يستبعد أسهم شركات الخمور والسجائر. وفي سنة 1971، أنشأ

¹ - Hung-Gay Fung & al, **Op-cit**, 2010, p:4.

² - Rob Bauer & al, **Op-cit**, 2005, p:1753.

أرباب الكنيسة في نيويورك صندوق "باكس وورلد" Pax World، يتجنب الاستثمار في الأسلحة والمتفجرات.¹

غير أن صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً انتشرت بصفة أكبر خلال الثمانينيات من القرن العشرين، حيث تقوم فلسفة هذه الصناديق على الجمع بين الأداء المالي القوي والممارسات البيئية والاجتماعية المسؤولة، ويعتبر ظهور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً بمثابة الحافز الإيجابي في إحداث تغيير عميق يمس الجوانب الفعلية للاستثمارات، وذلك بتوجيه الأعمال نحو تنمية المجتمع والبيئة.²

2- مفهوم صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً

تُعرف صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً على أنها "الصناديق الاستثمارية التي تأخذ في الحسبان اعتبارات أخلاقية، بيئية واجتماعية في شراء وتسيير وبيع الأوراق المالية، وممارسة الحقوق المرتبطة بها."³

عموماً، تتنوع مفاهيم صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً، وتأخذ منحى المفاهيم المتعلقة بالاستثمار المسؤول اجتماعياً ومفاهيم الصناديق الاستثمارية التي ذكرت سابقاً، باعتبارها تشمل خصائص صناديق الاستثمار وخصائص الاستثمار المسؤول اجتماعياً.

من أهم البواعث على ظهور الصناديق الاستثمارية ذات المسؤولية الاجتماعية، من جهة، هو تحقيق رغبات وتفضيلات المستثمرين التي لا تتحقق بصفة مباشرة في الأسواق، ومن أهم تلك التفضيلات ما يسمى بالأولويات الاجتماعية، إذ أن كثيراً من المستثمرين يطمح لتحقيق أرباح، إلا أنه يرغب أن يكون ذلك مقيداً بتحقيق أغراض دينية أو اجتماعية أو سياسية.⁴ ومن

1 - Josep M. Lozano & al, "Socially Responsible Investment in the Spanish Financial Market", *Journal of Business Ethics*, Vol. 69, No. 3 (Dec., 2006), pp. 305-316 Published by: Springer. p: 306.

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

3 - Christian Harbulot, *L'investissement Socialement Responsable*, Association Ecole de Guerre Economique, 03/2008, p :72

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

جهة أخرى، هو بلوغ نتيجة أكثر قبولا من الناحية الاجتماعية، بدون إحداث اختلالات اقتصادية كلية وبيئية طويلة الأجل، أو تحطيم الانسجام العائلي والاجتماعي أو النسيج الأخلاقي للمجتمع.¹

3- تصنيف صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً

تعرضت صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً للعديد من التحولات في وقت قصير، وهذا راجع إلى اختلاف المعايير المعتمدة في اختيار المؤسسات من صندوق لآخر. ومن أجل تمييز البعد الأخلاقي وجودة المعايير المستخدمة، حيث تم تصنيف هذه الصناديق إلى أربعة أجيال وفقاً للمعايير المعتمدة من قبل كل صندوق في تحديد توجهاته.²

ويضم تصنيف صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً الأجيال الآتية:³

3-1 صناديق الجيل الأول

تميزت بأنها صناديق تقليدية استبعدت في توظيف أموالها بعض القطاعات التي اعتبرت غير أخلاقية، واعتمدت هذه الصناديق على "معايير إقصاء سلبية"، مما يعني أن مسيري هذه الصناديق استبعدوا في تشكيل المحفظة الاستثمارية شركات تقدم بعض الخدمات أو المنتجات أو الأنشطة غير الأخلاقية. وبذلك تضمن للمستثمر عدم استثمار أمواله على سبيل المثال في تجارة الأسلحة أو إنتاج الطاقة النووية، ولكن دون القيام بتحليل معمق للمؤسسات. ولقد انتشر هذا النوع من الصناديق بكثرة في الولايات المتحدة الأمريكية، ويعاب على هذا النوع من الصناديق أنه بالرغم من أنه يمكن للمستثمر من التعبير عن احتجاجه ولكنه لا يساهم في تقديم حث إيجابي للمؤسسات.

3-2 صناديق الجيل الثاني

ظهرت هذه الصناديق فيما بعد مطبقة "معايير انتقاء إيجابية" تركز على قطاع أو موضوع محدد، حيث يتم توظيف أموال الصندوق في مؤسسات رائدة في مجال محدد مثلاً، أو

¹ - محمد عمر شابر، ترجمة: رفيق يونس المصري، مستقبل علم الاقتصاد من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، سوريا، الطبعة الثانية، 2005، ص: 89.

² - Guide des organismes d'analyse sociale et environnementale, ORSE/ADEME, Observatoire sur la Responsabilité Sociétale des Entreprises, Décembre 2007, p:14. / Christian Harbulot, Op-cit, 2008, p :72.

³ - محفوظ جبار وآخرون، مرجع سابق، 2009، ص: 25.

تتبنى سياسة اجتماعية مميزة، أو تبذل جهوداً معتبرة في الحفاظ على البيئة... إلخ. بالنسبة لهذا النوع من الصناديق يتم إجراء دراسة تحليلية للمؤسسات ولكن من جانب محدد كأن يتعلق الأمر بمؤسسات تتبنى سياسة تنموية مستدامة.

3-3 صناديق الجيل الثالث

تعتمد هذه الصناديق في اختيار المؤسسات على مجموعة واسعة من المعايير تشمل كل جوانب ومجالات عمل المؤسسة. وهي بذلك تستثمر في مؤسسات تحاول تطبيق استراتيجيات تحقق قيمة مضافة في عدة مستويات اجتماعية بيئية واقتصادية.

ولذلك فهي تجري دراسة تحليلية لمختلف هذه الجوانب، والتي تعتبرها كعناصر محددة لمدى نجاح المؤسسة.

4-3 صناديق الجيل الرابع

تعتبر امتداداً للجيل السابق فهي تستثمر في مؤسسات تحقق تنمية مستدامة بالمفهوم الواسع للكلمة، ولكن تتميز عنها في جودة الدراسة وأساليب التقييم المتبعة. ويرتكز محور دراستها على الاتصال بالأطراف الأساسية والمتمثلة في المساهمين، مسيري المؤسسة، العمال، النقابات، الزبائن، الموردين، السكان المحيطين بالمؤسسة، أعضاء الحركات البيئية والسلم، حقوق الإنسان، وغيرها من الأطراف.

وتعتبر صناديق الجيل الرابع هي التي تصنف بأنها الأخلاقية، وهي مقاربة تم اعتمادها على مستوى عالمي، ومن الملاحظ أنها ذات جودة أخلاقية.

المطلب الثالث: المقاربات المختلفة لإنشاء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً وآليات قياس أدائها

يقدم هذا المطلب مختلف المقاربات لإنشاء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً وآليات قياس الأداء المالي والاجتماعي.

1- المقاربات المختلفة لإنشاء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً

توجد ثلاث مقاربات مختلفة لإنشاء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً تتمثل في الانتقاء أو التصفية السلبية والانتقاء الإيجابي و مقاربة الأفضل في الصنف، وهي كالاتي:

1-1 الانتقاء السلبي

وتختص بإقصاء بعض المؤسسات لأسباب تتعلق بأنشطتها أو سياستها تجاه المجتمع والبيئة كونها غير مقبولة من طرف المستثمرين. هذه المقاربة في الاختيار تتم عن طريق معايير إقصاء محددة قد تكون معايير إقصاء حسب القطاعات كاستثناء قطاعات الصناعات الحربية والتبغ والكحول والنووي والخلاعة... إلخ، بالقدر ذاته، قد تكون معايير إقصاء حسب الممارسات كعمالة الأطفال والاختبار على الحيوانات... إلخ.¹

1-2 الانتقاء الإيجابي

هو إستراتيجية إقصاء لتكوين محفظة الصندوق، وتستند هذه الاستراتيجية على اختيار - بنشاط - الاستثمارات التي تحقق معايير وأهداف الصندوق. استخدام الانتقاء الإيجابي لاختيار الاستثمارات أكثر صعوبة من استراتيجيه الانتقاء السلبي، ذلك كون بعض المعايير الاجتماعية غير قابلة للقياس الكمي. ويعتمد الانتقاء الإيجابي اعتمادا كبيرا على عتبات المستثمر التي يسمح بها.

في حالة وجود مقاييس للمعايير المطلوبة، يتم استخدام الانتقاء الإيجابي لإنشاء الصناديق الموضوعية التي تركز على معايير محددة، مثل صناديق الطاقة المتجددة أو صناديق الرعاية الصحية.²

1-3 مقارنة الأفضل في الصنف « Best In Class »

مقاربة يتم من خلالها انتقاء أحسن المؤسسات من كل قطاع نشاط باعتبار المعايير الاجتماعية المحددة، وذلك بالمقارنة جنبا إلى جنب الاستثمارات المصنفة في مجموعات محددة ومرتبة مسبقا. هذه الاستراتيجية تسمح للمستثمرين باتخاذ قرارات حول الشركة على أساس التقييمات النسبية للمؤسسات في المجموعة نفسها التي تم اختيارها مسبقا. ويمكن أن تستند

¹ - A. Basso and S. Funari, "Measuring the Performance of Ethical Mutual Funds: A DEA Approach", *The Journal of the Operational Research Society*, Vol. 54, No. 5, May, 2003, p: 525.

² - **Guide des organismes d'analyse sociale et environnementale**, Op-cit, 2007,p:14 .

المجموعات على قطاعات الصناعة أو المؤشرات. وتعتبر استراتيجيه الأفضل في الصنف هي أكثر تطوراً من باقي الاستراتيجيات.¹

2- آليات قياس أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً

يتم قياس أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً من ناحيتين المالية والاجتماعية على خلاف الصناديق التقليدية التي تراعى فيها الناحية المالية فقط. ويمكن وضع بعض المؤشرات كما يلي:

2-1 الأداء المالي

هناك عدة آليات ومؤشرات لقياس أداء الصناديق الاستثمارية، منها المقاييس التقليدية التي تعتمد على مقارنة أداء الصندوق مع أداء محفظة السوق، وأشهرها:²

— مؤشر "جنسن" Jensen الذي يعتمد على مقارنة عائد الصندوق مع عائد محفظة السوق.

— 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.

— مؤشر "تريينور" Treynor، والذي يعتمد على إمكانية السيطرة على المخاطر غير المنتظمة بواسطة التنويع الجيد.

والمقاييس البديلة لذلك هي المقاييس التي تعتمد على تقدير نماذج بمتغيرات متعددة، مثل نموذج متعدد العوامل.

¹ - Elisa M. Zarbafi, **Op-cit**, 2011, p : 39 .

² - 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.

2-2 الأداء المجتمعي

يعتبر قياس الأداء الاجتماعي والبيئي لصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً من مسؤولية وكالات التصنيف المجتمعي ومكاتب الدراسات المتخصصة وذلك بإرسال قائمة أسئلة إلى مديري الصناديق الاستثمارية.¹ ومن هنا يظهر الدور المهم لوكالات التصنيف المجتمعي المختصة في التحليل الاجتماعي للمؤسسات، في وضع معايير محددة للاختيار والتي قد تختلف من مجتمع لآخر. على العموم، يمكن تجميعها ضمن أربعة مجالات أساسية هي:²

- **البيئة**، أي تأثير نشاط المؤسسة على بيئتها، والإجراءات المتخذة من طرف المؤسسة للحد من هذا التأثير.

- **علاقة المؤسسة بالزبائن والموردين**، بما يضمن الالتزام بحماية المستهلك وتوفير جانب الجودة في المنتجات والخدمات المقدمة، والشرعية في التعامل مع مورديها.

- **علاقة المؤسسة بالمجتمع المدني**، حيث تلتزم بصفة المواطنة وتشارك في السياق الاقتصادي المحلي.

- **علاقة المؤسسة بالمساهمين خاصة الصغار منهم**، أي المحافظة على مصالحهم، توفير المعلومات اللازمة، ومشاركتهم في اتخاذ القرارات.

حيث يستعمل مسيرو صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً نتائج وآراء وكالات التنقيط المجتمعية حول مستوى الأداء البيئي والاجتماعي للمؤسسة، كما يمكن لوكالات التنقيط المجتمعية إبداء راعيها في سياسة الصندوق الاستثماري المسؤول اجتماعياً

¹ - محفوظ جبار، مرجع سابق، 2009، ص: 36.

² - نفس المرجع أعلاه، ص: 36-37.

خلاصة الفصل الأول

لم يكن مفهوم المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات في النصف الأول من القرن العشرين معروفاً بشكل واضح، حيث كانت المؤسسات تحاول جاهدة تعظيم أرباحها وبشتى الوسائل. ومع الانتقادات المستمرة لمفهوم تعظيم الأرباح ظهرت بوادر تبني المؤسسات دوراً أكبر تجاه البيئة والمجتمع اللتان تعمل فيهما.

وظهر مفهوم الاستثمار المسؤول اجتماعياً في الولايات المتحدة الأمريكية، في الأوساط الدينية، في منتصف القرن الثامن عشر. ويأخذ الاستثمار المسؤول اجتماعياً في الحسبان الاعتبارات الاجتماعية والبيئية والأخلاقية عند الاختيار أو التصفية، وممارسة الحقوق المترتبة عند امتلاك الأسهم. ويعد الاستثمار المسؤول اجتماعياً أو ذو التوجه الاجتماعي حديث كمفهوم اقتصادي أتى لينافس الاقتصاد الليبرالي القديم.

وفي ضوء تنوع أهداف صناديق الاستثمار، فإنه يتعين على المدخر أن يحدد هدفه بوضوح قبل اختيار الصندوق. إذ قد يكون الهدف من المشاركة هو الحصول على مكاسب رأسمالية أو الحصول على دخل منتظم. بالإضافة إلى ذلك، توجد صناديق استثمار مسؤولة اجتماعياً تحقق الأداء البيئي والاجتماعي زيادة عن الأداء المالي للاستثمارات. ويقاس الأداء البيئي للاستثمارات عن طريق وكالات التصنيف أو التقييط المجتمعي، إذ تعتبر تقييم مستقل للأداء الاجتماعي لمؤسسة ما، وذلك باستعمال معايير تنقيط أو تصنيف اجتماعية معينة.

ومن جهة أخرى، يجب على المساهم استخدام حقوق التصويت المرتبطة بالأسهم التي يملكها للتأثير على قرارات المؤسسات، ويمكن الاستفادة من هذا الحق عن طريق سحب الأسهم من الشركة التي لا تريد إعادة بلورة أهدافها وفق مفهوم أخلاقي جديد للتنمية.

يعرض الفصل الموالي ما يقابل صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً ووكالات التقييط الاجتماعي في الجانب الإسلامي من صناديق استثمار إسلامية، وهيئات الرقابة الشرعية على الصناديق الاستثمارية.

الفصل الثاني

مقابلات صناديق الاستثمار ووكالات
التنقيط الاجتماعيين في الجانب
الإسلامي

الفصل الثاني: مقابلات صناديق الاستثمار ووكالات التنقيط الاجتماعيين في الجانب الإسلامي

تعتبر صناديق الاستثمار أحد أساليب الاستثمار الجماعي التي ترتبط بسوق الأوراق المالية وما تتشكل منه هذه السوق من أسهم وسندات بأنواعها المختلفة، وكذا شهادات الادخار والإيداع وسندات الخزينة وغيرها مما قد يستجد من أدوات التمويل.

وتعتبر صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا من بين أنواع صناديق الاستثمار التي هي في تطور مستمر في الأسواق المالية العالمية، كونها وفرت للمستثمرين الشمولية من حيث الأداء المالي والأداء البيئي والاجتماعي. ويبحث هذا الفصل مقابل صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا ووكالات التنقيط المجتمعية في الجانب الإسلامي، من خلال المباحث الآتية:

- ضوابط وأدوات الاستثمار في الإسلام؛
- صناديق الاستثمار الإسلامية؛
- هيئات الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية.

المبحث الأول: ضوابط وأدوات الاستثمار في الإسلام

تمثل الضوابط الإسلامية للاستثمار الجانب الإلزامي للمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات، وتمثل أهداف الاستثمار في الإسلام مخرجات الالتزام بالمسؤولية الاجتماعية، حيث يتطلب أن تكون كل أشكال الاستثمار في الإسلام من أنواع الاستثمار المسؤول اجتماعيا. يتناول هذا المبحث من خلال مطلبين، ضوابط الاستثمار في الإسلام وأهدافه، ويتعرض لأشكال أدوات الاستثمار الإسلامية.

المطلب الأول: ضوابط وأهداف الاستثمار في الإسلام

تشجع أحكام الشريعة الإسلامية الناس على استثمار الأموال، وتترك أمامهم المجالات والاختيارات لاستثمار أموالهم، ليختار كل إنسان لنفسه المجال الذي يناسبه لاستثمار ماله شرط أن يتبع الطرق المشروعة ابتداء من الضوابط الشرعية وصولا لتحقيق الأهداف المشروعة. حيث يقدم هذا المطلب كل من ضوابط وأهداف الاستثمار في الإسلام.

1- ضوابط الاستثمار في الإسلام

اهتم الإسلام اهتماما كبيرا بالمعاملات بين الناس وتنظيم أحكامها، ونالت المعاملات المالية من بين جملة المعاملات اهتماما خاصا ودقيقا من حيث بيان أسسها وضوابطها وأحكامها، وذلك لما للمال من أهمية كبرى في حياة الأفراد والمجتمعات.¹

واهتم الإسلام أكثر بالاستثمار وارتقى بحكمه ليحمله من الواجبات على الأمة المسلمة، ومن أجل ضمان استثمار تتحقق به المصالح والغايات المنشودة وتندفع به المفساد والأضرار الموجودة، وضع ضوابط وقيود محدودة أشارت إليها نصوص القرآن الكريم والسنة المشرفة ونبه عليها الفقهاء في كتبهم قديما وحديثا.²

¹ - زياد إبراهيم مقداد، الضوابط الشرعية لاستثمار الأموال، المؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل بين آفاق

التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية فلسطين، 8-9 ماي 2005، ص: 2.

² - نفس المرجع أعلاه، ص: 8.

حيث يقوم الاستثمار في النظام الإسلامي على قاعدتين هما:¹

- عدم استخدام القرض بفائدة كوسيلة للاستثمار، لأن الربا حرام.
- لم يحرم الإسلام وسيلة إلا أوجد بديلا أظهر وأزكى، فكانت القاعدة الثانية "الغرم بالغنم"، فأوجد الإسلام مجالات واسعة للاستثمار تعتمد على مبدأ المخاطرة على أساس احتمال الربح والخسارة.

يشترط عند دراسة الجدوى الاقتصادية لمشروع ما شروطا لسلامة العملية الاستثمارية، ويمكن حصرها فيما يلي:²

- **ضابط الحلال**، ويقصد بضابط الحلال أن تكون المعاملة الاقتصادية للمشروع الاستثماري، معاملة مشروعة غير محرمة.
- **ضابط مراعاة المقاصد الشرعية**، إن المقصود من مراعاة المقاصد الشرعية هو النظر إلى مآل المشروع ولآثاره على الأمة.
- **ضابط التنوع**، ويقصد به المحافظة على تنوع المشاريع الاستثمارية خدمة لمصلحة الأمة، فيراعى الضروريات ثم الحاجيات ثم التحسينيات.
- **مراعاة عناصر السلامة الاستثمارية**، يقصد بمراعاة السلامة الاقتصادية المحافظة على المال العام والخاص والتقليل من الخسائر المحتملة في المشروع الاستثماري ولا يتحقق ذلك إلا بالتخطيط السليم وحسن المفاضلة بين مجالات الاستثمار وبين أساليبه.
- ومما سبق، فإن العملية الاستثمارية الاقتصادية تركز على هذه الأسس لسلامة المعاملة الاقتصادية من جهة ولحسن اختيار الصيغة الاستثمارية الملائمة للمشاريع من جهة ثانية ولنجاح المشروع من جهة ثالثة.

¹ - هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، المؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة في الجامعة الإسلامية، فلسطين، 8-9 ماي 2005، ص: 17.

² - عبد القادر بن عزوز، فقه استثمار الوقف وتمويله في الإسلام -دراسة تطبيقية عن الوقف الجزائري-، رسالة الدكتوراه في العلوم الإسلامية تخصص الفقه وأصوله غير منشورة، كلية العلوم الإسلامية، جامعة الجزائر، 2004، ص: 80.

وهذه الضوابط بعضها ضوابط وجدانية معنوية، أو ما يعبر عنها بالدينية والعقائدية، وبعضها أخلاقية قيمية وثالثة اجتماعية اقتصادية، وهذه الضوابط كالآتي:¹

- الضوابط الوجدانية (الدينية أو العقائدية)

ويقصد بالضوابط الوجدانية مجموعة المبادئ والقواعد الثابتة النابعة عن العقيدة والدين والراسخة في وجدان الفرد والموجهة لتصرفاته المالية، وهذه الضوابط هي:

- الإدراك والافتناع بأن المال مال الله وأن ملكيته الحقيقية له سبحانه وتعالى.
- أن يقصد باستثماره للمال وجه الله ورضاه.

- الضوابط القيمية والأخلاقية

ويقصد بهذه الضوابط تلك القيم الأخلاقية كالصدق والأمانة والوفاء بالوعد وغير ذلك من القيم الأخلاقية ذات العلاقة.

- الضوابط الاجتماعية والاقتصادية

ويقصد بهذه الضوابط تلك الأمور التي يلزم المستثمر بمراعاتها حتى لا تتعرض العلاقات بين أفراد المجتمع للاهتزاز والاضطراب من جهة ولضمان تحقيق تطور وتنمية حقيقية للمجتمع من جهة أخرى، هذه الضوابط كثيرة ومتعددة منها:

- عدم استثمار المال عن طريق الربا.
- عدم استثمار المال عن طريق الاحتكار.
- عدم استثمار المال في السلع المحرمة أو الضارة (عدم المتاجرة في المحرمات): وعلى رأس ذلك الاتجار في الخمر وما في معناها من المخدرات والاتجار بالأعراض والأجساد.
- الاختيار الأمثل لمجال وطريق الاستثمار.

وهذه الضوابط في جملتها جاءت من أجل توجيه سلوك الفرد المستثمر نحو تحقيق المنهج الرباني في العملية الاستثمارية وتجنيب المستثمرين الوقوع في مآهات وتأخذ بأيدي

¹ - زياد إبراهيم مقداد، مرجع سابق، 2005، ص ص: 9-12.

أفراد المجتمع إلى الترابط والموازنة بين شؤون الدنيا وأمر الآخرة، ويمكن لهذه الضوابط أن تجعل من الاستثمار أداة ناجحة لتنمية حقيقية ومستدامة.

2- أهداف الاستثمار في الإسلام

تتلخص أهداف الاستثمار في الإسلام بما يلي:¹

- المحافظة على أصل المال.
- تحقيق الربح مما يعمل على زيادة رأس المال.
- توفير السيولة من أجل العمل على تلبية طلبات السحب من الودائع.
- ربط الاستثمار بالقيم الشرعية والأخلاقيات السلوكية.
- حصر الاستثمار بالسلع الحلال واجتناب الأنشطة المحرمة.
- مراعاة الأولويات في إدارة النشاط الاقتصادي، وهي الضروريات والحاجيات والتحسينيات.
- تحقيق فرص العمل والحد من البطالة.
- أداء حق الله في المال من زكاة وصدقات.

المطلب الثاني: أشكال أدوات الاستثمار الإسلامية

هناك عدة أشكال للأدوات الاستثمارية التي يمكن أن تشكل سوقاً لرأس المال الإسلامي منها:

1- سندات المقارضة (المضاربة)

وتعني الوثائق موحدة القيمة، التي تصدر بأسماء مالكيها، مقابل الأموال التي قدموها لصاحب المشروع، بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربح. ويحصل مالكو السندات على نسبة محددة من أرباح المشروع، تحدد في نشرة الإصدار، ولا تعطي سندات المقارضة أي فوائد لحاملها.²

¹ - هشام جبر، مرجع سابق، 2005، ص: 17.

² - عبد القادر بن عزوز، مرجع سابق، 2004، ص ص: 79- 82.

وسندات المقارضة نوعان هما:¹

1-1 سندات المقارضة المشتركة

وهي أحد أشكال الودائع الاستثمارية، وهي عبارة عن وثائق موحدة القيمة وصادرة عن البنك بأسماء من يكتتبون بها، مقابل قيامهم بدفع القيمة المحررة بها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح المحققة سنويا، وحسب شروط خاصة بكل إصدار على حدة. وتكون عادة نسبة من مجموع أرباح الاستثمار الصافية لكل سنة مالية تالية للسنة المالية التي تطرح فيها هذه السندات للاكتتاب.

2-1 سندات المقارضة المخصصة

تختلف عن سندات المقارضة المشتركة في كونها مرتبطة بمشروع محدد أو غرض معين. ويتم تصنيفها تدريجيا على حسب نتائج المشروع، أو المشاريع الممولة من حصيلة الإصدار المعين في كل حالة على حدة. وتحدد لها حصة من إيرادات المشروع الصافية المستثمرة فيه من قبل مجلس إدارة البنك، ويفتح حساب دخل خاص للمشروع الممول من حصيلة هذه السندات، يكون مستقلا عن سائر إيرادات البنك الأخرى.

2- سندات المشاركة

لا تختلف هذه السندات عن سندات المقارضة إلا في كيفية تنظيم العلاقة بين الجهة المصدرة للسندات وحملة السندات. حيث إن العلاقة بين مصدر السندات وحملة السندات في سندات المقارضة هي علاقة مضارب بأصحاب المال. في حين أن العلاقة بين مصدر السندات وحملة السندات في سندات المشاركة، هي أن تكون الجهة المصدرة واحدا من المشاركين لحملة السندات.²

وتكون السندات الصادرة بمثابة رأس المال المستخدم في إنشاء المشروع، أو امتلاكه إذا كان المشروع قائما. وقد تكون المشاركة مشاركة مستمرة مثل سندات إنشاء المرافق دائمة الاستعمال كالطرق الرئيسية والموانئ والمطارات والمدارس والجامعات وغيرها، كما قد تكون

¹ - هشام جبر، مرجع سابق، 2005، ص: 22.

² - المرجع أعلاه.

مشاركة متناقصة. ويتم الإعلان في المشاركة المتناقصة عن طبيعة الإيراد السنوي، حيث يتكون من عنصرين، عنصر يشكل الإيراد لصاحب السند، ويشكل العنصر الثاني تسديدا لجزء من رأس المال.¹

3- سندات الأعيان المؤجرة (سندات الإجارة)

هي عبارة عن وثائق تمثل ملكية حصص متساوية في عقار مؤجر، تعطي صاحبها حق التملك والحصول على أجرة، والتصرف بملكه بما لا يضر بحقوق المستأجر، بمعنى أنها قابلة للتداول بيعا وشراء، ويتحمل صاحب السندات كل ما يتعلق بالعقار المؤجر من تبعات الهلاك والصيانة، وغير ذلك من النفقات التي لا يتحملها المستأجر عادة. حيث تمثل هذه السندات ملكية أعيان معمرة.²

4- سندات الخدمات

عبارة عن صكوك متساوية القيمة تمثل عددا متماثلا من وحدات خدمة موصوفة، تقدم من قبل ملتزمها، لحامل السند في وقت مستقبلي محدد. حيث تمثل هذه السندات ملكية خدمات مستقبلية.³

تتمتع سندات الأعيان وسندات المؤجرة وسندات الخدمات بالمرونة الشرعية الفائقة نظرا لما لعقد الإجارة من مرونة كبيرة من حيث إمكانية وضع شروط عديدة تتعلق بمواعيد دفع الأجرة، ومواعيد تسليم المأجور أو مواعيد تقديم الخدمة، وأنواع الأعيان المؤجرة، وإمكانية عمل عقد بيع للعين المؤجرة في نهاية مدة الإجارة، وكذلك إمكانية إصدار السندات من جهة أخرى غير تلك التي تقدم الخدمة أو العين المؤجرة. وتجعل كل هذه الأمور هذه الأنواع من السندات أداة صالحة للتداول وللوساطة المالية. كما تجعلها قابلة للتعامل في سوق الأوراق المالية، ويجعل لها سعرا سوقيا. كما يمكن أن تصدرها مؤسسات الأعمال والحكومات ويمكن أن يستخدمها البنك المركزي كأداة من أدوات السوق المفتوحة.⁴

¹ - هشام جبر، مرجع سابق، 2005، ص ص: 23-24.

² - نفس المرجع أعلاه، ص: 24.

³ - هشام جبر، مرجع سابق، 2005، ص: 24.

⁴ - نفس المرجع أعلاه، ص: 25.

5- سندات السلم

السلم عبارة عن بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل. ويرى بعض الفقهاء أن مثل هذه السندات يجب أن لا تكون قابلة للتداول، لأن الموجودات التي تمثلها السندات هي ديون في ذمة المشتري.¹

6- سندات الاستصناع

لا يختلف الاستصناع عن السلم في أنه بيع سلعة موصوفة في الذمة. ولكنه يجمع بين معنى البيع المتمثل في أصل المبيع، ومعنى الإجارة المتمثل في العمل المشترط في الاستصناع. ويرى بعض الفقهاء أن مثل هذه السندات، شأنها شأن سندات السلم، يجب أن لا تكون قابلة للتداول، لأن الموجودات التي تمثلها السندات هي ديون في ذمة المشتري. ولكنها يمكن أن تكون قابلة للتداول في حالة إصدارها من قبل الصانع، حيث تمثل موجوداته من وآلات وموجودات ثابتة أخرى، في حالة كون قيمتها أكثر من المصنوع بعد صنعه وبيعه، فهنا تكون السندات متمثلة بموجودات لا بذمة وديون، وبالتالي يمكن تداولها.²

7- شهادات الاستثمار الإسلامية

هي شهادات يصدرها البنك لمن يودع لديه مبلغا من المال لمدة معينة بغرض الاستثمار، وهي لا تحمل فوائد، إنما تشارك في أرباح الاستثمارات، ومنها ما يعطي حاملها الحق في السحب على جوائز وعليه حاولت بعض البنوك الإسلامية استحداث نوع من هذه الشهادات سميت شهادات الاستثمار الإسلامية، بحيث تكون العلاقة بين البنك وأصحاب هذه الشهادات علاقة مضاربة، أي أصحاب الشهادات هم أصحاب المال، ويقوم البنك أو الجهة المصدرة بدور المضارب بعمله. ويتفق الطرفان على كيفية اقتسام الربح، وتقع الخسارة على أصحاب شهادات الاستثمار. في حين يخسر البنك المضارب عمله، وهنا غالبا ما يشترط البنك قبول الوديعة على أساس المضاربة المطلقة حتى يستطيع خلطها مع غيرها، ومع ماله إن رأى ذلك مناسبا، أو أن يستخدمها بموجب أحكام المضاربة المقيدة.³

¹ - عبد القادر بن عزوز، مرجع سابق، 2004، ص ص: 79 - 82.

² - هشام جبر، مرجع سابق، 2005، ص: 25.

³ - نفس المرجع أعلاه، ص: 25.

8- سندات تمويل بيوع المرابحة للأمر بالشراء

يمكن تقديم مثال على ذلك وهو إذا رغبت شركة أو حكومة بشراء سلعة معينة أو معدات ذات قيمة عالية، فتطرح سندات للاكتتاب العام، بحيث تقوم هيئة مالكي السندات بشراء ما تريده الجهة طارحة السندات للاكتتاب العام، ثم يبيعه لها بسعر التكلفة مضافاً إليه نسبة الربح المتفق عليه، وذلك بالتقسيط ولمدة معينة هي أجل السندات، ثم تقوم هيئة السندات بتحصيل الأقساط وتوزيعها على حملة السندات. ولكن مثل هذه السندات لا يسهل تداولها لأن موجوداتها ديونا، وليست موجودات فعلية، وبالتالي وحتى يسهل تداولها، يمكن أن تكون جزءاً بسيطاً من ضمن محفظة شاملة لسندات المقارضة والمشاركة. بحيث يكون الجزء الأكبر في هذه المحفظة سندات أعيان ومنافع، لا سندات دين.¹

9- الأسهم التي ليس لها حق التصويت

الشركات في الإسلام نوعان، شركة العنان وهي التي يشترك فيها الشركاء كل منهم بحصة من رأس المال، وهم شركاء في الإدارة كل بحسب حصته في رأس المال. وشركة المضاربة، وهي التي تحتوي على نوعين من الشركاء: نوع برأس المال، وليس له حق التصرف والإدارة، والآخر بعمله، وله حرية التصرف والإدارة حسب عقد الشراكة. وكون هناك نوعين من الأسهم، الأسهم ذات حق التصويت وأخرى التي ليس لها حق التصويت، فإن شركات المضاربة الإسلامية هي شركات أسهمها من النوع الذي ليس له حق التصويت أو التدخل في الإدارة.²

¹ - نفس المرجع أعلاه.

² - هشام جبر، مرجع سابق، 2005، ص: 26.

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية

تعتبر ظاهرة صناديق الاستثمار الإسلامية حديثة لا تعود إلا إلى عدد قليل من السنوات. ومما ساعد على إنشاء هذه الصناديق استحداث العديد من أدوات الاستثمار الإسلامية، وقيام بعض المؤسسات المالية الإسلامية بدراسة الضوابط الشرعية للاستثمار في أوراق مالية لشركات قائمة.

من خلال هذا المبحث يتم عرض مفهوم الصناديق الإسلامية وخصائصها وأنواعها.

المطلب الأول: مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية

توجد عدة مفاهيم لصناديق الاستثمار الإسلامية منها:

التعريف الأول: يُعرف مجلس الخدمات المالية الإسلامية * صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها "أي برنامج مالي يستوفي بشكل أساسي جميع الشروط الآتية:

1. أن يتم جمع أموال المستثمرين في شكل مساهمات في صندوق استثماري، وذلك بالاكتتاب في وحدات أو أسهم ذات قيمة متساوية. وتشكل هذه الوحدات أو الأسهم حصص ملكية وما يتفرع عنها من حق في موجودات الصندوق غير المجزئة وتؤدي إلى نشوء حق أو التزام في المشاركة في الأرباح أو تحمل الخسائر عن تلك الموجودات.
2. أن يتم تأسيس الصندوق وإدارته وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها.
3. أن يكون البرنامج منفصلا ومسؤولا ماليا تجاه تلك المؤسسات سواء كانت تملكه أو تديره.¹

التعريف الثاني: ويعرف صندوق الاستثمار الإسلامي بأنه "ذلك الصندوق الذي يلتزم المدير فيه بضوابط شرعية تتعلق بالأصول والخصوم والعمليات فيه، وبخاصة ما يتعلق بتحريم الفائدة

* يعتبر هذا المجلس هيئة دولية، تضع معايير لتطوير وتعزيز صناعة الخدمات المالية الإسلامية، وذلك بإصدار معايير رقابية ومبادئ إرشادية لهذه الصناعة.

¹ - المبادئ الإرشادية لضوابط برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، جانفي 2009،

المصرفية. وتظهر هذه الضوابط في نشرة الإصدار التي تمثل الإيجاب الذي بناء عليه يشترك المستثمر في ذلك الصندوق، وفي الأحكام والشروط التي يوقع عليها الطرفان عند الاكتتاب.¹

التعريف الثالث: تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية "أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، ويعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص، لتوظيفها وفقا لصيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة، على أن يتم توزيع صافي العائد فيما بينهم حسب الاتفاق، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات والتعليمات الحكومية واللوائح والنظم الداخلية."²

التعريف الرابع: "هي صناديق تحقق رغبة المستثمرين في توفير أدوات مالية إسلامية تتيح لهم استثمار أموالهم استثمارا شرعيا وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية."³

التعريف الخامس: تعرف صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها "صناديق تهدف إلى تحقيق عوائد مرتفعة بشرط أن تكون غير ربوية، ومن ثم فهي تعتمد على المضاربة في الأسهم المتخصصة في العقارات والمتاجرة في المعادن والصفقات التجارية، بشرط أن تكون غير ربوية ومتفقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية."⁴

وتعتبر المقاربة الإسلامية في الاستثمارات وصناديق الاستثمار متوافقة والمسؤولية الاجتماعية للاستثمارات. وزيادة عنها، فهي قائمة بآليات البنوك الإسلامية أي بدون مداخيل ربوية وغيرها من المحرمات.⁵

ولا يقتصر إنشاء وتسويق الصناديق الإسلامية وإدارتها على البنوك الإسلامية بل يمكن القول أن أكثر الصناديق الإسلامية إنما يسوقها ويديرها البنوك التقليدية. إذ تمثل هذه الصناديق

¹ - محمد علي القرني، مرجع سابق، 1998، ص: 16.

² - أحمد بن حسن الحسني، مرجع سابق، 1999، ص: 21.

³ - حسن بن غالب آل دائلة، مرجع سابق، 2005، ص: 5.

⁴ - منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1995، ص: 55.

⁵ - Mohamed Nacer THABET, Fonds D'investissement Socialement Responsables,

.16 Ecole supérieure de commerce d'Alger, 10 Avril 2010, p : colloque international

أحد أهم الوسائل لدخول هذه البنوك في سوق الخدمات المصرفية الإسلامية دون الحاجة إلى تغيير هيكلها الإداري أو نظام عملها وترخيصها.¹

المطلب الثاني: خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية والفرق بينها وبين الصناديق التقليدية

يقدم هذا المطلب خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية، والفرق بينها وبين الصناديق التقليدية.

1- خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية

تشتمل المفاهيم السابقة على أهم الخصائص المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامية، ومن أهمها ما يلي:²

- لها شخصية معنوية مستقلة عن أصحاب الوحدات الاستثمارية وعن الجهة المنوطة بإدارتها، فهي مؤسسة لها صفة قانونية وشكل تنظيمي وإطار مالي ومحاسبي مستقل.
- تقوم على فكرة المضاربة الجماعية من قبل أصحاب الأموال (حملة الوحدات الاستثمارية)، حيث تقوم الصناديق بتجميع الأموال من أكثر من فرد أو جهة والجميع يمثلون من منظور عقد المضاربة "رب المال" ويمثل الصندوق كشخصية معنوية رب العمل، وهذه السمة تخضع لفقهاء عقد المضاربة.
- يلتزم الصندوق في معاملاته وتصرفاته المختلفة بأحكام ومبادئ الشرعية الإسلامية، وكذلك بالفتاوى والمقررات والتوصيات الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات الفتوى في المسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق.
- يلتزم الصندوق بالقوانين والقرارات والتعليمات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق.

¹ - محمد علي القري، مرجع سابق، 1998، ص: 17.

² - حسين حسين شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، مصر، العدد 245، 2009، ص: 5-10.

- يتولى إدارة الصندوق جهة متخصصة يحكم علاقتها بالصندوق عقد الوكالة أو عقد العمل أو أي عقود مستحدثة والتي تعمل في إطار الأهداف الاستراتيجية والمرجعية الشرعية والقانونية والاستثمارية.

- توظف الأموال طبقاً لمجموعة من الضوابط والمعايير الإسلامية والفنية في مجال الاستثمار المباشر وغير المباشر وذلك طبقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية ومنها المساهمات في أوراق مالية والمضاربة والمشاركة والمرابحة والسلم والاستصناع والإجارة وأي صيغة مستحدثة لا تتعارض مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

- يحق للمشاركين في الصندوق استرداد قيمة مساهمتهم وفق ضوابط وشروط معينة بما يتناسب مع الاستمرار لمدد مختلفة ويناسب صغار المستثمرين، ويستلزم ذلك إعادة تقييم الوحدات الاستثمارية على فترات دورية حتى يسهل تخارج من يرغب من المشاركين.

- تعدد الأطراف المرتبطة بالصندوق وتتمثل في معظم الأحيان من المؤسسين والمشاركين والمسوقين وأمناء الاستثمار والإدارة وتحكم هؤلاء مجموعة من العقود الشرعية.

- توزع العوائد بين الأطراف السابقة وفقاً لضوابط عقود المضاربة والوكالة والسمسرة وذلك طبقاً للمعايير الشرعية والمحاسبية الصادرة في هذا الشأن من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

هذه الخصائص توجب أن يكون على عمليات الصندوق رقابة فعالة متعددة المقاصد والجوانب للاطمئنان على المحافظة على الأموال وتنميتها وتحديد الحقوق بالعدل أكثر من صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً، ذلك لأن الاعتبارات المأخوذة عند تكوين صناديق الاستثمار الإسلامية أكثر منها عند صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً.

2- الفرق بين صناديق الاستثمار الإسلامية والصناديق التقليدية

لا تختلف صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث الهيكل التمويلي لها عن صناديق الاستثمار التي تنشئها المؤسسات المالية التقليدية ولكن يظهر الاختلاف في استخدام الموارد المالية لصناديق الاستثمار، فصناديق الاستثمار التقليدية بأنواعها تباشر نشاطها الاستثماري في تكوين واقتناء محفظة متنوعة من الأوراق المالية المتداولة إما في أسواق النقد، أو في أسواق

رأس المال وهو في الغالب استثمار غير مباشر يقتصر على بيع وشراء الأوراق المالية، والاستفادة من عوائدها السنوية المتوقعة. أما صناديق الاستثمار الإسلامية فإنها تستخدم مواردها المالية في استثمارات حقيقية أو في عمليات مباشرة مبنية على عقد المضاربة الشرعية ومجالات الاستثمار الإسلامي الأخرى، كالتأجير والسلم والمرابحات ونحوها.¹

المطلب الثالث: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية

توجد عدة أنواع لصناديق الاستثمار الإسلامية أهمها:

1- صناديق الأسهم الإسلامية

تتكون هذه الصناديق من الأسهم، وتعتبر من صناديق الاستثمار متوسطة وطويلة الأجل، وهي أشهر أنواع الصناديق الاستثمارية وأكثرها تداولاً والهدف الاستثماري لصناديق الأسهم يتمثل في العمل على تحقيق نمو رأس المال في المدى الطويل عن طريق الاستثمار في تشكيلات متنوعة من الأسهم.²

ظهرت صناديق الاستثمار الإسلامية بالأسهم استجابة لرغبات ذوي الالتزام من المسلمين الذي يحرصون على المباح من الدخل، يقوم عمل الصندوق على مبادئ أساسية أهمها:³

- الاستثمار في أسهم الشركات التي يكون نشاطها مباحاً، لتحقيق أرباحاً من زيادة أسعار أسهم هذه الشركات، إلا أن الفقهاء اختلفوا في الشركات التي أصل عملها مباح، ولكنها تمارس بعض الأعمال المحرمة كأن تقترض بفائدة، أو تودع أموالها بفائدة. حيث رأى البعض عدم الاستثمار في أسهمها، والرأي الثاني يرى إمكانية الاستثمار في أسهمها، وعلى مدير الصندوق أن يحسب الدخل الناتج عن أعمال محرمة، ويستبعده من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق. وتعتبر مخاطر الاستثمار في هذه الصناديق عالية.

¹ - أحمد بن حسن الحسني، مرجع سابق، 1999، ص: 26.

² - حسن بن غالب آل دائلة، مرجع سابق، 2005، ص: 16.

³ - محمد علي القري، مرجع سابق، 1998، ص: 15-17.

- أن لا يمارس المدير في الصندوق عمليات غير جائزة مثل البيع القصير للأسهم أو الخيارات المالية أو الأسهم الممتازة.

2- صناديق السلع

تعتبر صناديق السلع من أهم أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية، ويمكن عرضها في النقاط الآتية:

2-1 مفهوم صناديق السلع

يعتبر نشاط صناديق السلع الأساسي شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل.¹ تتجه هذه الصناديق بصفة أساسية إلى أسواق السلع الدولية، ولصناديق الاستثمار الإسلامية في السلع ضوابط منها أنها تقتصر على السلع المباحة وتلك التي يجوز شرائها بالنقد وبيعها بالأجل، فيستثنى من السلع الذهب والفضة. ويمكن أن تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الآجل أو المربحة أو السلم وكل هذه الصيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع الدولية.

2-2 أنواع صناديق السلع

يوجد نوعان لصناديق السلع هما صناديق المربحة وصناديق السلم وهما كالآتي:

2-2-1 صناديق المربحة

تعرف المربحة في الاقتصاد الإسلامي المعاصر بأنها "بيع سلعة بسعر الكلفة مع إضافة معلوم يتفق عليه للقطاعات المستخدمة والموردين أو المصدرين".²

تقوم صناديق المربحة على التمويل بالأجل بطريقة المربحة وبخاصة في أسواق السلع الدولية، فيقوم الصندوق بشراء كمية من سلعة الحديد مثلا بالنقد، ثم بيعها إلى طرف ثالث (غير من اشتراها منه) بالأجل. ويكون الأجل قصيرا في الغالب يتراوح بين شهر وستة

¹ - حسن بن غالب آل دائلة، مرجع سابق، 2005، ص: 17.

² - عبد القادر بن عزوز، مرجع سابق، 2004، ص: 216.

أشهر. ويستفيد من عمليات التمويل الشركات المتعاملة في أسواق السلع لتمويل المخزون، ومصافي البترول لتمويل حصولها على الخام وشركات المواد الأولية كالسكر ونحوه.¹

2-2-2 صناديق السلم

السلم بيع يؤجل فيه قبض المبيع ويعجل فيه قبض الثمن، ويمكن توليد الربح من بيوع السلم في الصناديق الاستثمارية عن طريق الدخول في عقد سلم محله بضاعة موصوفة في الذمة كالقمح أو الشعير أو الزيوت... الخ.²

3- صناديق التأجير

يعتمد عمل صناديق التأجير على امتلاك الصندوق للأصول المؤجرة مثل المعدات والسيارات والطائرات وأحيانا العقار. وتولد الدخل من الإيرادات الإيجارية، وتختلف الصناديق باختلاف عقود الإيجار لأصول الصندوق، فبعضها يقوم على عقد الإيجار المعتاد. وهنا يتحمل الصندوق مخاطرة ثمن الأصول عند انتهاء العقود، وربما كان على صفة الإيجار المنتهي بالتمليك وفي هذه الحالة تغطي الإيرادات قيمة الأصل كاملا.³

¹ - نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعية، الطبعة الأولى، 2006، مصر، ص ص: 107-111.

- Mohamed Nacer THABET, Op-cit, 2010, pp:12-14

² - هشام جبر، مرجع سابق، 2009، ص ص: 19-20.

³ - محمد علي القرني، مرجع سابق، 1998، ص ص: 15-17.

المبحث الثالث: هيئات الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية

لأجهزة الرقابة الشرعية في المؤسسات المالية والاستثمارية التي تتعامل وفق الضوابط الشرعية مكانة ذات طبيعة خاصة ومؤثرة، فهي مع كونها أحد الفوارق الجوهرية بين هذه المؤسسات وبين تلك المؤسسات التقليدية، إلا أنها ذات مكانة خاصة في مفهوم الشرع الحنيف. ومن هنا جاءت أهمية الحديث عن دور الرقابة الشرعية في ضبط أعمال صناديق الاستثمار الإسلامية. وينقسم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب كالآتي:

المطلب الأول: مفهوم الرقابة الشرعية وأهميتها ووظائفها

يلتزم الصندوق في معاملاته وتصرفاته المختلفة بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وكذلك بالفتاوى والمقررات والتوصيات الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات الفتوى في المسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق وهذا يوجب الرقابة الشرعية الفعالة. ويمكن عرض الرقابة الشرعية على المؤسسات المالية عامة كما يلي:

1- مفهوم الرقابة الشرعية

تعرف الرقابة الشرعية بأنها "التأكد من مدى مطابقة أعمال المؤسسة المالية الإسلامية لأحكام الشريعة الإسلامية حسب الفتاوى الصادرة والقرارات المعتمدة من جهة الفتوى".¹

ويمكن تعريف الرقابة الشرعية من الناحية العملية - أي بكونها جهاز - بأنها "متابعة وفحص وتحليل كافة الأعمال والتصرفات والسلوكيات التي يقوم بها الأفراد والجماعات والمؤسسات والوحدات وغيره، للتأكد من أنها تتم وفقاً لأحكام وقواعد الشريعة الإسلامية وذلك باستخدام الوسائل والأساليب الملائمة والمشروعة، وبيان المخالفات والأخطاء، وتصويبها فوراً، وتقديم التقارير إلى الجهات المعنية متضمنة الملاحظات والنصائح والإرشادات وسبل التطوير إلى الأفضل".²

¹ - عبد الحميد محمود البعل، الرقابة الشرعية الفعالة في المؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، 15 ماي 2002، ص: 11.

² - أحمد العموي، واقع الرقابة الشرعية، بحث مقدم إلى مؤتمر المدققين الشرعيين الثاني المنعقد في الكويت 2-6-2010، ص: 4.

وإجمالاً هي وضع ضوابط شرعية مستمدة من الأدلة الشرعية، ثم متابعة تنفيذها للتأكد من صحة التنفيذ، فالرقابة الشرعية بهذا المفهوم تشمل أمرين: الإفتاء والتدقيق.¹

ويشرف على الرقابة الشرعية في المؤسسات المالية هيئة تسمى "هيئة الرقابة الشرعية" وهي جهاز يضم عدداً من الفقهاء المتخصصين في المعاملات المالية يضع الضوابط الشرعية المستمدة من الأدلة الشرعية، وتكون هذه الضوابط ملزمة للمؤسسة، ويتابع تنفيذها للتأكد من سلامة التنفيذ.²

2- أهمية الرقابة الشرعية

تعتبر الرقابة الشرعية ذات أهمية بالغة للمؤسسات المالية الإسلامية لأكثر من سبب، منها:³

- كون الأساس الذي قامت عليه المؤسسات المالية الإسلامية المعاصرة هو تقديم البديل الشرعي للمؤسسات المالية الربوية غير المشروعة، حيث إن الرقابة الشرعية ضرورة حيوية للمصارف الإسلامية، فهي الجهة التي تراقب وترصد سير عمل المصارف الإسلامية والتزامها وتطبيقها في معاملاتها للأحكام الشرعية.

- عدم الإحاطة بقواعد المعاملات الإسلامية من قبل جميع العاملين في المؤسسات المالية الإسلامية.

- تعقد الصور التجارية، وانتشرت أنواع جديدة من المعاملات التجارية كبطاقات الائتمان، والحسابات بأنواعها، والتجارة الإلكترونية التي لا يوجد لها أحكام في المصادر الفقهية القديمة وإن وجدت الأحكام، فإن المصرفيين القائمين على النشاط المصرفي غير مؤهلين للكشف عنها بأنفسهم.

- تحتاج العمليات المصرفية في الاستثمار والتمويل بالذات إلى رأي من هيئة الفتوى، نظراً لتمييز هذه العمليات بالتغير وعدم التكرار مع كل حالة أو عملية أو مشروع يموله المصرف.

¹ - أحمد العمومي، مرجع سابق، 2010 ص: 5.

² - عبد الباري مشعل، استراتيجية التدقيق الشرعي الخارجي المفاهيم وآلية العمل، جمعية المؤسسات المصرفية الإسلامية، مؤتمر التدقيق الشرعي، ماليزيا، 10 ماي 2011، ص: 2.

³ - عبد الباري مشعل، "التدقيق الشرعي"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، مصر، عدد (188)، 2004، ص: 45.

ومن ثم، فإن العاملين في النشاط الاستثماري يجب أن يكونوا على اتصال مستمر مع الرقابة الشرعية.

- وجود الرقابة الشرعية في المصرف يُعطي المصرف الصبغة الشرعية، كما يُعطي وجود الرقابة ارتياحا لدى جمهور المتعاملين مع المصرف.

- ظهور كيانات مالية واستثمارية غير جادة تنص نظمها الأساسية وقوانين إنشائها على أنها تعمل وفقا لأحكام الشريعة، دون وجود رقابة تكفل التحقق من ذلك.

3- جهاز الرقابة الشرعية وأهم وظائفه

تم الرقابة الشرعية من خلال جهاز مستقل أو قسم مستقل ضمن إدارة الرقابة في المؤسسة، وقد حدد معيار الضوابط الصادر عن هيئة المحاسبة هدف ونطاق الرقابة الشرعية الداخلية، حيث أكد على أن الهدف الرئيس من الرقابة الشرعية هو التأكد من أن إدارة المؤسسة قد أدت مسؤوليتها تجاه تطبيق أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وفقا لما قررته هيئة الفتوى والرقابة الشرعية.¹

ويمكن جمع هذه المهام فيما يلي:²

- فحص وتقويم مدى التزام المؤسسة المالية بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وفق الفتاوى والإرشادات والتوجيهات الصادرة عن هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، وذلك من خلال وضع خطط للتدقيق على المعاملات والمستندات والنماذج والإجراءات اللازمة للتدقيق والتنفيذ، بحيث تشمل كافة الأنشطة التي تقوم بها المؤسسة.

- مراقبة الأعمال المزمع القيام بها أي قبل البدء في العمل وهو ما يعرف بالرقابة السابقة وأثناء العمل وهو ما يعرف بالرقابة المتزامنة وبعد انتهاء العمل وهو ما يعرف بالرقابة اللاحقة.

¹ - عبد الباري مشعل، مرجع سابق، 2004، ص: 48.

² - أحمد العومي، مرجع سابق، 2010، ص: 4.

- متابعة جميع ما يصدر عن الهيئة الشرعية من توجيهات وقرارات.
- مناقشة الملاحظات والقضايا التي يتوصل إليها جهاز الرقابة مع الجهات المختصة في المؤسسة قبل أن يصدر تقريره النهائي.
- تقديم تقارير دورية ربع سنوية أو أكثر تتضمن نتائج المتابعة والفحص لعمليات المؤسسة، ترفع إلى الجهات المختصة حسب ما تنص عليه اللوائح والأنظمة في هذا الخصوص مع نسخة منها إلى الهيئة الشرعية.
- متابعة إدارات المؤسسة بخصوص تنفيذها لتوجيهات الجهات الرقابية الأخرى والمراجعين الخارجيين.
- وضع خطط لإدارة المؤسسة تتعلق بتدريب الموظفين وتنقيفهم في مجال المصرفية الإسلامية.
- اكتشاف الأخطاء وتصحيحها أولاً بأول في ضوء توجيهات الهيئة الشرعية .
- إعداد مجموعة الدورات المستندية السليمة من الناحية الفنية والشرعية لجميع معاملات المؤسسة.
- وضع إجراءات وضوابط واضحة لجميع معاملات المؤسسة، بحيث نقل احتمالية وقوع المخالفة الشرعية كوجود نظام للرقابة الآلية.

المطلب الثاني: طبيعة أنشطة صناديق الاستثمار الإسلامية وحاجتها إلى الرقابة

بعد استيفاء الجوانب القانونية لإنشاء الصندوق، يتم تقسيم رأس مال الصندوق إلى وحدات (صكوك)، يمثل كل منها حصة شائعة في رأس المال، وتطرح هذه الوحدات للاكتتاب العام للراغبين في المشاركة، وذلك طبقاً لعقد المضاربة أو الوكالة بالاستثمار، ويحق للجهة المنشئة لصندوق أن تستعين بالجهات المتخصصة لتسويق الصكوك.

وبعدما تقوم إدارة الصندوق بمباشرة الأنشطة المخططة ومن أهمها ما يلي:¹

¹ - حسين حسين شحاتة، مرجع سابق، 2009، ص ص: 13-15.

- استثمار أو توظيف الأموال طبقا للضوابط الشرعية والصيغ الاستثمارية ومنها تكوين محفظة الأوراق المالية (استثمار غير مباشر)، و المساهمة في مشروعات استثمارية مختلفة (استثمار مباشر).

- تقوم إدارة الصندوق بأعمال المتابعة والمراقبة وتقييم الأداء الاستثماري للاطمئنان من المحافظة على الأموال وتنميتها وذلك طبقا للوائح الداخلية للصندوق، وكذلك طبقا لقرارات وتعليمات الجهة المنشئة والبنوك المركزية.

- اتخاذ الإجراءات اللازمة للاستجابة للمستثمرين الراغبين في الخروج من الصندوق وتحديد حقوقهم حسب الضوابط والأسس والنظم المعتمدة، وتتولى الجهة المصدرة أو جهة أخرى بالشراء بالسعر الذي تم التقييم به وذلك في مواعيد دورية معينة حسب أسس القياس الشرعي والمحاسبي والواردة في نشرة الاكتتاب.

- تحديد السيولة النقدية الواجب الاحتفاظ بها سائلة لمواجهة طلبات الاسترداد وذلك وفقا للضوابط والأسس الواردة في لائحة الصندوق وفي ضوء الموازنة النقدية التقديرية.

- متابعة ودراسة وتحليل الأوضاع السياسية والاقتصادية والمالية والاستثمارية ذات العلاقة المؤثرة على نشاط الصندوق بصفة عامة، وعلى مكونات محفظته الاستثمارية بصفة خاصة، وذلك باستخدام الأساليب واتخاذ القرارات اللازمة سواء بالاحتفاظ أو البيع أو الشراء أو نحو ذلك.

- تحديد وقياس عوائد الاستثمار وتوزيعها حسب الضوابط والأسس الشرعية والمالية والمحاسبية وفي ضوء النماذج الواردة في لائحة الصندوق والإعلان عنها.

- التقييم الدوري لموجودات والتزامات الصندوق، وتحديد صافي قيمة الوحدة (الصك) الاستثمارية ليساعدها في عمليات الاسترداد، وذلك طبقا لمعايير المحاسبة الصادرة عن الهيئة.

المطلب الثالث: أهمية ومقاصد الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية

بعد رؤية الرقابة الشرعية على المؤسسات المالية الإسلامية بصفة عامة وضرورتها بالنسبة لصناديق الاستثمار الإسلامية، يتناول هذا المطلب أهمية ومقاصد الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية.

1- أهمية الرقابة الشرعية على معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية

تتمثل أهمية الرقابة الشرعية على معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية ما يلي:¹

- ضرورة الاطمئنان من التزام الصندوق بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
 - ضرورة الاطمئنان من السلامة القانونية لمعاملات وعقود الصندوق وأنها تتم وفقا للقوانين والقرارات والتعليمات الواردة من الجهات الحكومية مثل هيئة سوق المال، والبنك المركزي، والتي تختلف من دولة إلى أخرى.
 - ضرورة الاطمئنان من أن أموال المشتركين قد جمعت بالحق ووظفت بالحق طبقا لأسس ومعايير وصيغ الاستثمار والتمويل الإسلامية والفنية والمصرفية.
 - ضرورة الاطمئنان من أن عمليات القبض والصرف والإيداع والسحب ونحو ذلك قد روجعت قبل وبعد تنفيذها مستنديا ومحاسبيا.
 - ضرورة الاطمئنان من صحة القياس والإفصاح المحاسبي عن الحقوق المالية لأطراف الصندوق، وكذلك الاطمئنان على سلامة المركز المالي ونتائج الأعمال وتوزيعها بالحق.
 - ضرورة تقويم الأداء على فترات قصيرة، وكذلك تحديد صافي قيمة الوحدة الاستثمارية لمساعدة المشتركين لاتخاذ القرارات الاستثمارية كالإبقاء أو التخارج.
- وتأسيسا على هذه الأهمية، يجب أن يكون هناك إطارا متكاملا لنظم الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية يحكمه التنسيق والتكامل والتعاون.

¹ - عبد البارى مشعل، مرجع سابق، 2004، ص: 50.

2- مقاصد الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية

تتمثل الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية كما سبق، في متابعة ومراجعة وفحص وتقويم كافة المعاملات والتصرفات والأعمال التي تقوم بها تلك الصناديق للاطمئنان من أنها تتم وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وكذلك طبقاً للفتاوى 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.¹

كما تشمل الرقابة الشرعية تقديم تقارير دورية خلال الفترة المالية، وكذلك تقريراً سنوياً يرفق بالقوائم المالية يعتبر شهادة وحكماً ورأياً من طبيعة خاصة يُقرّ فيه المراقب الشرعي، أو هيئة الرقابة الشرعية عن ما إذا كانت إدارة الصندوق قد التزمت في معاملاتها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وبيان الملاحظات إن وجدت.²

ويتولى الرقابة الشرعية في صناديق الاستثمار الإسلامية هيئة الرقابة والتي تعين بمعرفة الجمعية العامة للمساهمين في الصندوق ووفقاً لضوابط شرعية وقانونية معينة لا تختلف عن تلك المطبقة في المصارف الإسلامية.

3- مجالات الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية

تخضع كافة معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية للرقابة الشرعية والتي تتمثل في الآتي:³

- الرقابة الشرعية على عمليات إصدار الوحدات (الصكوك) الاستثمارية والتأكد من استيفاء شروط عقد المضاربة من الناحية الشرعية وأنها لا تتضمن أي بنود غير جائزة شرعاً.

¹ - حسين حسين شحاتة، مرجع سابق، 2009، ص: 19.

² - نفس المرجع أعلاه.

³ - نفس المرجع أعلاه، ص: 21-23.

- التدقيق الشرعي على عمليات شراء الأوراق المالية وتكوين محفظتها والتأكد من أنها لا تتضمن أي أوراق محرمة شرعا، وكذلك عمليات الاستثمار في مشروعات استثمارية مباشرة والتأكد من أنها تتم وفقا لصيغ ومعايير الاستثمار الإسلامي.
- التدقيق الشرعي على عمليات التقييم الدوري لقيمة الوحدات الاستثمارية، والاطمئنان من أنه قد اتبعت الأسس والمعايير الإسلامية ولاسيما الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.
- التدقيق الشرعي على عمليات استبدال الوحدات الاستثمارية والاطمئنان من أنها قد تمت وفقا للمعايير الشرعية الصادرة عن الهيئة.
- التدقيق الشرعي على عمليات تحديد وقياس أرباح أو خسائر نشاط الصندوق والتأكد من أن التوزيع قد تم وفقا لشروط عقود المضاربة والوكالة.
- التأكد من شرعية الإيرادات والتأكد من أنها لا تتضمن أي كسب حرام أو خبيث، وإن وجد فقد جُنِّبَ في حساب مستقل تمهيدا للتخلص منه في وجوه الخير حسب الفتاوى الشرعية الصادرة في هذا الشأن.
- التأكد من شرعية النفقات، والتأكد من أنها لا تتضمن بنود إسراف أو تبذير أو ترف أو بنود لا تخص نشاط الصندوق.
- التأكد من شرعية القرارات الإدارية والسياسات الاستراتيجية المختلفة للتأكد من أنها تتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وأنها لا تتضمن أي أمر يخالف شرع الله.
- الاطمئنان من التزام العاملين بالصندوق بالقيم والأخلاق والسلوكيات الإسلامية.

4- تقارير الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية

هناك نوعان من تقارير الرقابة الشرعية، تقارير دورية وتقرير سنوي وهي كالآتي:¹

1-4 تقارير الرقابة الشرعية الدورية على صناديق الاستثمار الإسلامية

يجب أن تكون الرقابة الشرعية دائمة ومستمرة طوال الفترة الزمنية موضوع عقد الارتباط المبرم بين الصندوق وبين هيئة الرقابة الشرعية، ويتولى عمليات التدقيق الشرعي

¹ - حسين حسين شحاتة، مرجع سابق، 2009، ص: 5.

خلال الفترة مراقب شرعي وبعض معاونيه طبقا لخطة وبرنامج الرقابة، والتي تنتهي بإعداد مجموعة من التقارير التي تتضمن أهم المخالفات والملاحظات الواجب تسويتها، كما قد تتضمن بعض التوصيات والإرشادات التي تهدف إلى زيادة فعالية الضبط الشرعي وتطويره إلى الأفضل.

2-4 تقرير هيئة الرقابة الشرعية السنوي على صناديق الاستثمار الإسلامية

تقوم هيئة الرقابة الشرعية في نهاية السنة المالية بإعداد تقرير عام شامل عن رأيها عن مدى التزام الصندوق بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وينشر هذا التقرير مع القوائم المالية، ويتلي في الجمعية العامة، ويعتبر هذا التقرير بمثابة شهادة وحكم ورأي من نوع خاص، وأساس لمحاسبة مسئولية الهيئة أمام المشاركين في الصندوق والمساهمين والغير.

خلاصة الفصل الثاني

تعتبر ظاهرة صناديق الاستثمار الإسلامية حديثة مقارنة بصناديق الاستثمار التقليدية، حيث إن صندوق الاستثمار الإسلامي يلتزم فيه المدير بضوابط شرعية تتعلق بالأصول والخصوم والعمليات التي يقوم بها، ولا يقتصر تسويق صناديق الاستثمار الإسلامية وإدارتها على البنوك الإسلامية، بل يمكن أن تدار من طرف البنوك التقليدية، لا تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية مجرد وسيط مالي كما هو الحال في صناديق الاستثمار التقليدية، بل إن هذه الصناديق بالإضافة إلى ذلك تعتمد على المزج بين رأس المال والعمل وذلك باستخدام صيغ التمويل الإسلامية المختلفة كالمرابحة، الاستصناع والسلم... الخ

ولأجهزة الرقابة الشرعية في المؤسسات والشركات المالية والاستثمارية التي تتعامل وفق الضوابط الشرعية مكانة ذات طبيعة خاصة ومؤثرة، فهي مع كونها أحد الفوارق الجوهرية بين هذه المؤسسات وبين تلك المؤسسات التقليدية، إلا أنها ذات مكانة خاصة في مفهوم الشرع الحنيف.

يتتبع الفصل الموالي تطور وأداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية في البلدان الرائدة في هذه الصناعة، بالإضافة إلى اقتراح المتطلبات الضرورية لإدماج هذه الصناعة في السوق المالية الجزائري.

الفصل الثالث

تطور الصناديق الأخلاقية والإسلامية
ومتطلبات إدماجها في السوق المالية
الجزائرية

الفصل الثالث: تطور الصناديق الأخلاقية والإسلامية ومتطلبات إدماجها في السوق المالية الجزائرية

شاع في السنوات الأخيرة من القرن العشرين الاستثمار من خلال صناديق استثمار مشترك بدلاً من شراء الأسهم مباشرة، نظراً لتمتعها بعدد من المزايا منها حفظ وقت المستثمر، وتوزيع المخاطرة، وتخفيض متوسط تكاليف الصفقات، والسيولة. حسب الفصلين السابقين فإنه توجد أنواع جديدة من صناديق الاستثمار لها أهداف أكثر من العائد المالي لتصل إلى اعتبارات بيئية وأخلاقية واعتبارات دينية، ويتناول هذا الفصل الواقع الفعلي لهذه الأنواع من صناديق الاستثمار من صناديق استثمار مسؤولة اجتماعياً وصناديق الاستثمار الإسلامية في العالم وخاصة في الدول الرائدة في الصناعة، والمتطلبات الضرورية لإمكانية إدماج هذه الصناعة في الأسواق الناشئة مثل السوق المالية الجزائرية. وذلك من خلال المباحث الثلاثة الآتية:

- تطور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً - تجارب دولية - ؛
- واقع وتطور صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم؛
- آفاق إدماج الصناديق الأخلاقية والإسلامية في السوق المالية الجزائرية.

المبحث الأول: تطور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا - تجارب دولية -

تمثل الاستثمارات المسؤولة اجتماعيا نسبة معتبرة فقط من مجمل الاستثمارات الإجمالية في العالم، لكن هي في تطور كبير وسريع مقارنة مع تطور الاستثمارات العادية، وكذلك ينطبق الحال مع صناديق الاستثمار التي تدير الاستثمارات المسؤولة اجتماعيا.

يتعرض هذا المبحث إلى واقع وتطور الاستثمارات وصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا لعينة من الدول الرائدة في هذه الصناعة، وذلك على النحو الموالي:

المطلب الأول: التجربة الأمريكية في صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا

تعتبر السوق المالية الأمريكية مهد صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا بصيغتها الحديثة، حيث استمرت هذه الصناعة في التطور والنمو السريع، ويمكن عرض هذه التجربة من خلال عرض الاستثمار المسؤول اجتماعيا في الولايات المتحدة الأمريكية عموما، وتطور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا.

1- الاستثمار المسؤول اجتماعيا في الولايات المتحدة الأمريكية

تطور الاستثمار المسؤول اجتماعيا بكل أنواعه في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل سريع. حيث توجد ثلاثة أنواع للاستثمار المسؤول اجتماعيا وهي استثمار بإدماج الاعتبارات البيئية والاجتماعية واعتبارات الحوكمة ESG، النشاط المجتمعي للمساهمين، والاستثمار في المجتمع.¹

ويبين الجدول الآتي تطور الاستثمار المسؤول اجتماعيا في الولايات المتحدة الأمريكية حسب كل نوع من المقاربات السابقة في الفترة 1995-2010.

¹ - Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2010, Social Investment Forum Foundation, 2010, p : 10.

جدول رقم(2): تطور الاستثمار المسؤول اجتماعيا في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة 1995-2010 مليار دولار أمريكي

السنوات	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2010
استثمار بإدماج الاعتبارات البيئية والاجتماعية والحوكمة ESG	162	529	1497	2010	2143	1685	2098	2512
النشاط المجتمعي للمساهمين	473	736	922	897	448	703	739	1497
الاستثمار في المجتمع	4	4	5	8	14	20	25	41.7
استراتيجيات هجينة ⁽ⁱ⁾	-	(84)	(265)	(592)	(441)	(117)	(151)	(151)
المجموع الصافي للأصول	639	1185	2159	2323	2164	2290	2711	3069

المصدر: Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2010, Op- cit, 2010, p : 10.

(i)- تم التخلص من الاستثمارات المحسوبة أكثر من مرة كونها تشمل نوعين أو أكثر من استراتيجيات الاستثمار المسؤول اجتماعيا.

من خلال الجدول السابق يلاحظ أن الاستثمار المسؤول اجتماعيا في الولايات المتحدة الأمريكية بكل أنواعه نما بشكل كبير ما بين سنة 1995 إلى سنة 2010، حيث وصلت الزيادة إلى ما يقارب خمسة أضعاف ابتداء بـ 639 مليار دولار وصولا إلى 3.069 مليار دولار أمريكي. ويمكن عرض تطور هذه الأنواع وأسباب ارتفاعها فيما يلي:

1-1 الاستثمار بإدماج الاعتبارات البيئية والاجتماعية واعتبارات الحوكمة ESG

يعتبر الاستثمار بإدماج الاعتبارات البيئية والاجتماعية واعتبارات الحوكمة ESG من أكثر الأنواع انتشارا في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يمثل ما نسبته 81,85 % من إجمالي الاستثمار المسؤول اجتماعيا. وتم استثمار 2.512 مليار دولار أمريكي سنة 2010

بإدماج الاعتبارات البيئية والاجتماعية واعتبارات الحوكمة ESG بزيادة تعادل 19,7 % عن سنة 2007.¹

ويمكن عرض جزء من المعايير البيئية والاجتماعية ومعايير الحوكمة المتبعة في الولايات المتحدة الأمريكية، فيما يلي:²

1-1-1 المعايير البيئية

- المناخ والتقنيات النظيفة، وهي اعتبارات الخاصة بخطر الاحتباس الحراري واعتبارات استخدام الطاقة والتكنولوجيا النظيفة.
- التلوث، وهي اعتبار سياسة المؤسسات لخفض التلوث والسموم الناتجة عن منتجاتها.

2-1-1 المعايير الاجتماعية

- العلاقات المجتمعية، باعتبار علاقة المؤسسة مع مجتمع أصحاب المصالح، وتأثير استثماراتها على المجتمع المحلي.
- التنوع والفرص المتكافئة في جلب المستخدمين، وعلاقة المؤسسة مع مستخدميها.
- المعايير الدينية، اعتبار المؤسسات ذات التوجه الديني سواءً يهودية أو مسيحية أو إسلامية كونها مسؤولة اجتماعيا.
- حقوق الإنسان، اعتبار المؤسسات التي تحترم حقوق الإنسان في عملياتها الداخلية، أو الدولية أين تقوم بأعمالها.
- المناطق المتأزمة سياسيا أو ليست لها علاقات جيدة كإيران والسودان.
- الدول الإرهابية، استبعاد المؤسسات التي تعمل أو لها علاقة بالدول المصنفة على أنها إرهابية أو مساندة لتنظيمات إرهابية.

3-1-1 معايير الحوكمة

- مجلس الإدارة، اعتبار استقلالية المدراء، والتنوع في مجلس الإدارة.
- أجور المدراء التنفيذيين، اعتبار سياسة أجور معقولة لا تضر مصالح المساهمين.

¹ - Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2010, Op-cit, 2010, p : 10.

² - Idem, pp :82-83.

4-1-1 معايير عامة على المنتجات والصناعة

- المنتجات الآمنة، اعتبار أمان المنتجات وتأثيراتها على صحة المستهلك النفسية والبدنية.
- الكحول، استبعاد أو استبعاد جزئي للمؤسسات التي يرتبط عملها بتطوير الكحول وترويجه.
- الاختبار على الحيوان، استبعاد أو استبعاد جزئي للمؤسسات التي يرتبط عملها بالاختبار على الحيوانات.
- القمار، استبعاد أو استبعاد جزئي للمؤسسات التي يرتبط عملها بالقمار.
- الطاقة النووية، استبعاد أو استبعاد جزئي للمؤسسات التي يرتبط نشاطها بالطاقة النووية.
- الخلاعة، استبعاد أو استبعاد جزئي للمؤسسات التي يرتبط عملها بإنتاج وتوزيع منتجات الخلاعة.
- التبغ، استبعاد أو استبعاد جزئي للمؤسسات التي يرتبط عملها بإنتاج وتوزيع التبغ.

هذه الاعتبارات في تطور مستمر حيث يتم إضافة معايير جديدة لانتقاء الاستثمارات وتكوين المحافظ الاستثمارية (انظر الملحق رقم 1).

ويرجع تطور حجم الاستثمار بإدماج الاعتبارات البيئية والاجتماعية واعتبارات الحوكمة ESG إلى عدة أمور منها:¹

- ارتفاع عدد المدراء الماليين الذين يدمجون الاعتبارات البيئية والاجتماعية واعتبارات الحوكمة.
- العديد من الصناديق العمومية أضافت الاعتبارات البيئية والاجتماعية واعتبارات الحوكمة ESG لأجل تقديم صورة جيدة قبل الانتخابات التشريعية من جهة ومن جهة أخرى وجود رقابة على تطبيق القوانين.
- ارتفاع عدد شركات الاستثمار والمدراء المقاطعين للمؤسسات المرتبطة بالحكومة السودانية أثناء أزمة الانقسام.

¹ - Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2010, Op-cit, 2010, p: 29.

1-2 النشاط المجتمعي للمساهمين

وفيما يخص النوع الثاني من الاستثمار المسؤول اجتماعيا والمتمثل في النشاط المجتمعي للمساهمين من تصويت على مسائل اجتماعية وبيئية، والتحاور مع المسيرين، وتقديم مقترحات في الجمعيات العمومية والتهديد ببيع الأسهم في حالة عدم التوافق مع سياسة المؤسسة، فقد تم حصر 1.497 مليار دولار أمريكي بزيادة تعادل 102,5 % عن سنة 2007.¹

1-3 الاستثمار في المجتمع

فيما يخص الاستثمار في المجتمع من قروض مصغرة وهيئات مجتمعية غير ربحية فقد تم استثمار 41,7 مليار دولار أمريكي بزيادة تعادل 66,8 % عن سنة 2007.

هذا الارتفاع راجع إلى إنشاء العديد من المؤسسات متخصصة في القروض المصغرة والمشاريع الموجهة إلى الفقراء والمشاريع التي تعمل لترقية المجتمع وذلك بمساعدة السلطات النقدية الأمريكية، وكانت الحصيلة كالآتي:²

- بنوك التنمية المجتمعية 17,3 مليار دولار أمريكي.
- اتحاديات قروض التنمية المجتمعية 11,1 مليار دولار أمريكي.
- صناديق قروض التنمية المجتمعية 11,3 مليار دولار أمريكي.
- رأس المال المخاطر لتنمية المجتمعية 2,0 مليار دولار أمريكي.

2- تطور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الولايات المتحدة الأمريكية

مثلت صناديق الاستثمار التي تدير الاستثمارات المسؤولة اجتماعيا الحصة الكبيرة من الاستثمارات المسؤولة اجتماعيا التي تعتمد إدماج المعايير البيئية والاجتماعية ومعايير الحوكمة

¹ - Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2010, Op-cit, 2010, p : 10.

² - Idem, p : 61.

ESG كمعايير لاختيار الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة تفوق 23 % من الإجمالي.¹

يبين الجدول الآتي تطور عدد وحجم صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة 1995-2010.

الجدول رقم (3): تطور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة 1995-2010

السنوات	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2010
عدد الصناديق الأخلاقية	55	144	168	181	200	201	260	493
المجموع الصافي للأصول (مليار دولار)	12	96	154	136	151	179	202	569

المصدر: **Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2010, Op-cit, 2010, p : 9.**

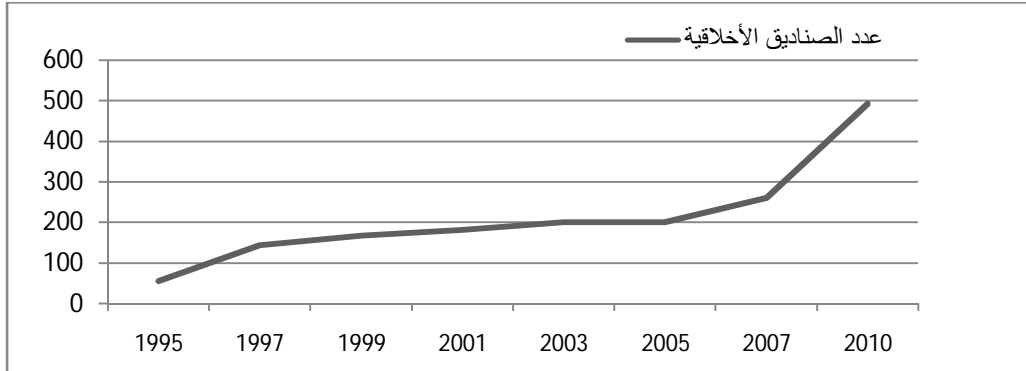
وكما هو مبين في الجدول (3)، استطاعت صناديق الاستثمار أن تجذب رؤوس الأموال الراغبة في الاستثمارات الأخلاقية، ابتداء بصندوق واحد سنة 1971 يكون محفظته حسب المعايير البيئية والاجتماعية ومعايير الحوكمة ESG، وصولا إلى 493 صندوق مسؤول اجتماعيا سنة 2010 تدير أصولا صافية بقيمة 569 مليار دولار أمريكي بزيادة تقدر ب 195 % عن سنة 2007.² منها 8 صناديق إسلامية تدير أكثر من 2,7 مليار دولار أمريكي.³ انظر الشكل (3).

¹ - **Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2010, Op-cit, 2010, p : 8.**

² - **Idem, p : 9.**

³ - **Islamic Funds & Investments Report 2010, Ernst & Young, 6th Annual World Islamic Funds & Capital Markets Conference, 2011, p: 52.**

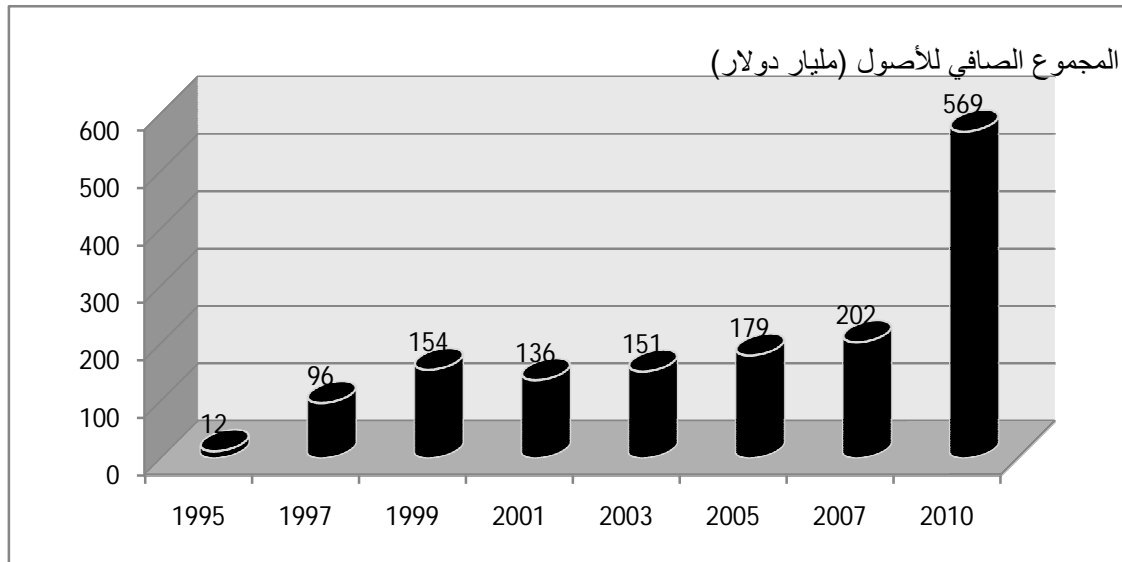
الشكل رقم (3): تطور عدد صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة 1995-2010



المصدر: تم إعداد الشكل بناءً على معطيات الجدول (3).

من خلال الجدول السابق يلاحظ أن صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الولايات المتحدة الأمريكية تطورت بشكل كبير ما بين سنة 1995 إلى سنة 2010، حيث وصلت الزيادة إلى ما يقارب خمسين ضعف ابتداء بـ 12 مليار دولار سنة 1995 وصولا إلى 569 مليار دولار أمريكي سنة 2010. (انظر الشكل (3) و(4)).

الشكل رقم (4): تطور حجم الأموال المدارة في صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة 1995-2010



المصدر: تم إعداد الشكل بناءً على معطيات الجدول (3).

توجد عدة أنواع من صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في السوق المالية الأمريكية، وتختلف حسب شكل رأس المال من صناديق استثمار مسؤولة اجتماعيا ذات النهاية المفتوحة وصناديق ذات النهاية المغلقة، وحسب الهدف والمكونات إلى صناديق مؤشرات المسؤولية الاجتماعية المتداولة وصناديق استثمار رأس المال المخاطر الاجتماعي والصناديق الإسلامية أو ذات التوجه الديني وغيرها من الأنواع المبتكرة والمتجددة.¹

يبين الجدول الآتي تطور حجم وعدد صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا حسب كل نوع في الولايات المتحدة الأمريكية بين 2007-2010

الجدول رقم(4): تطور حجم وعدد صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا حسب كل نوع في الولايات المتحدة الأمريكية بين 2007-2010

2010		2007		السنوات
حجم الأصول (مليار دولار)	عدد الصناديق	حجم الأصول (مليار دولار)	عدد الصناديق	
139	223	159	154	الصناديق ذات النهاية المفتوحة
0.2	5	1	3	الصناديق المغلقة
4	26	2	8	صناديق المؤشرات المتداولة
426.2	239	40	95	باقي أنواع الصناديق المسؤولة اجتماعيا
569.4	493	202	260	المجموع الصافي للأصول

المصدر: Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2010, Op-cit, 2010, p: 8.

من خلال الجدول (4)، يمكن تمييز أنواع صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا الموجودة في السوق المالية الأمريكية، حيث تعتبر صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا ذات النهاية المفتوحة أو الصناديق المشتركة من أكثر الأنواع تواجدا في السوق المالية الأمريكية،

¹ - Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2010, Op-cit, p:8.

حيث ارتفع عدد الصناديق المسؤولة اجتماعيا ذات النهاية المفتوحة من 154 صندوق سنة 2007 إلى 223 صندوق سنة 2010، تدير أصول بقيمة 139 مليار دولار أمريكي. وارتفعت أصول صناديق مؤشرات المسؤولية الاجتماعية المتداولة من 8 صناديق سنة 2007 إلى 26 صندوق سنة 2010 تدير 4 مليار دولار أمريكي.

وقد ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عدة أنواع من صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا مثل صناديق رأس المال المخاطر الاجتماعي، والصناديق السيادية المسؤولة اجتماعيا، وصناديق الاستثمار الإسلامية وأخرى ذات توجه ديني آخر.¹

المطلب الثاني: صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الدول الأوروبية

تساهم الدول الأوروبية بجزء كبير من إجمالي الاستثمار المسؤول اجتماعيا والصناديق الأخلاقية في العالم، وتعتبر رائدة في هذه الصناعة خاصة فرنسا وبريطانيا وبلجيكا، ويمكن عرض واقعها من خلال ما يلي:

1- الاستثمار المسؤول اجتماعيا في الدول الأوروبية

تطور الاستثمار المسؤول اجتماعيا في الدول الأوروبية سريعا، ويتوزع الاستثمار المسؤول اجتماعيا في أوروبا عبر عدة دول الدنمارك، سويسرا، فلندا، بريطانيا، فرنسا، بلجيكا، إسبانيا، إيطاليا و ألمانيا، كما هو مبين في الجدول (5).

جدول رقم(5): توزيع الاستثمار المسؤول اجتماعيا في الدول الأوروبية

سنة 2010

الدول	الدنمارك	سويسرا	فلندا	بريطانيا	فرنسا	بلجيكا	إسبانيا	إيطاليا	ألمانيا	مجموع
الاستثمار المسؤول اجتماعيا (مليار أورو)	143,9	130,1	64,4	54,7	50,7	24,4	14,7	13,1	12,9	508,9

المصدر: تم إعداد الجدول بناءً على معطيات European Asset Owners: ESG Perceptions and Integration Practices, Novethic, December 2010, p: 3.

¹ - Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2010, Op-cit, p:8.

يبين الجدول (5) إحصائيات سنة 2010 لتوزيع الاستثمار المسؤول اجتماعيا في الدول الأوروبية، والملاحظ من الجدول تميز كل من الدنمارك، سويسرا، فنلندا، بريطانيا، فرنسا بتوسع كبير في هذه الصناعة إذ تمثل على الترتيب نسبة 28,27 %، 25,56 %، 12,71 %، 10,74 %، 9,96 % من إجمالي الاستثمارات المسؤولة اجتماعيا في تسعة الدول المبينة في الجدول.

2- تطور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الدول الأوروبية

وصل عدد صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في أوروبا في 30 جوان 2010 إلى 879 صندوق استثمار مسؤول اجتماعيا، بزيادة تقدر بـ 29 % في العدد عن سنة 2009، تدير هذه الصناديق 75 مليار أورو بزيادة تفوق 41 % في الحجم عن سنة 2009.¹

ويبين الجدول الآتي تطور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الدول الأوروبية في الفترة 1999-2010. (انظر الشكل (5))

الجدول رقم (6): تطور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الدول الأوروبية في الفترة 2010-1999

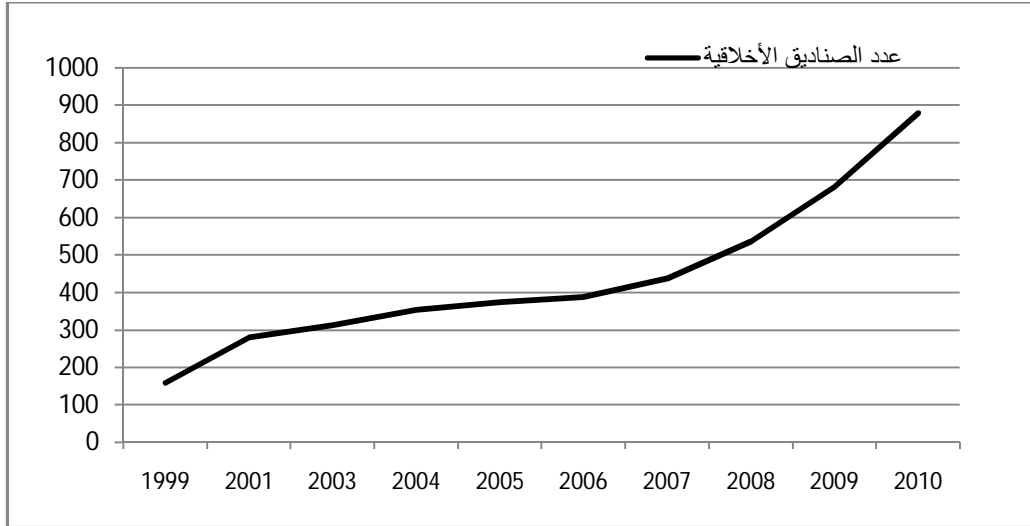
السنوات	1999	2001	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
عدد الصناديق الأخلاقية	159	280	313	354	375	388	437	537	683	879
المجموع الصافي للأصول (مليار أورو)	11.07	14.48	12.15	19.03	24.12	34	48.73	48.72	53.27	75.26

المصدر: تم إعداد الجدول بناءً على معطيات *Green, Social and Ethical Funds in Europe*, Vigeo, October 2010, p : 10.

¹ - *Green, Social and Ethical Funds in Europe. 2010*, Vigeo, October 2010, p: 10.

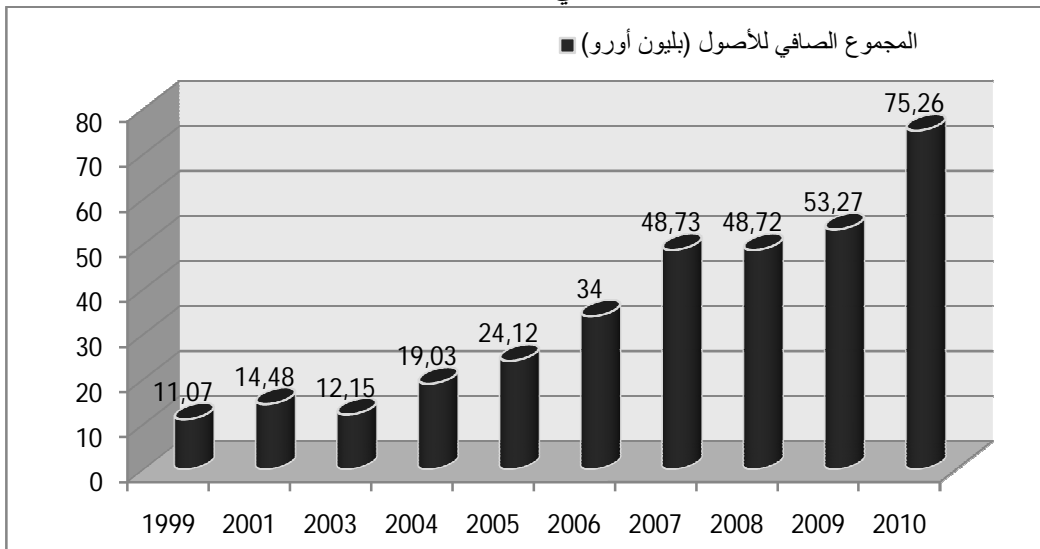
من خلال الجدول السابق يلاحظ أن صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الدول الأوروبية نمت بشكل كبير ما بين سنة 1999 إلى سنة 2010، حيث وصلت الزيادة إلى ما يقارب سبعة أضعاف ابتداء بـ 11,07 مليار دولار سنة 1999 وصولا إلى 75,26 مليار دولار أمريكي سنة 2010. (انظر الشكل (5) و(6)).

الشكل رقم (5): تطور عدد صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الدول الأوروبية في الفترة 2010-1999



المصدر: تم إعداد الشكل بناءً على معطيات الجدول رقم (6)

الشكل رقم (6): تطور حجم الأموال المدارة في صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الدول الأوروبية في الفترة 2010-1999



المصدر: تم إعداد الشكل بناءً على معطيات الجدول رقم (6)

تتميز كل من فرنسا وبريطانيا وسويسرا وبلجيكا بحصة سوقية كبيرة من صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا مقارنة بالدول الأوروبية، حيث تقدر حصة الدول الأربع بـ 75,6 % من إجمالي الصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في أوروبا.¹

ويبين الجدول الآتي توزيع صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الدول الأوروبية في جوان 2010.

الجدول رقم (7): توزيع صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الدول الأوروبية في جوان 2010

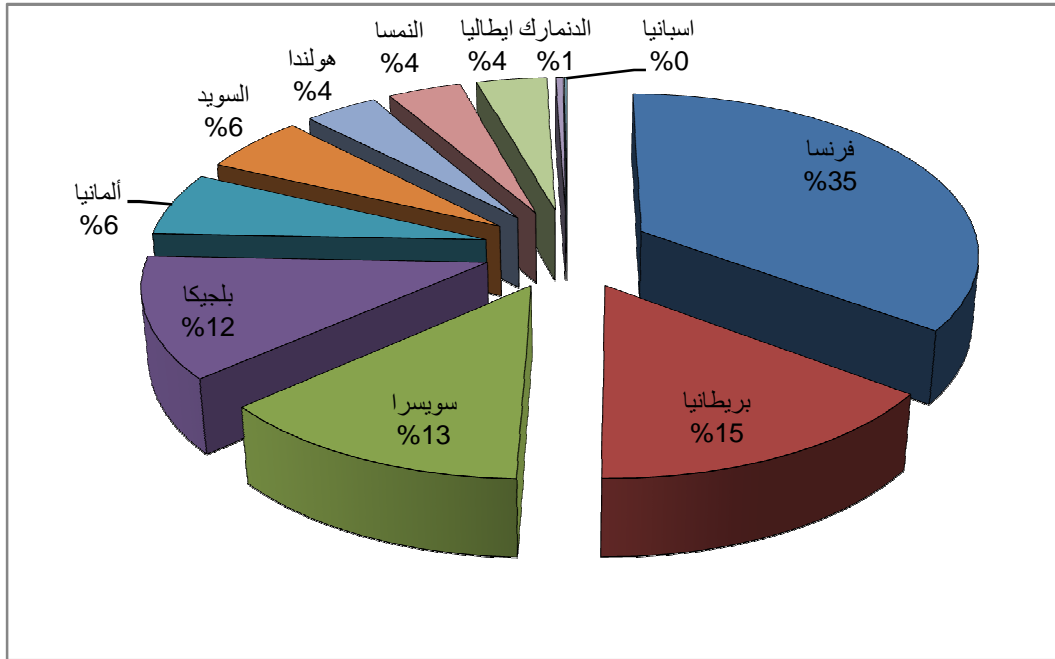
الدول	فرنسا	بريطانيا	سويسرا	بلجيكا	ألمانيا	السويد	هولندا	النمسا	إيطاليا	الدنمارك	اسبانيا
حجم صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا	26,5	11,4	9,9	9,1	4,8	4,3	3,0	3,0	2,86	0,3	0,1
عدد الصناديق	215	98	91	227	82	58	24	34	27	12	11

المصدر: تم إعداد الجدول بناءً على معطيات *Green, Social and Ethical Funds in Europe*, Op-cit, 2010 , p : 8.

من خلال الجدول السابق يتبين أن الدول الأوروبية تشجع وتوفر الفرص للمستثمرين الأخلاقيين أو ذوي التوجهات البيئية والدينية في أسواق الأوراق المالية، ويظهر ذلك في وجود عدة وكالات تنقيط اجتماعية مثل وكالة التنقيط الاجتماعية "فيجو" Vigeo في فرنسا، و"إثيل" Ethibel في بلجيكا و" إيريس" EIRIS في بريطانيا. وتعتبر فرنسا أكثر الدول الأوروبية التي تحوز على صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا من حيث حجم الأصول المدارة وتليها بريطانيا وسويسرا على الترتيب. وتعتبر بلجيكا أكثر انتشارا لصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا من حيث عدد الصناديق وبعدها فرنسا وبريطانيا على الترتيب.

¹ - *Green, Social and Ethical Funds in Europe 2010*, Op-cit, October 2010, p : 9.

الشكل رقم (7): توزيع صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الدول الأوروبية في جوان 2010



المصدر: تم إعداد الشكل بناءً على معطيات الجدول (3-6)

المبحث الثاني: واقع وتطور صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم

يعالج هذا المبحث واقع وتطور ما يقابل صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الجانب الإسلامي من خلال المطالب أدناه:

- تطور صناديق الاستثمار الإسلامية.
- حجم الصناديق الإسلامية وتوزيعاتها.
- المؤشرات المالية الإسلامية.

المطلب الأول: تطور صناديق الاستثمار الإسلامية

أثرت الأزمة المالية العالمية 2007-2009 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.¹

ويبين الجدول الآتي تطور أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم.

الجدول رقم (8): تطور أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم في الفترة 2004-

2010

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	الربع الأول 2010
الأصول المدارة بمليار دولار	29,2	34,1	39,5	48,7	51,4	52,2	52,3

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقرير Islamic Funds & Investments Report

2010, Op_cit, p 7

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،² وذلك بزيادة مستمرة. ووصل حجم الأصول المدارة في صناديق الاستثمار

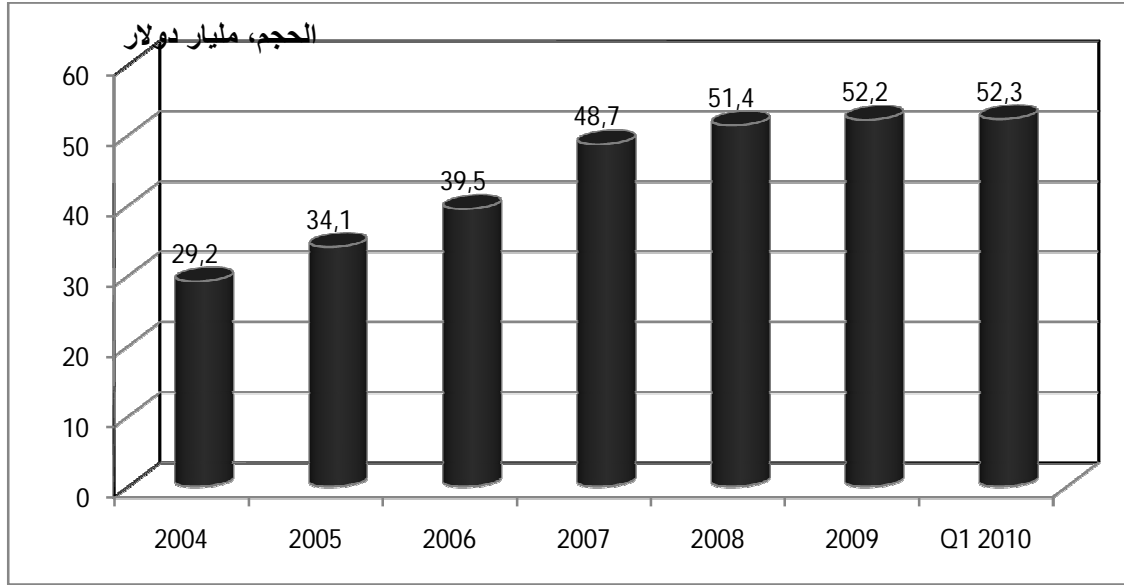
¹ - Islamic Funds & Investments Report 2010, Op-cit, p : 7.

² - Idem, p : 9.

الإسلامية إلى 52,3 مليار دولار في بداية 2010 بعدما كان 29,2 مليار دولار في نهاية 2004. (انظر الشكل رقم: (8)).

الشكل رقم (8): تطور أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم في الفترة 2004-

2010



المصدر: تم إعداد الشكل بناءً على معطيات الجدول (8)

المطلب الثاني: حجم الصناديق الإسلامية وتوزيعاتها

تعتبر الأسواق المالية في الدول الإسلامية، عموماً، أسواقاً 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 اجتماعياً ودينياً، وهذا ما قامت به بعض الدول الإسلامية كما هو مبين في الجدول رقم (9).

حيث صاحب انتشار أدوات الاستثمار الإسلامية ازدهار صناديق الاستثمار الإسلامية والتي ارتفع عددها إلى 750 صندوق في سنة 2010، وهناك العديد من أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية منها الصناديق التي تتعامل في الأوراق المالية فقط وهناك صناديق تتعامل في أسواق النقد وصناديق عقارية وصناديق للتحوط. وتتركز صناديق الاستثمار الإسلامية في

منطقة الشرق الأوسط وبخاصة في دول الخليج العربي ومنطقة آسيا والباسيفيك وتحديدا في ماليزيا.¹

الجدول رقم (9): صناديق الاستثمار الإسلامية في بعض الدول الرائدة في صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية سنة 2010
وحدة القياس: مليار دولار أمريكي

البلد	عدد الصناديق سنة 2010	حجم الأصول الصافية للصناديق
المملكة العربية السعودية	181	22.8
ماليزيا	177	5.1
المملكة العربية المتحدة	100	6.1
الكويت	82	4.0
البحرين	24	1.2

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على تقرير Ernst & Young, Op-cit, 2010, p : 52.

كانت الدول الموضحة في الجدول رقم (9) السبابة في فهم خصوصيات المستثمرين الأخلاقيين وأهدافهم خاصة المملكة العربية السعودية وماليزيا والمملكة العربية المتحدة، مما أدى إلى استجابة كبيرة وسريعة من المستثمرين بالدخول إلى السوق المالية، والاستثمار في الصناديق الإسلامية.

المطلب الثالث: المؤشرات المالية الإسلامية

ظهرت مؤشرات الأسهم العادية لأول مرة سنة 1896 في الولايات المتحدة الأمريكية على يد "داو" وشريكه "جونز" في بورصة نيويورك للأوراق المالية NYSE بإصدار أول مؤشر ل "داو جونز للشركات الصناعية".²

¹ - Islamic Funds & Investments Report 2010, Op_cit, p : 53.

² - أسامة علي الفقير، "المعايير الشرعية للمؤشرات الإسلامية"، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المملكة الأردنية الهاشمية، أوت 2009، ص ص: 3-4.

أما ظهور المؤشرات الإسلامية فقد ارتبط بظهور اتجاهات عامة، تمثل احتياجات جديدة للمستثمرين، ومن هذه الاتجاهات ظاهرة الاستثمار المسؤول اجتماعيا وصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا، وبظهور هذه الصناديق التي تتجنب بعض فئات الأسهم. ثم تجاوز الأمر حدود المسؤولية الاجتماعية ليشمل المسؤولية الدينية، وتجنب هذه الصناديق المشاركة في أسهم الخطيئة (SIN STOCKS) حفاظا على المعتقدات الدينية.¹

حيث أن تزايد رغبة المستثمرين المسلمين ومديري صناديق الاستثمار الإسلامية في قياس وتحليل مخاطر الأسواق المالية وتحديد أوجه الاستثمار المتوافق مع الشريعة الإسلامية وبخاصة في أسواق مال الدول المتقدمة، ولضرورة مقارنة الأداء المالي، دفع بعض المؤسسات المالية العالمية إلى إنشاء مؤشرات لقياس أداء الأسهم والاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، ويعتبر أهم هذه المؤشرات مجموعة مؤشرات داو جونز الإسلامي ومؤشرات الفينانشيال تايمز الإسلامية للأسواق المالية، وهي كالاتي:

3- مؤشر داو جونز الإسلامي DJIMI

يتكون مؤشر داو جونز الإسلامي - الذي تم الإعلان عن تدشينه في فيفري 1999 - من مؤشر عام ونحو 70 مؤشر فرعي، وتغطي المؤشرات الفرعية المناطق الرئيسية في العالم مثل الولايات المتحدة واليابان وأوروبا وآسيا والباسيفيك، كما تغطي بعض القطاعات مثل قطاع التكنولوجيا.²

ويتكون المؤشر الرئيسي للسوق الإسلامية من العديد من أسهم الشركات العالمية التي تعمل في مختلف دول العالم بما فيها الولايات المتحدة الأمريكية، وتم اختيار هذه الشركات من بين الشركات المدرج أسهمها في مؤشرات داو جونز العالمية واستبعدت الشركات التي لا تتوافق نشاطاتها مع الشريعة الإسلامية. ويلاحظ أن أداء المؤشرات الإسلامية يفوق أداء المؤشرات التقليدية في أغلب أسواق الأوراق المالية العالمية التي تتوفر على كلتا المؤشرين الإسلامي والتقليدي.³ (انظر الملحق رقم 2).

¹ - أسامة علي الفقير، مرجع سابق، 2009، ص: 5.

² - موقع مؤشرات داو جونز العالمية، 10-07-2011، www.djindexes.com/mdsidx/index.cfm

³ - نفس المرجع أعلاه.

4- مؤشر فاينانشيال تايمز الإسلامي

تم إطلاق مؤشر فاينانشيال تايمز الإسلامي في جويلية 2000، ويتكون من خمسة مؤشرات هي المؤشر الإسلامي العالمي، والمؤشر الإسلامي لأوروبا والمؤشر الإسلامي لأمريكا والمؤشر الإسلامي لآسيا والباسيفيك والمؤشر الإسلامي لجنوب أفريقيا، وتم في عام 2006 إضافة ثلاثة مؤشرات أخرى خاصة ببورصات ماليزيا ودبي وسنغافورة.¹

وتستعين مؤسسة فاينانشيال تايمز مثل مؤسسة داو جونز بمجلس للإشراف الشرعي يضم علماء في الشريعة الإسلامية وذلك لتحديد مدى توافق الأسهم المدرجة بمؤشراتها مع قواعد الشريعة.

¹ - حنان إبراهيم النجار، آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية ، ندوة السوق المالية الإسلامية: الواقع والمأمول، جامعة الأزهر، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جويلية 2006، ص: 12.

المبحث الثالث: أفق إدماج صناديق الاستثمار الأخلاقية والإسلامية في السوق المالية الجزائرية

يعتبر هذا المبحث دراسة استشرافية لأفاق إدماج صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية في السوق المالية الجزائرية، كون السوق المالية الجزائرية حديثة التكوين مقارنة بالأسواق المالية في الدول الغربية أو حتى العربية. ومن خلال ثلاثة مطالب يمكن عرض كل من الأدوات المالية وشركات الاستثمار في بورصة الجزائر، وواقع صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في الجزائر، والمتطلبات من مؤسسات وقوانين التي يمكن الاعتماد عليها في إنشاء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا والاستفادة من مزاياها.

المطلب الأول: واقع الأدوات المالية وشركات الاستثمار في بورصة الجزائر

توفر بورصة الجزائر قيما متنوعة معروضة للتداول وللاستثمار فيها، حيث تتمثل هذه القيم في الأدوات المالية و هي الأسهم، والسندات، وأوراق مالية أخرى، بالإضافة إلى وثائق أو صكوك هيئات التوظيف الجماعي.¹ حيث يتناول هذا المطلب مفهوم هيئات التوظيف الجماعي كونها تمثل الصناديق الاستثمارية، وواقع صناديق الاستثمار في الجزائر.

1- هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة OPCVM

وهي عبارة عن مؤسسات تهدف إلى تكوين محفظة للقيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير، وهي مؤهلة لجمع الادخار مهما كان حجمه لاستثماره في سوق الأوراق المالية.

ويتم التمييز بين نوعين من هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة:²

- شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير .
- الصندوق المشترك للتوظيف .

¹ - Les valeurs mobilières prospectus d information, Cosob, Alger, 2004, p : 03.

² - المادة 01 من الأمر 08-96 مؤرخ في 10/01/1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

1-1 شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير¹ SICAV

هي شركة أسهم ذات رأس مال متغير تصدر أسهما تماشيا مع طلبات الاكتتاب، ويصبح كل مستثمر يشتري أسهما مساهما وله أن يدلي برأيه في تسيير الشركة أثناء الجمعيات العامة.

للمساهم عدد معين من الحقوق مثل حق التصويت في الجمعيات العامة، الحق في الإعلام، والحق في الحصول على حصة من الأرباح.

2-1 الصندوق المشترك للتوظيف² FCP

هو عبارة عن ملكية مشتركة للقيم المنقولة، لا يتمتع بالشخصية المعنوية عكس شركة الاستثمار ذات رأس المال متغير، ويصدر حصصا، وليس لحامل الحصص أي حق من الحقوق المخولة للمساهم، وتتولى تسييره شركة تسيير تتصرف باسم حملة الحصص وفي صالحهم دون سواهم.

هذا ويمكن قبول أسهم شركة ذات رأس مال متغير وحصص صندوق التوظيف المشترك ضمن تسعيرة بورصة القيم المنقولة حسب الشروط التي تحددها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

ويتطلب تأسيس هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة في البداية إيداع مؤسسيها ملف طلب الاعتماد لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها يتضمن القانون الأساسي لشركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير، ومشروع النظام فيما يخص صندوق التوظيف المشترك، بالإضافة إلى البيانات المتعلقة بالمسيرين، تنظيم والوسائل الخاصة لتسييرها، ووثائق الإعلام الموجهة للجمهور.

¹ - المادة 02 من الأمر 96-08 مؤرخ في 10/01/1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

² - المادة 04 والمادة 14 من الأمر 96-08. مؤرخ في 10/01/1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

يحدد رأس المال الأدنى عند تأسيس شركة استثمار ذات رأس مال متغير بمبلغ 5000000 دج، أما المبلغ الأدنى لأصول صندوق التوظيف المشترك فيحدد بمبلغ 1000000 دج.

وتتكون هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة من شركة تسيير ومؤسسة مؤتمنة، تتولى شركة التسيير مهمة التسيير المحاسبي والمالي لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة. وتضطلع المؤسسة المؤتمنة، وهي البنك غالباً، بدور هام يتمثل فيما يلي:

- السهر على قانونية قرارات التسيير المتخذة لصالح هيئة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

- القيام بحفظ أصول الهيئة.

ويتجسد دخول هيئة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة طور النشاط من خلال إصدار أسهمها وحصصها وتسويقها لدى الجمهور المستثمر، غير أن هذه المرحلة تكون مسبوقاً بنشر وثيقة إعلامية تسمى "النشرة الإعلامية" تؤشر عليها قانوناً لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وتتمثل المعلومات الأساسية الموجودة فيها فيما يلي:

- تقديم الهيئة.

- سياسة التوظيف.

- معلومات تخص المؤسسين والمسيرين.

- كفاءات الاكتتاب وإعادة الشراء.

- نفقات التسيير والعمولات.

- اسم المؤتمن.

- المؤسسات المعنية لاستلام عملية الاكتتاب وإعادة الشراء.

- سياسة تخصيص النتائج (الرسملة والتوزيع).

2- واقع صناديق الاستثمار في السوق المالية الجزائرية

تعتبر صناديق الاستثمار في الجزائر مقارنة مع دول عربية قليلة أو معدومة خاصة ذات التوجه المسؤول اجتماعياً أو ذات التوجه الديني، حيث يوجد في بورصة الجزائر صندوق

واحد هو "شركة الاستثمار المالي" أو "سليم" CELIM ذات الرأس المال المتغير التي تم اعتمادها سنة 1998، حيث تعرف نتائجها انخفاضا في الفترة 2004 - 2008 راجعا إلى ضعف نسبة التوظيف.¹

ويبين الجدول الآتي تطور أداء هذا الصندوق في الفترة 2001-2007 من إجمالي الأصول الصافية المدارة في الصندوق والأرباح السنوية.

الجدول (10) تطور الأصول الصافية وأرباح صندوق الاستثمار "سليم" في الفترة

*2007-2000

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
الأصول الصافية	161 871 927	160 500 370	158 426 268	157 470 669	160 083 901	160 154 600	167 990 270	168 141 718
الأرباح	11 618 935	9 473 205	8 049 781	3 454 322	4 628 081	1 525 939	2 594 594	1 617 450

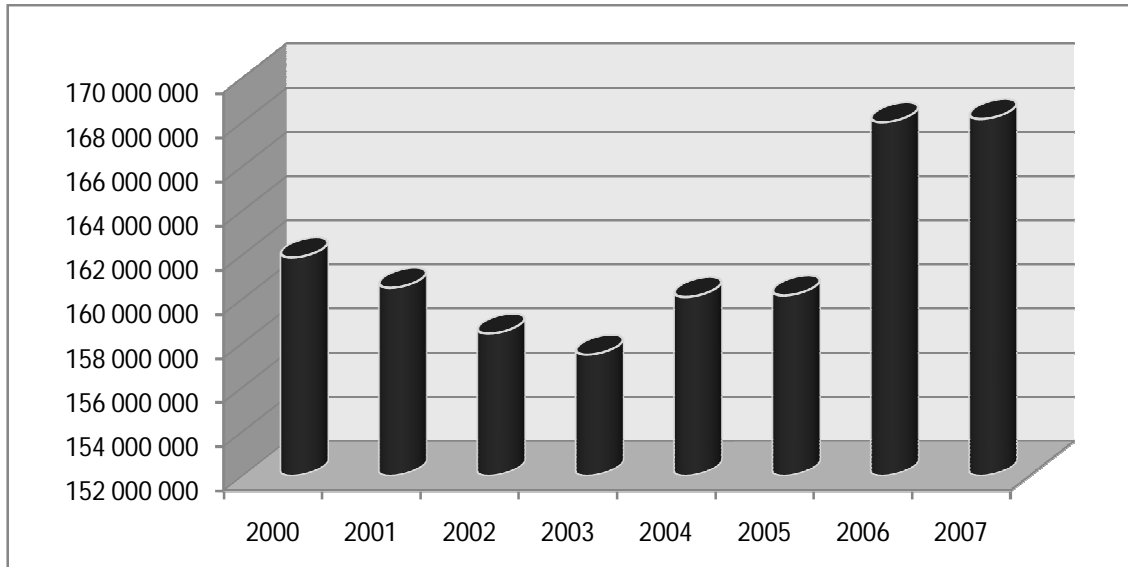
المصدر: تم إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB للسنوات 2006، 2007.

تعتبر الأموال المدارة من طرف الصندوق الاستثماري الوحيد في البورصة الجزائرية "سليم" - من خلال الجدول السابق - في تزايد مستمر في الفترة 2003-2007 حيث ارتفعت أصول الصندوق بـ 6,7 % في الفترة السابقة. وفيما يخص الأرباح المحققة من طرف الصندوق فقد انخفضت بمعدل متوسط 25 % سنويا في الفترة 2000 - 2007. (انظر الشكلين (9) و (10))

¹ - التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجزائر، 2010، ص: 80.

* لم تتضمن التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها 2009-2010 إحصائيات عن أداء صندوق الاستثمار "سليم".

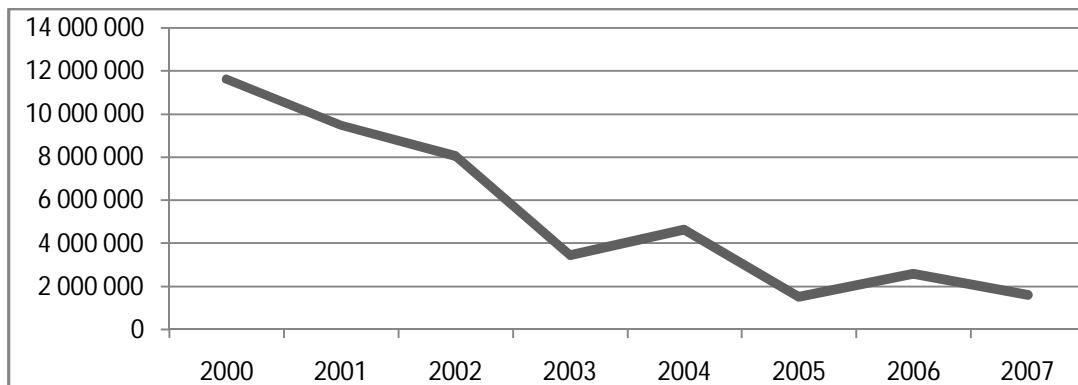
الشكل رقم (9): تطور الأصول الصافية لصندوق الاستثمار "سليم" في الفترة 2000-2007



المصدر: تم إعداد الشكل بناءً على معطيات الجدول (10)

ولقد جرى ضمن هذا المنظور عقد اجتماع في يوم 8 أبريل سنة 2010 مع رئيس مجلس إدارة شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير "سليم"، حيث تم خلال هذا الاجتماع تقديم توصية إلى رئيس مجلس الإدارة بالقيام خلال الجمعية العامة القادمة لمساهمي شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير "سليم"، بعرض مسألة تفويض تسيير هذه الشركة إلى مسير مهني يستوفي شروط الكفاءة والنزاهة، والمعترف به من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB، وذلك بغرض دراسة هذه المسألة ومعالجتها.¹

الشكل رقم (10): تطور أرباح صندوق الاستثمار "سليم" في الفترة 2000-2007



المصدر: تم إعداد الشكل بناءً على معطيات الجدول (10)

¹ - التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجزائر، 2010، ص: 80.

يبقى سوق هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة بالجزائر غير موجود من الناحية العملية. إذ أن رأسمال الشركة الوحيدة الموجودة والمتمثلة في شركة الاستثمار ذات الرأس المال المتغير "سليم" التي تم اعتمادها في سنة 1998، ما زال دائما مقفلا على الجمهور ولا يحوزه إلا المساهمون المؤسسون دون سواهم.¹

وبالنسبة للجهود المقدمة للنهوض بهذه الصناعة، فإن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB قد ارتأت أنه من الملائم القيام بوضع ما يأتي:²

- أقسام محلّ محلّ المديرية الثلاث (3) التي تم تحديدها في الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB في سنة 2000.

- قسم جديد لتسيير الأصول يتم تخصيصه لتأطير منتجات الادخار الجماعي والرأس مال الاستثماري الضروري لتطوير السوق المالية.

وفيما يخص صناديق الاستثمار الإسلامية، فإن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB تعتبر أنه لا يوجد لهذه "الصكوك" أي سند قانوني وهي لا تمثل قيمة منقولة كما هو منصوص عليه في القانون التجاري، بل هي تستند إلى مرجعية مفهوم الملكية المقيدة (دون حق الاستعمال) وبالتالي فهي غير مطابقة للمفهوم المحدد بموجب القانون المدني.³

وتوصي اللجنة بضرورة تعميق التفكير وتوسيعه على نطاق الساحة المالية بشأن الشروط التي تحكم "الصكوك" وذلك نظرا إلى غياب التغطية القانونية في الوقت الحاضر.⁴

ولقد قامت وزارة المالية، من أجل العمل على تشجيع تطوير هذه المنتجات، بتنصيب فريق عمل يتكون من ممثلي المديرية العامة للخزينة، ولجنة تنظيم عمليات البورصة

¹ - التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجزائر، 2010، ص: 80.

² - نفس المرجع أعلاه، ص: 23.

³ - نفس المرجع أعلاه، ص: 24.

⁴ - نفس المرجع أعلاه.

ومراقبتها، وشركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير "سليم"، وبنكين عموميين اثنين، بهدف القيام بالتفكير في موضوع إنعاش مشروع إنشاء هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.¹ وكان على فريق العمل أن يشرع في البداية بالدراسة والتحصيص في الظروف والضغوط المرتبطة بفتح رأسمال شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير "سليم" وكذلك إعادة تفعيل مشروع إنشاء الاستثمار ذات الرأسمال المتغير ذات الصبغة النقدية من طرف البنك الوطني الجزائري.² وعلى الرغم من أن المشروع قد استكمل وأصبح جاهزا في مجموعه (الهيكل التنظيمي، مشروع القانون الأساسي، إجراءات العمل، مشروع النشرة التمهيدية... إلخ) إلا أنه لم يتجسد في الميدان.

المطلب الثاني: أهمية إدماج صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في السوق الجزائرية

تضمن الخبرة التي يوفرها مدير صندوق الاستثمار تحقيق عوائد أعلى مما لو قام المستثمر بمفرده باستثمار أمواله. كما أن تجميع الأموال القابلة للاستثمار ضمن صندوق واحد يقلص العبء الإداري على المستثمرين، بالإضافة إلى أن المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في الصندوق أقل من تلك التي قد تواجه من يستثمر أمواله في السوق مباشرة، حيث إن ضخامة عدد الأسهم والسندات التي تحتفظ بها الصناديق تخفف من الآثار التي قد يخلفها تراجع أي من هذه الأدوات على الأداء الكلي للمحفظة الاستثمارية.

وبالنظر إلى واقع السوق المالية في الجزائر التي لا توفر صناديق استثمار ذات توجه بيئي أو اجتماعي أو ديني، حيث لا يمكن حتى تكوين صناديق تقليدية نظرا لضيق الفرص المتاحة. وتعتبر شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير "سليم" (CELIM) التي تم اعتمادها سنة 1998 عبارة عن صندوق استثماري تقليدي فقط.

وباعتبار الأهمية الكبيرة لصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا والصناديق الإسلامية - كما هو مبين في الفصل الأول والثاني - التي تشمل الأداء المالي بالإضافة إلى الأداء البيئي

¹ - التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجزائر، 2008، ص: 43.

² - نفس المرجع أعلاه.

والمجتمعي والديني، ودورها الواضح في تنشيط السوق المالية لأنها تعد أفضل السبل والوسائل للاستثمار من طرف كل أنواع المستثمرين أفراد أو مؤسسات، صغار أو كبار، والأخلاقيين وذوي التوجهات الدينية، ومن أجل تنشيط السوق المالية الجزائرية وجب إنشاء صناديق استثمارية - سواء كانت ذات نهاية مفتوحة أو مغلقة - تراعي خصوصية المستثمر الجزائري، وذلك بالأخذ بعين الاعتبار المعايير البيئية والاجتماعية والأخلاقية بالإضافة إلى الأداء المالي المقبول.

وبفضل صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا يمكن تحقيق الشفافية في حسابات الشركات والمؤسسات المدرجة أسهما في البورصة الجزائرية والدفاع عن حقوق المساهمين والحفاظ على البيئة وكذلك حماية المستهلك من المنتجات المضرة بالصحة.

المطلب الثالث: المتطلبات التي يمكن الاعتماد عليها في إنشاء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا

لا يمكن لصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا والصناديق الإسلامية في الجزائر أن تقوم بدورها الكامل إلا بعد تفعيل السوق المالية الجزائرية وهو المنتظر من فتح البورصة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال إنشاء قسمين (2) جديدين للتداول تم تخصيصهما، على التوالي لقيم الدولة (السندات الشبيهة للخرزينة) وللمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.¹

حيث قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB، في إطار النشاطات الرامية إلى دفع حركة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، خلال اجتماعها المنعقد بتاريخ 9 مارس سنة 2010، بدراسة مسألة تبسيط قواعد سير هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وبعض الأحكام التنظيمية المرتبطة بذلك.²

وبناءً على ما سبق، يمكن إنشاء صناعة صناديق استثمار ذات توجه بيئي واجتماعي أو صناديق استثمار إسلامية بتوفير المتطلبات الآتية:

¹ - تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنوي 2010، مرجع سابق، ص: 18.

² - نفس المرجع أعلاه، ص: 80.

1- ضرورة استحداث وكالات تنقيط وتصنيف اجتماعية

نظرا لغياب المعلومات غير المالية للأدوات المالية في البورصة الجزائرية، لا يمكن للمستثمرين ومدراء الصناديق أن يميزوا مستوى المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات المصدرة لتلك الأدوات. ويتطلب ذلك طرف ثالث وهي وكالات التنقيط أو التصنيف المجتمعي، بحيث تقدم وكالات التنقيط المجتمعي خدمات متنوعة حسب الجهة الموجه إليها الخدمة كالتنقيط التعريفي والتنقيط حسب الطلب وإنشاء ومتابعة مؤشرات المسؤولية الاجتماعية، حيث تساعد هذه النتائج المستثمرين الأخلاقيين في اتخاذ قراراتهم التمويلية، ما إذا كان سلوك المؤسسة يستحق أن يكون مسؤولا اجتماعيا.

بذلك يستطيع مسيرو صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا استعمال ملاحظات ونتائج تحليل وكالات التنقيط المجتمعي للاستثمارات والمؤسسات من أجل تحسين اختياراتهم في الاستثمار. ومنه، يمكن لكل بنك من البنوك المتواجدة في الساحة المالية إنشاء وإدارة صناديق استثمار مسؤولة اجتماعيا بالاعتماد على وكالات التنقيط المجتمعي.

ولا يتوقف دور مؤسسات التصنيف على تحديد المعايير فقط، بل عليها أيضا العمل على متابعة مدى احترام المؤسسات لهذه المعايير، ووضع سياسة رقابية تسمح بالمتابعة الدائمة لأعمال المؤسسة من أجل إقصاء المؤسسات المخالفة من المحيط الاستثماري الأخلاقي من جهة، والعمل على تحفيز المؤسسات المسؤولة اجتماعيا من جهة أخرى. وذلك من خلال تقديم شهادات كفاءة أو شهادات تثبت الجودة البيئية والأخلاقية لمنتج ما.

وفي المقابل، ضرورة توفير هيئات رقابة شرعية عند إنشاء صناديق استثمار إسلامية. لأن معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية يجب أن تخضع للرقابة الشرعية والمالية بسبب تعدد مصالح الجهات المرتبطة بها، وأن كل جهة في أشد الحاجة إلى الاطمئنان على عدم المساس بتلك المعاملات من الناحية الشرعية والقانونية والاستثمارية.

2- ضرورة إنشاء مؤشرات المسؤولية الاجتماعية والمؤشرات الإسلامية

تساعد مؤشرات المسؤولية الاجتماعية على مقارنة الأداء المالي لصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا، ما دفع بعض المؤسسات المالية العالمية إلى إنشاء مؤشرات لقياس أداء الأسهم والاستثمارات، مع الأخذ بعين الاعتبار المعايير البيئية والاجتماعية في اختيار وإدارة مكونات المؤشر.

3- إنشاء منتدى للاستثمار المسؤول اجتماعيا والاستثمار الإسلامي

يتطلب الحصول على حجم الاستثمارات المسؤولة اجتماعيا وتطورها وتحفيزها منتدى يختص بالاستثمار الاجتماعي، ويكون ذلك عبارة عن منظمة غير ربحية، تروج لمفهوم وممارسة ونمو الاستثمار المسؤول اجتماعيا. ويتحمل هذا المنتدى مسؤولية:

- تحديد جميع الصناديق المسؤولة اجتماعيا والوضع الحالي لأدائها.
- الوصول إلى أحدث المعلومات الخاصة بصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا.
- متابعة للأحداث الجارية حول هذا الموضوع.
- التعبئة الأكاديمية والفنية والمالية، وتحسين المعرفة العامة لعامة الناس.
- التجسد والترويج لقضية "المسؤولية الاجتماعية" على الصعيد الوطني.

4- شروط أخرى لنجاح صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا

وحتى لا يكون مفهوم الاستثمار المسؤول اجتماعيا مفهوما تسويقيا فقط تستغله بعض الجهات كشعار لتحقيق مصالحها الخاصة، فإن مسؤولية تفعيل دور الاستثمار المسؤول اجتماعيا وجعلها أداة لتحقيق أهداف اجتماعية وأخلاقية تقع على عاتق العديد من الأطراف، منها مسؤولية صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا، باعتبارها أهم مروج لفكرة توظيف الأموال في مؤسسات تلتزم بأخلاقيات الأعمال، ويقع على عاتق مسيرها دور كبير في العمل على احترام توجهات وتطلعات المستثمرين الأخلاقية، والنقيد بالمعايير التي حددها الصندوق لاختيار المؤسسات، والعمل على تحقيق الشفافية في تعاملاتها ونشر معلومات أكثر حول الاستثمار المسؤول اجتماعيا، خاصة أن هناك العديد من التساؤلات تطرح حول مدى التزام

هذه الصناديق بالوعود المقدمة من طرفها. وعلى العموم، يجب على صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا أن تتميز بما يلي:¹

- تبني سياسة استثمارية محددة بوضوح ومعلنة لجميع المكتتبين والمتعاملين مع الصندوق.
 - يجب أن يتم تكوين فريق عملها بطريقة متوافقة مع التوجهات الأخلاقية للصندوق.
 - ممارسة حقوق التصويت المرتبطة بالأسهم التي يملكها الصندوق من وجهة نظر المكتتبين والدفاع عن سياستهم الاستثمارية.
 - التمتع بالاستقلالية والالتزام بتعاملاتها في أسهم مؤسسات محددة.
- كما يجب أن يتكفل مسيرو هذه الصناديق من جهة أخرى بالجانب التسويقي لصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا والاعتماد على وسائل الإعلام لتوسيع وانتشار هذه التوظيفات. وكذلك دعم الهندسة المالية في هذا المجال من أجل تطوير منتجات وطرق تداول تتماشى مع المتطلبات الأخلاقية للمستثمرين.

¹ - محفوظ جبار وآخرون، مرجع سابق، 2009، ص: 36.

خلاصة الفصل الثالث

تتمثل مزايا صناديق الاستثمار في تنشيط الأسواق المالية 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 واعتقاداتهم، وذلك بالاستثمار في الصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وذات التوجه الأخلاقي. وما يؤكد ذلك التطور السريع الذي تعرفه هذه الصناعة في العالم.

وتعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية من بين التطورات التي شهدتها الصناعة المالية في الآونة الأخيرة، حيث استثمرت في النمو واستقطاب الأموال، وصمدت أثناء الأزمة المالية عكس الصناديق التقليدية. مع ذلك، فإن حجم الأموال المدارة في صناديق الاستثمار الإسلامية أقل بكثير من تلك المدارة في الصناديق التقليدية.

وللاستفادة من مزايا صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط السوق المالية الجزائرية يتطلب الإرادة المتمثلة في توفير كل الهيئات المساعدة على ذلك من وكالات تنقيط اجتماعية وهيئات رقابة شرعية ومؤشرات المسؤولية الاجتماعية ومؤشرات المؤسسات الإسلامية والمننديات المختصة في جمع المعلومات الخاصة بالصناعة وتحفيز المؤسسات للالتزام بأخلاقيات العمل.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أهمية صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية على مستوى الأسواق المالية في الدول الرائدة في هذه الصناعة وتتبع تطورها، ومعرفة سبل نجاحها. وذلك بالاجابة على اشكالية البحث والمتمثلة في ما هو اتجاه تطور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا؟ وما هي متطلبات إدماجها لتنشيط السوق المالية الجزائرية؟.

بحيث لم يكن مفهوم المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات في النصف الأول من القرن العشرين معروفا بشكل واضح، حيث كانت المؤسسات تحاول جاهدة تعظيم أرباحها وبشتى الوسائل. ومع النقد المستمر الحاصل لمفهوم تعظيم الأرباح ظهرت بوادر تبني المؤسسات دورا أكبر تجاه البيئة والمجتمع اللتان تعمل فيهما.

وتعتبر الأسواق المالية أحد أهم أسواق النشاط الاقتصادي التي تتدفق فيها الأموال من الجهات التي لديها فائض في الموارد المالية إلى الجهات التي تعاني من عجز في هذه الموارد مقابل توفير عائد معقول. ومن بين الأدوات التي تساهم في تنشيطها صناديق الاستثمار وهي أحد أساليب الاستثمار الجماعي التي ترتبط بسوق الأوراق المالية وما تتشكل منه هذه السوق من أسهم وسندات بأنواعها المختلفة، وكذا شهادات الادخار والإيداع وسندات الخزينة وغيرها مما قد يستجد من أدوات التمويل. ومنه، فإن نجاح هذه الصناديق يعتمد - جزئيا - على مدى قوة وفاعلية سوق الأوراق المالية.

ولقد تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بالمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات والمطالبة بتحمل هذه المؤسسات لمسؤوليتها الاجتماعية تجاه المجتمع، وأن يكون لها دور أكبر من مجرد الإنتاج وتحقيق الأرباح. ويعتبر المستثمرون الأخلاقيون هم من ادمجوا المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات في الأسواق المالية عن طريق استثماراتهم المتضمنة شروط الأداء البيئي والاجتماعي مع الأداء المالي المقبول.

وظهر مفهوم الاستثمار المسؤول اجتماعيا في الولايات المتحدة الأمريكية، في الأوساط الدينية، في منتصف القرن الثامن عشر. ويأخذ الاستثمار المسؤول اجتماعيا في

الحسبان الاعتبارات الاجتماعية والبيئية والأخلاقية عند الاختيار أو التصفية، وممارسة الحقوق المترتبة عند امتلاك الأسهم والاهتمام بالمؤسسات الموجهة للمجتمع كمؤسسات القروض المصغرة. ويعد الاستثمار المسؤول اجتماعيا حديث كمفهوم اقتصادي أتى لينافس الاقتصاد الليبرالي القديم.

تتمثل مزايا صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية من خلال تشجيع المستثمرين عديمي الخبرة، بالإضافة إلى رغبات المستثمرين في تمويل الأنشطة التي لها آثار إيجابية على المجتمع وتتوافق واعتقاداتهم، وذلك بالاستثمار في صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وذات التوجه الأخلاقي أو الإسلامي. وما يؤكد ذلك هو التطور السريع الذي تعرفه هذه الصناعة في العالم حتى أثناء الأزمات.

وتعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية التي تجمع بين المسؤولية الاجتماعية للاستثمارات والمسؤولية الأخلاقية وتتوافق مع الشريعة الإسلامية، من بين التطورات التي شهدتها الصناعة المالية، إذ استثمرت في النمو واستقطاب أموال كثيرة وانتشرت في العديد من بلدان العالم، وصمدت أثناء الأزمة المالية عكس الصناديق التقليدية. مع ذلك، فإن حجم الأموال المدارة في صناديق الاستثمار الإسلامية أقل بكثير من تلك المدارة في الصناديق التقليدية.

ومن أهم ما خلصت إليه هذه الدراسة من نتائج ما يلي:

- تعتبر المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات ميزة للمؤسسات ذات الأداء البيئي الجيد والتي تحترم المجتمع الذي تعمل فيه، تميزها عن المؤسسات وتمنحها الشرعية في استغلال الموارد الطبيعية، وبما أن التشريعات لم تلزم المؤسسات بمستويات عليا من الأداء البيئي فإن المسؤولية الاجتماعية أمر طوعي يزيد من قيمة المؤسسة عند كامل أطراف المصلحة، إذ تعتبر السياسة الناجحة مع أطراف المصلحة في المؤسسة المحدد الرئيسي لنجاح المؤسسات.
- على المؤسسات أن تساهم في تحقيق رفاهية المجتمع عن طريق تحسين الظروف البيئية والحد من الآثار السلبية التي يسببها نشاطها للبيئة المحيطة عن طريق تقليص التلوث وتحقيق التنمية الاقتصادية، وكما أن رعاية شؤون العاملين وتحقيق الرفاهية الاجتماعية لهم والاستقرار النفسي سيجعل منهم أكثر إنتاجية من خلال تنمية قدراتهم الفنية والإنتاجية. بحيث

أن توفير الرعاية الصحية والاجتماعية والثقافية لهم ولعوائلهم تجعل عندهم الثقة والانتماء تجاه المنظمة.

- تؤثر صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا إيجابيا على الأداء الأخلاقي والمجتمعي والبيئي للمؤسسات، كون ضم أسهم وسندات مؤسسة ما إلى محفظة الصندوق عبارة عن إشارة للجودة البيئية والأخلاقية والاجتماعية والمالية للمؤسسة. وبذلك توفر صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا أدوات مالية ذات أداء بيئي وأخلاقي ومالي معتبر بالنسبة للمستثمرين، وتحفز المؤسسات على الالتزام بالمسؤولية الاجتماعية.

- تراعي الاستثمارات الإسلامية الجوانب الأخلاقية والاعتبارات البيئية والمحافظة على عادات المجتمع وأخلاقهم في استراتيجياتها، وبهذا تعتبر مسؤولة اجتماعيا وأخلاقيا وزيادة على ذلك الجانب العقائدي الذي تهتم به كثيرا. ومنه تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية مقابلات صناديق الاستثمار الأخلاقية ووكالات التنقيط المجتمعية في الجانب الإسلامي.

- تعرف صناديق الاستثمار الأخلاقية والإسلامية نموا سريعا رغم حداثة الصناعة، ويرجع هذا إلى خصوصية المستثمرين من حيث الدين والأخلاق. هذه الخصوصية لدى المستثمرين تتطلب توفير وكالات تنقيط اجتماعية وهيئات رقابة شرعية للاطمئنان على سلامة الاستثمار.

- وللاستفادة من مزايا صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط السوق المالية الجزائرية يتطلب الإرادة المتمثلة في توفير كل الهيئات المساعدة على ذلك من وكالات تنقيط اجتماعية وهيئات رقابة شرعية ومؤشرات المسؤولية الاجتماعية ومؤشرات المؤسسات الإسلامية والمنتديات المختصة في جمع المعلومات الخاصة بالصناعة وتحفيز المؤسسات للالتزام بأخلاقيات العمل.

بناء على ما سبق، تقدم الدراسة جملة من الاقتراحات كالاتي:

- توصي الدراسة المؤسسات بالوصول إلى مستويات مرتفعة من المسؤولية الاجتماعية التي تعود عليها بالرضا من طرف كل أصحاب المصالح، وذلك من خلال:

✓ الالتزام التام بالأنظمة والقوانين وتقاليد المجتمع والأخلاق.

✓ المساعدة في تطوير المناطق الريفية اقتصاديا واجتماعيا.

✓ المساهمة في الرفاه الاقتصادي الاجتماعي عن طريق برامج الحد من الفقر وكذلك في نشر ثقافة تكنولوجيا المعلومات في التعليم.

✓ المحافظة على سلامة البيئة بحيث تبقى نظيفة للحياة البشرية عن طريق استخدام المعدات والمواد الملائمة لتحقيق هذا الغرض.

- يتطلب من المؤسسات الأكاديمية تكوين كوادر ترفع التحدي في إدارة المؤسسات لتحقيق الأداء البيئي والمالي معاً، وذلك بإدماج المعايير الأخلاقية في برامج التدريس، وإقامة الندوات والمؤتمرات للتحسيس بأهمية المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات والاستثمارات الأخلاقية التي بدورها تؤثر على مستويات المسؤولية الاجتماعية لدى المؤسسات. بالإضافة إلى إنشاء مجالات علمية خاصة لبحث سبل تطوير هذه الصناعة.

- إنشاء المؤسسات الضرورية التي تساعد على ظهور وتوسع الاستثمار المسؤول اجتماعياً وصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً، مثل وكالات التقيط المجتمعية ومنتديات الاستثمار المسؤول اجتماعياً ومؤشرات المسؤولية الاجتماعية.

- الاهتمام بصناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية باعتبارها أداة أساسية في استقطاب الموارد من جمهور المستثمرين وأداة رئيسية في حشد موارد الدولة والمؤسسات العامة، وهي البديل الشرعي عن السندات التقليدية، حيث أكدت الصكوك والصناديق الاستثمارية الإسلامية نجاحها من خلال الإصدارات العديدة التي تمت في عدد من الدول مثل البحرين، قطر، ماليزيا، باكستان، ألمانيا وغيرها.

- أثرت الأزمة المالية العالمية 2007-2009 سلبا على صناديق الاستثمار التقليدية، مما أدى إلى انخفاض أصولها المدارة. ومع ذلك، فإن صناديق الاستثمار الإسلامية استمرت في الارتفاع حتى أثناء الأزمة المالية، حيث توصي الدراسة ضرورة اعتماد صناديق الاستثمار الإسلامية للحد من آثار الأزمات المالية.

وعليه ومما سبق، يمكن وضع عدة توصيات كآفاق لهذا البحث كالاتي:

- دراسة مدى التزام المؤسسات الجزائرية بالمسؤولية الاجتماعية.
- وضع إطار لمحاسبة المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات والتدقيق البيئي والمجمعي للمؤسسات.

-
- دراسة مقارنة بين صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا والصناديق الإسلامية والصناديق التقليدية.
 - قياس أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية.

المراجع

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

I. الكتب

- 1- أبو النصر (عصام)، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2006.
- 2- حنفي (عبد الغفار)، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة، الإبراهيمية 2007.
- 3- الحسني (أحمد بن حسن)، صناديق الاستثمار من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
- 4- مبروك (نزيه عبد المقصود)، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعية، الطبعة الأولى، مصر، 2006.
- 5- المومني (غازي فلاح)، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، عمان، 2008.
- 6- قاسم (منى)، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، دار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1995.
- 7- شابرا (محمد عمر)، ترجمة : المصري (رفيق يونس) ، مستقبل علم الاقتصاد من منظور إسلامي، الطبعة الثانية، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2005.

II. المذكرات والرسائل الجامعية

- 1- إياس غانم، صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية ودورها في التنمية، مذكرة ماجستير مالي ونقدي، جامعة دمشق كلية الاقتصاد، الجمهورية العربية السورية، 2009.
- 2- بن عزوز (عبد القادر)، فقه استثمار الوقف وتمويله في الإسلام (دراسة تطبيقية عن الوقف الجزائري)، رسالة الدكتوراه في العلوم الإسلامية تخصص الفقه وأصوله، غير منشورة، كلية العلوم الإسلامية، جامعة الجزائر، 2004.
- 3- الحمدي (فؤاد محمد حسين)، الأبعاد التسويقية للمسؤولية الاجتماعية للمنظمات وانعكاساتها على رضا المستهلك، أطروحة دكتوراه، جامعة المستنصرية كلية الاقتصاد، 2003.
- 4- عمر عبو، صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2010.

III. الملتقيات

- 1- آل دائلة (حسن بن غالب)، زكاة الصناديق الاستثمارية، ندوة زكاة الأسهم والصناديق الاستثمارية، 12 أبريل 2005، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل.
- 2- البعل (عبد الحميد محمود)، الرقابة الشرعية الفعالة في المؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى.
- 3- جبار (محفوظ) ومريمت (عديلة) وعمر عبده (سامية)، أخلاقيات الأعمال والأسواق المالية الكفوة: بعض التطبيقات على السوق المالية الجزائرية، الملتقى الدولي حول " الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات "، جامعة باجي مختار - عنابة، 18- 19 نوفمبر 2009.
- 4- جبر (هشام)، صناديق الاستثمار الإسلامية، المؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة في الجامعة الإسلامية، فلسطين، في الفترة من 8-9 ماي 2005.
- 5- حمودة (مختار أحمد)، صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل برنامج توسيع قاعدة الملكية وتنمية الأنشطة الاقتصادية، الندوة الوطنية الأولى حول التحديات التي تواجه القطاع المصرفي وأفاق تطويره، طرابلس، ليبيا، 2006.
- 6- مقداد (زياد إبراهيم) ، الضوابط الشرعية لاستثمار الأموال، المؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية فلسطين، 8-9 ماي 2005 .
- 7- مشعل (عبد الباري)، استراتيجية التدقيق الشرعي الخارجي المفاهيم وآلية العمل، جمعية المؤسسات المصرفية الإسلامية، مؤتمر التدقيق الشرعي، ماليزيا، 10 ماي 2011.
- 8- مولاي (لخضر) و بوزيد (سايح)، دور الاقتصاد الإسلامي في تعزيز مبادئ المسؤولية الاجتماعية للشركات، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، المركز الجامعي بغيرداية، 22-23 فيفري 2011.
- 9- النجار (حنان إبراهيم)، آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية ، ندوة السوق المالية الإسلامية: الواقع والمأمول، جامعة الأزهر، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جويلية 2006.
- 10- العومي (أحمد)، واقع الرقابة الشرعية، بحث مقدم إلى مؤتمر المدققين الشرعيين الثاني المنعقد في الكويت 2- 6- 2010.
- 11- القرني (محمد علي)، الصناديق الاستثمارية الإسلامية، ورقة مقدمة لندوة التطبيقات الإسلامية المعاصرة، الدار البيضاء ، المغرب، 5-8 ماي 1998.

IV. المجالات

- 1- الأسرج (حسين)، المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط- الكويت، العدد 90، فيفري 2010.
- 2- المغربل (نهال) و فؤاد (ياسمين)، المسؤولية الاجتماعية لرأس المال في مصر: بعض التجارب الدولية، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، ورقة عمل رقم 138، سبتمبر 2008.
- 3- مشعل (عبد الباري)، التدقيق الشرعي، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، مصر، عدد (188)، 2004.
- 4- الفقير (أسامة علي)، المعايير الشرعية للمؤشرات الإسلامية، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المملكة الأردنية الهاشمية، أوت 2009.
- 5- شحاتة (حسين حسين)، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 245، جامعة الأزهر، مصر، 2009.

V. مراجع أخرى

- 1- كشف البيانات المتعلقة بتأثير الشركات على المجتمع الاتجاهات والقضايا الراهنة، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، منشورات الأمم المتحدة، 2004.
- 2- مقدم (وهيبة)، المسؤولية الاجتماعية للشركات من منظور الاقتصاد الإسلامي، موقع موسوعة الاقتصاد و التمويل الإسلامي، (2011/07/01)، <http://iefpedia.com/arab/?p=18888>
- 3- الزعتري (علاء الدين)، المسؤولية الاجتماعية للشركات، موقع موسوعة الاقتصاد و التمويل الإسلامي، (2011/07/15)، <http://iefpedia.com/arab/?p=18976>.
- 4- المبادئ الإرشادية لضوابط برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، جانفي 2009، (www.ifs.org) 2011-07-10.
- 5- التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجزائر، 2006.
- 6- التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجزائر، 2007.
- 7- التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجزائر، 2008.
- 8- التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجزائر، 2010.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

I. Les ouvrages

- 1- ATAUR Rahman Belal, Corporate Social Responsibility Reporting in Developing Countries, (Corporate social responsibility series) Ashgate Publishing Company, USA, 2008.
- 2- Chauveau Alain, Rosé Jean-Jacques ,L'entreprise responsable, Éditions d'Organisation, Paris, 2003.
- 3- Fuchita Yasuyuki, Litan Robert e., Pooling Money: The Future of Mutual Funds, brookings institution press, 2008.
- 4- Fung Hung-Gay, Law Sheryl A. and Yau Jot, Socially Responsible Investment in a Global Environment, Edward Elgar Publishing , USA, 2010.
- 5- Georg Muller-Christ, Sustainable Management Coping with the Dilemmas of Resource-Oriented Management, Springer, London , 2011.
- 6- Giles Mark St & Ekaterina Alexeeva & Sally Buxton, Managing Collective Investment Funds, Second Edition, John Wiley Edition, England, 2003.
- 7- GRANDIN Pascal, Mesure de performance des fonds d'investissement, Economica, France, 1998.
- 8- Hond Frank, Bakker Frank G.A. and Neergaard Peter, Managing corporate social responsibility in action talking, (Corporate social responsibility series) ,Ashgate Publishing Company, 2007, USA.
- 9- Julie Hudson, The Social Responsibility of the Investment Profession, The Research Foundation of CFA Institute, 2006,USA.
- 10- Promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises Livre vert , Commission européenne, 2001.
- 11- Sassenou Najib, Bello P., Féron G. et C.-H. d'Arcimoles, Le développement durable, Editions D'Organisation, France, 2001.
- 12- Zarbafi Elisa M., Responsible Investment and the Claim of Corporate Change, Gabler Research, 1st Edition, 2011.

II. Les articles

- 1- Basso A. and Funari S., **Measuring the Performance of Ethical Mutual Funds: A DEA Approach**, The Journal of the Operational Research Society, Vol. 54, No. 5 (May, 2003), pp. 521- 531.
- 2- Bauer Rob, Jeroen Derwall, Rogér Otten, **"The Ethical Mutual Fund Performance Debate: New Evidence from Canada"**, Journal of Business Ethics, (2007) 70:111–124.

- 3- Bauer Rob, Otten Rog r, Alireza Tourani Rad , **“Ethical investing in Australia: Is there a financial penalty?”**, Pacific-Basin Finance Journal 14 (2006) 33– 48.
- 4- Bauer Rob, Koedijk Kees, Otten Rog r, **International evidence on ethical mutual fund performance and investment style**, Journal of Banking & Finance 29 (2005) 1751–1767.
- 5- Bird, R., Hall, A.D., Moment  F. and Reggiani F., **What Corporate Social Responsibility Activities are Valued by the Market?**, Journal of Business Ethics, ., (2007) 76.
- 6- Harbulot Christian, **L’investissement Socialement Responsable**, Association Ecole de Guerre Economique, 03/2008
- 7- Hill Ronald Paul Thomas Ainscough & Todd Shank & Daryl Manullang, **Corporate Social Responsibility and Socially Responsible Investing: A Global Perspective**, Journal of Business Ethics (2007) 70:165–174.
- 8- Lozano Josep M Albareda., Laura, Balaguer M. Rosario, **Socially Responsible Investment in the Spanish Financial Market**, Journal of Business Ethics, Vol. 69, No. 3 (Dec., 2006), pp. 305-316 Published by: Springer.
- 9- Merdad Hesham, Hassan M. Kabir and Alhenawi Yasser, **“Islamic Versus Conventional Mutual Funds Performance in Saudi Arabia: A Case Study”** , JKAU: Islamic Econ., Vol. 23 No. 2, pp: 157-193, 2010.

III. Les Congrès

- 1- BESSIRE Dominique ,Les agences de notation sociétale : la quête de légitimité dans un champ organisationnel en construction , 27 me Congrès de l’Association Francophone de Comptabilité Tunis, mai 2006.
- 2- CAMPRODON Marta, SOLS José et FLORENSA Albert, Analyse critique des agences de notation extra-financière, 25 me Congrès de l’ADERSE, GRENOBLE, 10 et 11 Janvier 2008.
- 3- THABET Mohamed Nacer, Fonds D’investissement Socialement Responsables, colloque international Ecole supérieure de commerce d’Alger, 10 Avril 2010.

IV. Les rapports

1. European Asset Owners: ESG Perceptions and Integration Practices, **Novethic**, December 2010.
2. Green, Social and Ethical Funds in Europe. 2010 , **Vigeo**, Review October 2010
3. Guide des organismes d’analyse sociale et environnementale , **ORSE/ADEME**, Observatoire sur la Responsabilité Sociétale des Entreprises, Décembre 2007.

4. Guide La promotion de l'Investissement Socialement Responsable (ISR) par les établissements financiers Bonnes pratiques en France et à l'étranger, **Observatoire sur la Responsabilité Sociétale des Entreprises**, Novembre 2009.
5. Islamic Funds & Investments Report 2010, **Ernst & Young**, 6th Annual World Islamic Funds & Capital Markets Conference, 2011.
6. Les Mini-Guides Bancaires, L'investissement socialement responsable (ISR), la **Fédération Bancaire Française** , Juillet 2010 - Hors-série .
7. Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2010, **Social Investment Forum Foundation**,2007.
8. Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2010, **Social Investment Forum Foundation**,2010.

V. Les Sites d'Internet

- 1- Quels sont les principaux acteurs de l'Investissement Socialement Responsable (ISR), www.LaFinancePourTous.com 08-12-2010.
- 2- موقع مؤشرات داو جونز العالمية، 2011-07-10، www.djindexes.com/mdsidx/index.cfm
- 3- Les valeurs mobilières prospectus d information, Cosob, Alger, www.cosob.org .

الملاحق

الملحق رقم 1

الاعتبارات البيئية والاجتماعية

واعتبارات الحوكمة ESG

الملحق رقم 2

أداء مؤشرات داو جونز

الإسلامية لشهر أكتوبر 2011