

متطلبات إدماج الاستثمار المسؤول والمستدام في السوق المالية الجزائرية - تجارب دولية -

أ. قمان مصطفى - جامعة الجلفة

gamane.m@gmail.com

Abstract	المخلص
<p>This study aims to understand the importance of sustainable and responsible investment in the financial markets in the leading countries in this industry, trace its development, and learn ways to success. To take advantage of the possibility of the integration of sustainable and responsible investment in the Algerian financial market, and with international experience can provide recommendations to the access to that as the 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.</p> <p>Keywords: corporate social responsibility, sustainable development, sustainable and responsible investment, Ethical funds.</p>	<p>تبحث هذه الدراسة أهمية الاستثمار المسؤول والمستدام على مستوى الأسواق المالية في الدول الرائدة في هذه الصناعة وتتبع تطورها، ومعرفة سبل نجاحها، وذلك للاستفادة منها في إمكانية إدماج الاستثمار المسؤول والمستدام في السوق المالية الجزائرية. ووجدت الدراسة أن لصناديق الاستثمار المسؤول والمستدام دور واضح في تنشيط الأسواق المالية وذلك عن طريق تشجيع المستثمرين لوجود الإدارة المحترفة والتنويع الكفء 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، كإنشاء الهيئات والمؤسسات التي تساعد في معرفة مستويات المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات وانتشار الاستثمار المسؤول والمستدام مثل وكالات التقييم المجتمعية وهيئات الرقابة الشرعية، ومؤشرات المسؤولية الاجتماعية ومنتديات الاستثمار المستدام.</p> <p>الكلمات المفتاحية: المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات، التنمية المستدامة، الاستثمار المسؤول والمستدام، صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام.</p>

مقدمة

عرف تاريخ التمويل تطورا كبيرا 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 نموا كبيرا 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 المسؤول والمستدام، وذلك بإدخال الاعتبارات المالية وغير المالية في اختيار الاستثمارات المكونة لهذه الصناديق.

يهدف هذا العمل إلى تسليط الضوء على نوع من أنواع الاستثمار الجماعي وهو الاستثمار في صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام على مستوى الأسواق المالية، ومعرفة أهمية ودور الاستثمار المسؤول والمستدام، وتهدف الدراسة إلى تتبع واقع وتطور صناديق الاستثمار المستدام في العالم أثناء الأزمات المالية والقيام بدراسة استشرافية فيما يخص واقع وأفاق ومتطلبات إدماج هذه الصناعة في الجزائر.

توجد عدة دراسات أجريت في مجال صناديق الاستثمار عموما وصناديق الاستثمار المستدام خصوصا، من

بينها:

الدراسة الأولى: **Rob Bauer, et al, "International evidence on ethical mutual fund performance and investment style", (2005)¹**، 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 الثانية: Rob Bauer, et al, "The Ethical Mutual Fund Performance Debate: New Evidence from Canada" (2007).² تم فحص أداء صناديق الاستثمار الأخلاقية الكندية مقارنة بالصناديق التقليدية باستعمال عينة من معطيات شهرية من 275 صندوق ، منها 8 صناديق أخلاقية، للفترة من جانفي 1994 إلى جانفي 2003، حيث كان الاختلاف في الأداء غير ذي دلالة إحصائية بين الصناديق الأخلاقية والتقليدية.

ولكون هذا النوع من الاستثمار يساعد في تنشيط الأسواق المالية، فتتمثل إشكالية هذه الدراسة في:

ما هي متطلبات إدماج الاستثمار المستدام (والصناديق الأخلاقية) لتنشيط السوق المالية الجزائرية؟.

يفترض في هذه الدراسة أن صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام في تطور مستمر كونها طريقة تمويل مستدامة، ومنه فإن عملية إدماج هذه صناعة تستلزم هندسة كاملة بالاستعانة بتجارب ناجحة. وتتطلب عملية إدماجها هيئات مناسبة ومساعدة وقوانين مشجعة.

استلزم إنجاز هذا البحث إتباع المنهج الوصفي لتبيان ماهية عناصر الدراسة ومعرفة أهميتها، ولتحليل توجه تطور صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام أثناء الأزمات وأسباب ذلك، لإسقاطها على واقع السوق المالية بالجزائر. وذلك من خلال المحاور الثلاثة الآتية: مدخل نظري؛ تطور الاستثمار المسؤول والمستدام أثناء الأزمات المالية - تجارب دولية -؛ أفاق ومتطلبات تنشيط السوق المالية الجزائرية من خلال إدماج الاستثمار المستدام.

المحور الأول: مدخل نظري

قبلت فكرة التنمية المستدامة و تم إقرارها على صعيد واسع، غير أنها تضح بأن ترجمة هذه الفكرة إلى أهداف و برامج وسياسات عملية يعد مهمة صعبة، حيث أن عملية التنمية الشاملة تتطلب التوافق بين السياسات المختلفة، الاقتصادية والاجتماعية و البيئية. فالتنمية المستدامة تدعو إلى مستقبل يتم فيه موازنة الاعتبارات البيئية والاجتماعية والاقتصادية عند السعي إلى تحقيق التنمية وتحسين نوعية الحياة. فلا بد من الربط ما بين التنمية والبيئة من أجل حماية الأنظمة البيئية وإدارة الموارد الطبيعية التي تعد من المستلزمات الأساسية للإيفاء باحتياجات الإنسان وتحسين ظروف المعيشة للجميع، لكن دون زيادة استخدامها إلى ما يتخطى قدرة الكرة الأرضية على التحمل.³

حيث 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.

لم يكن مفهوم المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات في النصف الأول من القرن العشرين معروفًا بشكل واضح، حيث كانت المؤسسات تحاول جاهدة تعظيم أرباحها ويشتى الوسائل.⁴ و معال نقد المستمر الحاصل لمفهوم تعظيم الأرباح، ظهرت بوادر تبني المؤسسات دورًا أكبر تجاه البيئة والمجتمع الذي تعمل فيها.

والمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات إجمالًا 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.⁵

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 أمجوا المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات في الأسواق المالية عن طريق استثماراتهم المتضمنة شروط الأداء البيئي والاجتماعي مع الأداء المالي المقبول.

وشاع في السنوات الأخيرة من القرن العشرين الاستثمار من خلال صناديق استثمار مشتركة بدلاً من شراء الأسهم مباشرة، نظراً لتمتعها بعدد من المزايا منها حفظ وقت المستثمر، وتوزيع المخاطرة، وتخفيض متوسط تكاليف الصفقات، والسيولة. وقد ظهرت أنواع جديدة من صناديق الاستثمار لها أهداف أكثر من العائد المالي لتصل إلى اعتبارات بيئية وأخلاقية واعتبارات دينية، بحيث يعالج هذا المقال الواقع الفعلي لهذه الأنواع من صناديق الاستثمار؛ (صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام)، في العالم وخاصة في الدول الرائدة في الصناعة، والمتطلبات الضرورية لإمكانية إدماج هذه الصناعة في الأسواق الناشئة مثل السوق المالية الجزائرية.

يعتبر الاستثمار المسؤول والمستدام أداة لإدماج التنمية المستدامة والمسؤولية 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 والمستدام.

والاستثمار الأخلاقي أو الاستثمار المسؤول والمستدام، هو "مصطلح عام للاستثمارات واستراتيجيات الاستثمارات التي تأخذ بعين الاعتبار المحاولة لبدء التغيير الاجتماعي الإيجابي، وتقليل الضرر البيئي ودمج الاعتقادات الدينية أو الأخلاقية."⁶

والاستثمار المسؤول والمستدام هو تطبيق مبادئ التنمية المستدامة في الاستثمار. هذا النهج يراعي الأبعاد الثلاثة: البيئية والاجتماعية / المجتمعية والحوكمة ESG، بالإضافة إلى المعايير المالية المعتادة.⁷

ونظراً 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، نوعاً جديداً 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.⁸

تقدم وكالات التقييم المجتمعي خدمات متنوعة حسب الجهة الموجه إليها الخدمة، كالتقييم التعريفي والتقييم حسب الطلب وإنشاء ومتابعة مؤشرات المسؤولية الاجتماعية.⁹

ومن بين أهم الأدوات المالية التي سوقت المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات على مستوى الأسواق المالية هي الصناديق الأخلاقية أو صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام، وذلك بتهاافت المستثمرين على المنتجات المالية التي توافقت بين المسؤولية الاجتماعية والبيئية للاستثمار مع الأداء المقبول مع الإدارة المحترفة.

تختلف مفاهيم الصناديق الاستثمارية 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 و وفق الرغبات المستثمرين واحتياجاتهم و درجة تقبلهم للخطر".¹⁰

تُعرف صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام على أنها "الصناديق الاستثمارية التي تأخذ في الحسبان اعتبارات أخلاقية، بيئية واجتماعية في شراء وتسيير وبيع الأوراق المالية، وممارسة الحقوق المرتبطة بها".¹¹ وتعتبر صناديق الاستثمار المسؤول 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.

المحور الثاني: تطور الاستثمار المسؤول والمستدام في ظل الأزمات المالية - تجارب دولية -

يعرض هذا المحور واقع وتطور الاستثمارات وصناديق الاستثمار المسؤول والمستدام لعينة من الدول الرائدة في هذه الصناعة في فترة الأزمة المالية العالمية، وذلك على النحو التالي:

1- التجربة الأمريكية في الاستثمار المسؤول والمستدام

تعتبر السوق المالية الأمريكية مهد الاستثمار المسؤول والمستدام بصيغته الحديثة، حيث استمرت هذه الصناعة في التطور والنمو السريع.

1-1 الاستثمار المسؤول والمستدام في الولايات المتحدة الأمريكية

تطور الاستثمار المسؤول والمستدام بكل أنواعه في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل سريع. حيث توجد ثلاثة أنواع للاستثمار المسؤول والمستدام وهي استثمار بإدماج الاعتبارات البيئية والاجتماعية واعتبارات الحوكمة ESG، النشاط المجتمعي للمساهمين، والاستثمار في المجتمع.¹² ويبين الجدول الآتي تطور الاستثمار المسؤول والمستدام في الولايات المتحدة الأمريكية حسب كل نوع من المقاربات السابقة في الفترة 1995-2016.

جدول رقم(1): تطور الاستثمار المسؤول والمستدام في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة 1995-2016

مليار دولار أمريكي

السنوات	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2010	2012	2014	2016
استثمار بإدماج الاعتبارات البيئية والاجتماعية والحوكمة ESG	162	529	1497	2010	2143	1685	2098	2512	3314	4739	5811
النشاط المجتمعي للمساهمين	473	736	922	897	448	703	739	1497	1536	1716	2558
الاستثمار في المجتمع	4	4	5	8	14	20	25	41.7	61	117	354
استراتيجيات هجينة ⁽¹⁾	-	(84)	(265)	(592)	(441)	(117)	(151)	(151)	(1167)	-	-
المجموع الصافي للأصول	639	1185	2159	2323	2164	2290	2711	3069	3744	6572	8723

Source: Trends In The United State 2010, Op-cit, 2010,p :10. &Global Sustainable InvestmentReview 2016, The Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), USA, 2016.

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

من خلال الجدول السابق يلاحظ أن الاستثمار المسؤول والمستدام في الولايات المتحدة الأمريكية بكل أنواعه نما بشكل كبير ما بين سنة 1995 إلى سنة 2016، حيث وصلت الزيادة إلى أكثر من عشرة أضعاف ابتداء بـ 639 مليار دولار وصولاً إلى 8723 مليار دولار أمريكي. ويمكن عرض تطور هذه الأنواع فيما يلي:¹³

أ- الاستثمار بإدماج الاعتبارات البيئية والاجتماعية واعتبارات الحوكمة ESG

يعتبر الاستثمار بإدماج الاعتبارات البيئية والاجتماعية واعتبارات الحوكمة ESG من أكثر الأنواع انتشاراً في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يمثل ما نسبته 81,85% من إجمالي الاستثمار المسؤول والمستدام سنة 2010. وتم استثمار 5811 مليار دولار أمريكي سنة 2016 بإدماج الاعتبارات البيئية والاجتماعية واعتبارات الحوكمة ESG بزيادة تعادل 22% عن سنة 2014.

ب- النشاط المجتمعي للمساهمين

وفيما يخص النوع الثاني من الاستثمار المسؤول والمستدام والمتمثل في النشاط المجتمعي للمساهمين من تصويت على مسائل اجتماعية و بيئية، و التفاوض مع المسيرين، وتقديم مقترحات في الجمعيات العمومية والتهديد ببيع الأسهم في حالة عدم التوافق مع سياسة المؤسسة، فقد تم حصر 2558 مليار دولار أمريكي بزيادة تعادل 45% عن سنة 2014.

ج- الاستثمار في المجتمع

فيما يخص الاستثمار في المجتمع من قروض مصغرة وهيئات مجتمعية غير ربحية فقد تم استثمار 41,7 مليار دولار أمريكي سنة 2010 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 كالتالي:

- 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.

1-2 تطور صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام في الولايات المتحدة الأمريكية

مثلت صناديق الاستثمار التي تدير الاستثمارات المسؤولة اجتماعياً الحصة الكبيرة من الاستثمارات المسؤولة اجتماعياً التي تعتمد إدماج المعايير البيئية والاجتماعية ومعايير الحوكمة ESG كمعايير لاختيار الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة تفوق 23% من الإجمالي.¹⁴ ويبين الجدول الآتي تطور عدد وحجم صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة 1995-2014.

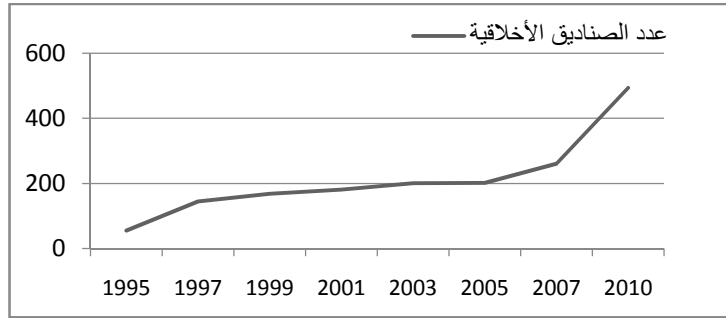
الجدول رقم (2): تطور صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام في الولايات المتحدة الأمريكية

السنوات	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2010	2012	2014
عدد الصناديق الأخلاقية	55	144	168	181	200	201	260	493	720	925
مجموع الأصول (مليار دولار)	12	96	154	136	151	179	202	569	1013	4306

Source :Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2010, Op-cit, 2010, p : 9.&Global Sustainable InvestmentReview 2014, The Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), USA, 2014.

وكما هو مبين في الجدول (2)، 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، وصولاً إلى 925 صندوق أخلاقي سنة 2014 تدير أصولاً صافية بقيمة 4306 مليار دولار أمريكي بزيادة تقدر ب 325% عن سنة 2012.¹⁵ منها 8 صناديق إسلامية تدير أكثر من 2,7 مليار دولار أمريكي.¹⁶ انظر الشكل (1).

الشكل رقم (1): تطور عدد صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام في الولايات المتحدة الأمريكية



المصدر: تم إعداد الشكل بناءً على معطيات الجدول (2).

توجد عدة أنواع من صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام في السوق المالية الأمريكية، وتختلف حسب شكل رأس المال من صناديق استثمار مسؤولة اجتماعياً 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.¹⁷

يبين الجدول الآتي تطور حجم وعدد صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام حسب كل نوع في الولايات المتحدة

الأمريكية بين 2007-2010

الجدول رقم(3): تطور حجم وعدد صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام حسب كل نوع في الولايات المتحدة الأمريكية

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

Source :Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2010,

Op-cit, 2010, p: 8.

من خلال الجدول (3)، يمكن تمييز أنواع صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام الموجودة في السوق المالية الأمريكية، حيث تعتبر صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام ذات النهاية المفتوحة أو الصناديق المشتركة من أكثر الأنواع تواجدا في السوق المالية الأمريكية، 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 المسؤول والمستدام مثل صناديق رأس المال المخاطر الاجتماعي، والصناديق السيادية المسؤولة اجتماعيا، وصناديق الاستثمار الإسلامية وأخرى ذات توجه ديني آخر.¹⁸

2- صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام في الدول الأوروبية

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

1-2 الاستثمار المسؤول والمستدام في الدول الأوروبية

تطور الاستثمار المسؤول والمستدام في الدول الأوروبية سريعا، ويتوزع الاستثمار المسؤول والمستدام في أوروبا عبر عدة دول الدنمارك، سويسرا، فنلندا، بريطانيا، فرنسا، بلجيكا، اسبانيا، ايطاليا وألمانيا، كما هو مبين في الجدول (4).

جدول رقم (4): توزيع الاستثمار المسؤول والمستدام في الدول الأوروبية

الدول	الدنمارك	سويسرا	فنلندا	بريطانيا	فرنسا	بلجيكا	إسبانيا	إيطاليا	ألمانيا	مجموع
الاستثمار المسؤول والمستدام (مليار أورو)	143,9	130,1	64,4	54,7	50,7	24,4	14,7	13,1	12,9	508,9
2010										
2013	118,376	1527,582	67,978	1555,328	3121,081	315,900	95,334	616,155	1786,398	

Source: European Asset Owners: ESG Perceptions and Integration Practices, Novethic, December 2010, p: 3. & European Sustainable and Responsible Investment Study 2016, EUROSIF, 2016.

يبين الجدول (4) إحصائيات سنتي 2010-2013 لتوزيع الاستثمار المسؤول والمستدام في الدول الأوروبية، والملاحظ من الجدول تميز كل من سويسرا، بريطانيا، فرنسا وألمانيا بتوسع كبير في هذه الصناعة.

2-2 تطور صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام في الدول الأوروبية

وصل عدد صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام في أوروبا في 30 جوان 2010 إلى 879 صندوق استثمار مسؤول اجتماعيا، بزيادة تقدر بـ 29% في العدد عن سنة 2009، تدبير هذه الصناديق 75 مليار أورو بزيادة تفوق 41% في الحجم عن سنة 2009.¹⁹ ويبين الجدول الآتي تطور صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام في الدول الأوروبية في الفترة 1999-2010.

الجدول رقم (5): تطور صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام في الدول الأوروبية

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

Source: Green, Social and Ethical Funds in Europe, Vigeo, October 2010, p : 10.

من خلال الجدول السابق يلاحظ أن صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام 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. تتميز كل من فرنسا وبريطانيا وسويسرا وبلجيكا بحصة سوقية كبيرة من صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام مقارنة بالدول الأوروبية، حيث تقدر حصة الدول الأربع بـ 75,6% من إجمالي صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام في أوروبا.²⁰

ويبين الجدول الآتي توزع صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام في الدول الأوروبية في جوان 2010.

الجدول رقم (6): توزيع صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام في الدول الأوروبية

الدول	فرنسا	بريطانيا	سويسرا	بلجيكا	ألمانيا	السويد	هولندا	النمسا	إيطاليا	الدنمارك	اسبانيا
حجم صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام	26,5	11,4	9,9	9,1	4,8	4,3	3,0	3,0	2,86	0,3	0,1
عدد الصناديق(2010)	215	98	91	227	82	58	24	34	27	12	11

Source: 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 تنقيب اجتماعية مثل وكالة التنقيب الاجتماعية "فيجو" Vigeo في فرنسا، و"إثيل" Ethibel في بلجيكا و" أيريس" EIRIS في بريطانيا. وتعتبر فرنسا أكثر الدول الأوروبية التي تحوز على صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام من حيث حجم الأصول المدارة وتليها بريطانيا وسويسرا على الترتيب. وتعتبر بلجيكا أكثر انتشاراً ل صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام من حيث عدد الصناديق وبعدها فرنسا وبريطانيا على الترتيب.

المحور الثاني: آفاق إدماج الاستثمار المستدام في السوق المالية الجزائرية

يعتبر هذا المحور دراسة استشرافية لآفاق إدماج الاستثمار المسؤول والمستدام في السوق المالية الجزائرية، كون السوق المالية الجزائرية حديثة التكوين مقارنة بالأسواق المالية في الدول الغربية أو العربية.

1- واقع الأدوات المالية وشركات الاستثمار في بورصة الجزائر

توفر بورصة الجزائر قيما متنوعة معروضة للتداول وللاستثمار فيها، حيث تتمثل هذه القيم في الأدوات المالية وهي الأسهم، والسندات، وأوراق مالية أخرى، بالإضافة إلى وثائق أو صكوك هيئات التوظيف الجماعي.²¹ حيث يتناول هذا المطلب مفهوم هيئات التوظيف الجماعي كونها تمثل الصناديق الاستثمارية، وواقع صناديق الاستثمار في الجزائر.

1-1 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:²² شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير، والصندوق المشترك للتوظيف.

1-1-1 شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير SICAV

هي شركة أسهم ذات رأس مال متغير تصدر أسهما تماشياً مع طلبات الاكتتاب، ويصبح كل مستثمر يشتري أسهما مساهما وله أن يدلي برأيه في تسيير الشركة أثناء الجمعيات العامة.²³

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

1-1-2 الصندوق المشترك للتوظيف FCP

هو عبارة عن ملكية مشتركة للقيم المنقولة، لا يتمتع بالشخصية المعنوية عكس شركة الاستثمار ذات رأس المال متغير، ويصدر حصصاً، وليس لحامل الحصص أي حق من الحقوق المخولة للمساهم، وتتولى تسييره شركة تسيير تتصرف باسم حملة الحصص وفي صالحهم دون سواهم.²⁴

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.

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 مسبقة 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، كليات الاكتتاب وإعادة الشراء، نفقات التسيير والعمولات، اسم المؤتمن، المؤسسات المعنية لاستلام عملية الاكتتاب وإعادة الشراء، سياسة تخصيص النتائج (الرسملة والتوزيع).

1-2 واقع صناديق الاستثمار في السوق المالية الجزائرية

تعتبر صناديق الاستثمار في الجزائر مقارنة مع دول عربية قليلة أو معدومة خاصة ذات التوجه المسؤول والمستدام 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 انخفاضاً في الفترة 2004 - 2008 راجعاً إلى ضعف نسبة التوظيف.²⁵ ويبين الجدول الآتي تطور أداء هذا الصندوق في الفترة 2001-2007 من إجمالي الأصول الصافية المدارة في الصندوق والأرباح السنوية.

الجدول (7): تطور الأصول الصافية وأرباح صندوق الاستثمار "سليم"

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
الأصول الصافية	161 871	160 500	158 426	157 470	160 083	160 154	167 990	168 141
	927	370	268	669	901	600	270	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 الجدول 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.

وبالنسبة للجهود المقدمة للهبوض بهذه الصناعة، فإن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB قد ارتأت أنه من الملائم القيام بوضع ما يأتي:²⁶

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

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

2- أهمية إدماج صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام 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" (CELM) التي تم اعتمادها سنة 1998 عبارة عن صندوق استثماري تقليدي فقط.

وباعتبار الأهمية الكبيرة لصناديق الاستثمار المسؤول والمستدام التي تشمل الأداء المالي بالإضافة إلى الأداء البيئي 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 المسؤول والمستدام يمكن تحقيق الشفافية في حسابات الشركات والمؤسسات المدرجة أسهمها في البورصة الجزائرية والدفاع عن حقوق المساهمين والحفاظ على البيئة وكذلك حماية المستهلك من المنتجات المضرة بالصحة.

3- المتطلبات التي يمكن الاعتماد عليها في تطوير الاستثمار المسؤول والمستدام

بناءً على ما سبق، يمكن إنشاء صناديق استثمار ذات توجه بيئي واجتماعي بتوفير المتطلبات الآتية:
أ. 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 التتقيق أو التصنيف المجتمعي، بحيث تقدم وكالات التتقيق المجتمعي خدمات متنوعة حسب الجهة الموجه إليها الخدمة كالتتقيق التعريفي والتتقيق 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 ومستداما.

بذلك يستطيع مسيرو صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام استعمال ملاحظات ونتائج تحليل وكالات التتقيق المجتمعي للاستثمارات والمؤسسات من أجل تحسين اختياراتهم في الاستثمار. ومنه، يمكن لكل بنك من البنوك المتواجدة في الساحة المالية إنشاء وإدارة صناديق استثمار مسؤولو مستدام بالاعتماد على وكالات التتقيق 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.

ب. ضرورة إنشاء مؤشرات المسؤولية الاجتماعية

تساعد مؤشرات المسؤولية الاجتماعية على مقارنة الأداء المالي لصناديق الاستثمار المسؤول والمستدام، 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.

ج. إنشاء منتدى للاستثمار المسؤول والمستدام و الصناديق الأخلاقية

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 والمستدام. ويتحمل هذا المنتدى مسؤولية:

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

خاتمة

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 المسؤول والمستدام وذات التوجه الأخلاقي. وما يؤكد ذلك التطور السريع الذي تعرفه هذه الصناعة في العالم.

وللاستفادة من مزايا صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام في تنشيط السوق المالية الجزائرية يتطلب الإرادة المتمثلة في توفير كل الهيئات المساعدة على ذلك من وكالات تتقيق اجتماعية ومؤشرات المسؤولية الاجتماعية والمنديات المختصة في جمع المعلومات الخاصة بالصناعة وتحفيز المؤسسات للالتزام بأخلاقيات العمل.

وحتى لا يكون مفهوم الاستثمار المسؤول والمستدام مفهوما تسويقيا فقط تستغله بعض الجهات كشعار لتحقيق مصالحها الخاصة، فإن مسؤولية تفعيل دور الاستثمار المسؤول والمستدام وجعلها أداة لتحقيق أهداف اجتماعية وأخلاقية تقع على عاتق العديد من الأطراف، منها مسؤولية صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام، 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، والتقييد بالمعايير التي حددها الصندوق لاختيار المؤسسات، والعمل على تحقيق الشفافية في تعاملاتها ونشر معلومات أكثر حول الاستثمار المسؤول والمستدام، خاصة أن هناك العديد من التساؤلات تطرح حول مدى التزام هذه الصناديق بالوعود المقدمة من طرفها.²⁷ وعلى العموم، يجب على صناديق الاستثمار المسؤول والمستدام أن تتميز بما يلي:

- 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 بالأصهم التي يملكها الصندوق من وجهة نظر المكتتبين والدفاع عن سياساتهم الاستثمارية.
 - التمتع بالاستقلالية وألا تحصر تعاملاتها في أسهم مؤسسات محددة.
- كما يجب أن يتكفل مسيرو هذه الصناديق من جهة أخرى بالجانب التسويقي لصناديق الاستثمار المسؤول والمستدام 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.

الهوامش والمراجع

- ¹ - Rob Bauer, KeesKoedijk, RogérOtten, "International evidence on ethical mutual fund performance and investment style", *Journal of Banking & Finance*, 29 (2005)
- ² - Rob Bauer, JeroenDerwall, RogérOtten, "The Ethical Mutual Fund Performance Debate: New Evidence from Canada", *Journal of Business Ethics*, (2007) 70:111-124
- 3- نواز عبد الرحمن الهيتي وحسن إبراهيم المهدي، التممية المستدامة في دولة قطر الإنجازات والتحديات، اللجنة الدائمة للسكان، الطبعة الأولى، الدوحة، 2008. ص: 14.
- 1 - نهال المغربل وياسمين فؤاد، المسؤولية الاجتماعية لرأس المال في مصر: بعض التجارب الدولية، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، ورقة عمل رقم 138، مصر، سبتمبر 2008، ص: 3.
- ⁵-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.
- ⁶ - Hung-Gay Fung & Sheryl A. Law & Jot Yau, Socially Responsible Investment in a Global Environment, Edward Elgar Publishing , USA, 2010, p : 4.
- ⁷-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.
- ⁸ - Quels sont les principaux acteurs de l'Investissement Socialement Responsable (ISR), www.LaFinancePourTous.com 08-12-2010.
- ⁹-CamprodonMarta, SOLS José et Florensa Albert, Analyse critique des agences de notation extra-financière, 25ème Congrès de l'ADERSE, GRENOBLE, 10 et 11 Janvier 2008, p p:2-5 .
- 10 -حنفي عبد الغفار، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإبراهيمية، 2007، ص 45.

- ¹¹ - Christian Harbulot, L'investissement Socialement Responsable, Association Ecole de Guerre Economique, 03/2008, p :72
- ¹² - Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2010, Social Investment Forum Foundation, 2010, p: 10.
- ¹³ - Global Sustainable Investment Review 2016, The Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) 2016.
- ¹⁴ - Ibid, p : 8.
- ¹⁵ - Ibid, p : 9.
- ¹⁶ - Islamic Funds & Investments Report 2010, Ernst & Young, 6th Annual World Islamic Funds & Capital Markets Conference, 2011, p: 52.
- ¹⁷ - Report On Socially Responsible Investing Trends In The United State 2010, Op-cit, p:8.
- ¹⁸ - Idem, p:8.
- ¹⁹ - Green, Social and Ethical Funds in Europe 2010, Vigeo, October 2010, p: 10.
- ²⁰ - European Sustainable and Responsible Investment Study 2016, **EUROSIF, 2016**.
- ²¹ - Les valeurs mobilières prospectus d'information, **COSOB**, Alger, 2004, p : 03.
- ²² - المادة 01 من الأمر 96-08 مؤرخ في 10/01/1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- ²³ - المادة 02 من الأمر 96-08 مؤرخ في 10/01/1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- ²⁴ - المادة 04 والمادة 14 من الأمر 96-08. مؤرخ في 10/01/1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- ²⁵ - التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجزائر، 2010، ص: 80.
- ²⁶ - نفس المرجع أعلاه، ص: 23.
- ²⁷ - محفوظ جبار آخرون، 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: 36.