

## دور صناديق الاستثمار المسؤول اجتماعيا في تعزيز النظام المالي المستدام

### The role of socially responsible investment funds in enhancing sustainable financial system

لميا عماني<sup>1\*</sup>، محمد حقيقة<sup>2</sup>، منى مسغوني<sup>3</sup>

<sup>1</sup> جامعة ورقلة (الجزائر)، lamitta.ame2001@yahoo.fr

<sup>2</sup> جامعة ورقلة (الجزائر)، mohammedhaguiga@gmail.com

<sup>3</sup> جامعة الوادي (الجزائر)، mesghouni-mouna@univ-eloued.dz

تاريخ الاستلام: 2022/04/14 ؛ تاريخ المراجعة: 2022/05/12؛ تاريخ النشر: 2022/12/31

**ملخص:** تحدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على صناديق الاستثمار المسؤول اجتماعيا ودورها المزدوج في تعزيز النظام المالي المستدام وفي ترسيخ المسؤولية الاجتماعية ضمن استراتيجيات الإدارة على مستوى الشركات. لتحقيق الهدف من الدراسة تم التطرق لموضوع الاستدامة من الناحية المالية ولأهمية انخياز التمويل نحو الاستثمار المسؤول اجتماعيا. لقد تطّور أداء الصناديق المسؤولة اجتماعيا خاصة القائمة على معايير ESG، خاصة بعد الأزمة المالية لسنة 2008، وتمكّنت في الكثير من الأحيان من التفوّق على غيرها من الصناديق الاستثمارية.

من أجل دعم هذا المنحى وترسيخه ضمن منظور التنمية المستدامة يجب البحث أكثر في الروابط بين تبني معايير ESG (المخاطر والفرص) والأداء المالي وفي قابلية النتائج للقياس.

**الكلمات المفتاح:** استدامة ؛ استثمار مسؤول اجتماعيا ؛ معايير البيئة والمجتمع والحوكمة ؛ روابط، أداء مالي ؛

تصنيف JEL : F65 ; G30

**Abstract:** This study aims to focus attention on socially responsible investment funds and their dual role in enhancing sustainable financial system and consolidating social responsibility within corporate strategies. To achieve the objective of the study, the financial aspect of “sustainability” and the importance of biasing finance towards socially responsible investment was addressed. The performance of funds, especially based on ESG standards, has improved and in some cases managed to outperform other mutual funds.

In order to support and consolidate this trend within a sustainable development perspective, the links between ESG criteria adoption (risks and opportunities) and financial performance should be investigated.

**Keywords:** Sustainability ; Socially Responsible Investment ; Environmental ; Social and Governance criteria ; Links ; Financial Performance ;

**Jel Classification Codes :** G30 ; F65

**I- تمهيد :**

تغيّرت الخريطة المالية عبر العالم في أعقاب الأزمة المالية لسنة 2008، ضمن مسارٍ طويلٍ للتغيير والتحول، قد يكون بدأ مع سنوات السبعينيات، مرتبطاً بتغير منظور البحث الأكاديمي والدراسات الميدانية والتطبيقية تجاه دور "المالية" ضمن الاقتصاد ككل. سواء تعلّق الأمر بدور النظام المالي بجميع مكوناته ومستوى تطوره واستقراره، أو بمكوناته وأدواته وسياساته وشكل وحجم الوساطة المالية داخله، وعلاقة ذلك بالاقتصاد الحقيقي وبدفع النمو الاقتصادي، وهي العلاقة التي تتوقف غالباً على مستوى الترابط / أو فك الارتباط بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي.

يلعب النظام المالي دوراً أساسياً في تحفيز النمو ومرافقته، من خلال قدرته على توفير المعلومات وتعبئة الادخار وتخصيص الموارد وتوفير التمويل وإدارة المخاطر والتنوع وتسهيل المعاملات والمبادلات. ويمكن للنظام المالي القيام بهذا الدور من خلال البنوك والمؤسسات المالية التقليدية ومن خلال الأسواق المالية بمختلف مكوناتها، وأيضاً من خلال الكيانات الجديدة الفاعلة والتي تستفيد من اتساع النطاق والآفاق الذي سمح به مفهوم التنمية المستدامة، من خلال الانفتاح على قضايا المجتمع والبيئة و/ أو من خلال دور التكنولوجيا والحلول الرقمية في تمكين تلك الأطراف والكيانات ودعم مكانتها في الأسواق التنافسية.

لقد سمح هذا التطور المركّب بظهور شركات التكنولوجيا المالية وشركات تطوير البرامج التكنولوجية ذات الصلة بالخدمات المالية، وأيضاً بظهور أشكال جديدة من الصناديق الاستثمارية ذات الطابع المؤسسي والقائمة على معايير انتقائية متعلّقة بإدارة الاستثمارات والأصول والحفاظ واتخاذ القرارات، والمختلفة عن الشكل التقليدي الذي عرفته هذه الصناديق تاريخياً. تتميز هذه الصناديق بالتزامها أولاً بالقواعد الأخلاقية (وحتى الدينية في بعض الأحيان)، ثم بمبادئ المسؤولية الاجتماعية لاحقاً، وصولاً إلى تبني مفاهيم القيمة المشتركة والاستدامة وظهور نماذج جديد لإدارة هذه الأعمال المالية الموصوفة بأنها مسؤولة اجتماعياً من خلال معايير (ESG) المتعلقة بالحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية.

تسعى الاستثمارات المسؤولة اجتماعياً إلى تحقيق هدفين أساسيين هما: تحقيق الأثر الاجتماعي، والحصول على المكاسب المالية. ويتضمن الأثر الاجتماعي الانخراط في برامج وسياسات البحث عن الحلول للمشاكل والقضايا المجتمعية الخاصة بالمجتمع والبيئة ذات التأثير أو المتفاعلة مع القطاع المالي والاقتصادي ككل. إن هذا الانخراط الذي يعني الاستثمار في المشاريع ذات الأثر الاجتماعي والإسهام في تمويلها يجب أن يكون مرفوقاً بالقدرة على تحقيق المكاسب المالية التي تضمن استمراره وتنافسيته من منظور المنفعة والسوق ورأس المال.

بناءً على ما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

**- إلى أي مدى يمكن التعويل على صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً في دعم وتعزيز النظام المالي المستدام عبر العالم؟**

**فرضية الدراسة :** ننطلق في هذه الدراسة من منظور العلاقة الإيجابية بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، مع اختلاف المنظور الذي نعتمد عليه في تحديد مفهوم التطور المالي، وذلك من خلال الانفتاح على النظام المالي الذي يسعى إلى الاستدامة ويأخذ بعين الاعتبار ظهور كيانات جديدة وأعاون فاعلة وذات تأثير، سواء تلك التي يقوم وجودها على التقدم التكنولوجي كشركات التكنولوجيا المالية أو تلك القائمة على أساس المسؤولية الاجتماعية كصناديق الاستثمار المسؤول اجتماعياً.

**أهداف وأهمية الدراسة :** تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على الابتكارات الاجتماعية في الميدان المالي من أجل تقييم دور الصناديق الاستثمارية المسؤولة اجتماعياً في تعزيز قدرة النظام المالي المستدام وتمكينه من الإسهام أكثر في تمويل نشاطات الاقتصاد الحقيقي لتصحيح الانحراف في مسار دعم "المالية" للنمو، وهو الانحراف الذي يظهر بشكل متزايد في أعقاب الأزمات المالية ذات الطابع النظامي. وفي مقابل ذلك تُظهر هذه الأزمات ومدى انتشارها وخروجها عن السيطرة وإضرارها بقطاعات الاقتصاد الحقيقي غالباً الحاجة إلى نظام مالي مستقر ومستدام.

تكمّن أهمية الدراسة في كونها حلقة من سلسلة الأبحاث التي تهدف إلى إيجاد منافذ مستدامة لتعزيز الترابط بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي من خلال منظور التنمية المستدامة، عبر النظام المالي المستقر والمستدام والذي يعمل على أداء وظائفه الأساسية - خاصة ما تعلّق منها بتخصيص الموارد - بكفاءة.

**المنهج المعتمد في الدراسة :** تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي من خلال تحليل الإشكالية عبر منظور المؤسسات الدولية الناشطة في مجال التنمية المستدامة ومعالجة القضايا البيئية والاجتماعية من خلال التقارير الصادرة سنويا في هذا المجال، إضافة إلى الاعتماد على الدراسات السابقة التطبيقية التي تناولت العلاقة بين الاستدامة (معايير ESG، أداء صناديق الاستثمار المسؤول اجتماعيا، القيمة السوقية وغيرها) والأداء المالي.

### الدراسات السابقة حول الروابط بين تبني معايير ESG والأداء المالي

- في دراسة لـ (Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen) حول العلاقة بين تبني معايير (ESG) والأداء المالي للفترة (1970 – 2014) تبين وجود علاقة إيجابية بين تبني استراتيجية ESG والأداء المالي للشركات والصناديق الاستثمارية (بالتأكيد على الأسهم) في حوالي 63% من الدراسات الوصفية (Meta studies) و 48% من دراسات عد الأصوات (vote-count studies)، حيث أبلغ أقل من 10% فقط عن نتائج سلبية. تم تقييم الأداء المالي في هذه الدراسات من خلال: النتائج المحاسبية، الأداء في السوق المالي، الأداء التشغيلي، والنمو وإدارة المخاطر وأداء المحافظ القائمة على معايير (ESG) (Friede, Busch, & Basse, 2015). يمكن عرض بعض النتائج القياسية فيما يلي:

- في الدراسات التي شملت المحافظ بما فيها الصناديق المشتركة والمؤشرات والمحافظ ذات الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل، تبين وجود ارتباط إيجابي أقل بين المتغيرين بنسبة 15.5%.

- تبين وجود نسبة عالية -ولكنها غير متناسبة- للعلاقة الإيجابية بين المتغيرين وتحديدًا للدخل الثابت (63.9%) والأصول العقارية (74.4%). غير أن عددا قليلا من الدراسات (حوالي 13%) فقط ركزت على هذه الفئات من الأصول.

- توجد فرص لتحقيق أداء متفوق فيما يخص (ESG) في العديد من أقسام السوق، على أساس جغرافي (أمريكا الشمالية)، أو حسب درجة نضج الأسواق (الأسواق الناشئة)، أو حسب فئات الأصول (فئات الأصول الأخرى غير تلك المتعلقة بحقوق الملكية).

- ترى الدراسة صعوبة تعميم النتائج بسبب الاختلاف في المنهجية المستخدمة في الدراسات محل التقييم، وكذلك الاختلاف في استراتيجيات الاستثمار المتبعة (ESG)، وتركيز الدراسات على العناصر المختلفة لـ ESG عبر الأسواق، والمناطق الجغرافية، والصناعات.

- يجب أن يكون التوجه نحو الاستثمار المسؤول والمستدام على المدى الطويل مهماً لجميع أنواع المستثمرين العقلانيين من أجل الوفاء بواجباتهم الائتمانية وربما موازنة مصالح المستثمرين بشكل أفضل مع الأهداف الأوسع للمجتمع.

- بحثت دراسة (Roca, E. ; Wong, V. & Tularam, G) في حساسية 90 صندوقا استثماريا (الاستثمار المسؤول اجتماعيا) SRI تجاه تقلبات أسواق الأسهم الأسترالية والأمريكية وقطاعات SRI خلال الفترة (1996 – 2005)، من خلال البحث في مدى وسرعة ومدة استجابة عائدات الصناديق لتلك التقلبات، بناءً على مؤشرات DJTM، وقطاعات SRI باستخدام DJSI. أظهرت النتائج الإجمالية أن صناديق التقاعد الأسترالية المسؤولة اجتماعيا SRI تتأثر في الغالب بسوق الأسهم الأمريكية خلال فترات الانتعاش بشكل خاص، وبقطاع SRI عموما، وبدرجة أقل بسوق الأسهم الأسترالية. كما أن مدة الاستجابة لتقلبات الأسواق تكون حوالي أسبوعين. النتائج المتعلقة ببعء المخاطر النظامية لأداء الصناديق تشير إلى أن أداء صناديق SRI يشبه أداء الصناديق الاستثمارية الأخرى (Roca, Wong, & Tularam, 2010).

- أما دراسة (Nitsche, C. & Schröder, M) فقد بحثت في إحدى إشكالياتها الفرعية في مدى حصول صناديق SRI على تصنيف بمعايير ESG أعلى من الصناديق التقليدية؟ وتم تأكيد فرضية أنه إذا استثمرت صناديق SRI وفق استراتيجية تتماشى مع أهدافها، فسوف تحصل في المتوسط على تصنيف ESG أعلى من الصناديق القياسية (حالة الصناديق الأوروبية والعالمية)، حيث صنفت صناديق SRI في المتوسط بحوالي 0.20 أفضل من نظيراتها التقليدية. ويأخذ المستثمرون بعين الاعتبار درجة ترتيب الصناديق الاستثمارية عند اتخاذ القرارات، حيث توجد صناديق مستدامة تحتل مراتب أقل من الصناديق التقليدية بمعايير التصنيف. يوجد احتمال 3/1 أن يقع اختيار المستثمر الذي ينتقي عشوائيا على صندوق استثمار اجتماعي بتصنيف ESG أقل من الصندوق التقليدي (Nitsche & Schröder, 2015).

## 1.I - مدخل إلى النظام المالي المستدام:

تكمن أهمية التعرف على النظام المالي المستدام في شرح الآلية التي يمكن أن يتحول من خلالها هذا النظام من حالة "الهشاشة المالية" والاضطرابات التي تشوّش على الاقتصاد الحقيقي إلى حالة "الاستقرار المالي" ودعم النمو الاقتصادي والانخراط أكثر في تمويل التنمية المستدامة.

### 1 - تعريف النظام المالي المستدام:

يمكن تقديم التعريف الذي طرحه الاتحاد الأوروبي حول النظام المالي الذي يخدم التنمية المستدامة، وتعميم هذا التعريف على كل نظام مالي مستدام، بوصفه النظام الذي (European , 2017) :

- يأخذ بعين الاعتبار القيمة الكاملة والمتكاملة للأصول المالية (تجاوز القيمة السوقية للأصول إلى قيمة متكاملة تنعكس إيجابا على القيمة السوقية)، مع دمج عوامل الاستدامة في الإفصاح والتقييم والتصنيف وتصميم المنتجات المالية واتخاذ القرارات على نطاق واسع.
- يكون منتجاً ومساهماً في خلق القيمة (ممولاً لكل ما يخلق القيمة) ويدعم مستخدميه (الأسر والشركات والحكومات) في مشاريعهم واحتياجاتهم، خاصة على المدى الطويل.
- يكون مرناً تجاه الصدمات الداخلية والخارجية وقادراً على الصمود والتعافي وإعادة البناء.
- يوضح سبل التوافق بين تفضيلات الاستدامة ونتائج القرارات بشكل يضمن المساءلة والشفافية.
- يعمل وفق منظور طويل المدى.

عندما يأخذ التطور المالي بعين الاعتبار أهداف التنمية المستدامة يمكن اختبار العلاقة بين هذا التطور الذي يحدث في مكونات وأطراف النظام المالي (البنوك والمؤسسات المالية، الأسواق المالية، الكيانات الجديدة "FinTech" وغيرها) والنمو الاقتصادي بشكل مختلف عما جرى عليه الحال تقليدياً. لهذا الاندماج (جعل الاستدامة جزءاً أو سمة من سمات التطور المالي) فوائد محتملة على الجميع في المدى القصير والمتوسط (United , 2015):

على صعيد الدول النامية: تحصل هذه الدول على فرصة زيادة الوصول إلى التمويل، وتقليل التلوث البيئي وتحسين ظروف الصحة العمومية، وزيادة التدفقات المالية لصالح مشاريع الطاقة النظيفة وغيرها من المصادر الجديدة للنمو والتنوع الاقتصادي.

على صعيد الدول المتطورة: يمكن لهذه الدول تعزيز فرص تكامل السوق، ومواءمة القطاع المالي لمتطلبات الاقتصاد الحقيقي وتكثفه معها، وتعزيز المرونة المالية والنقدية، والمساعدة على تحقيق بعض الأهداف مثل تمويل الانتقال الطاقوي.

تكمن الفرصة على المدى الطويل لكل من الاقتصاديات النامية والمتطورة على حد سواء في إمكانية تطوير أنظمة مالية كفؤة تكون أكثر فعالية واستدامة وشمولية في تلبية احتياجات الاقتصاد والمجتمع.

هناك -على الأقل- أربعة دوافع أساسية ومتراصة يمكن أن تبرر مراعاة أهداف التنمية المستدامة في تصميم وتطوير النظام المالي ليكون بدوره نظاماً مالياً مستداماً، يمكن مناقشتها فيما يلي (bid) :

**(1) إدارة المخاطر**: تنشأ الحاجة إلى اتخاذ إجراءات جديدة ومختلفة على مستوى النظام المالي ككل بسبب عدم كفاية إدارة المخاطر التقليدية في النظام المالي التقليدي وعدم قدرتها على المعالجة الاستباقية لتلك المخاطر ناهيك عن العجز الملاحظ في أعقاب الأزمات والصدمات المالية. يؤدي هذا الوضع إلى تفاقم أثر العوامل الخارجية البيئية والاجتماعية وخروجها عن السيطرة. (مع سنة 2015 سعت دولة البرو -على سبيل المثال- إلى حثّ البنوك على دمج العوامل البيئية والاجتماعية في سياسات التحوّل).

(2) تشجيع الابتكار: تكمن أهمية الابتكار في إمكانية الاستفادة من "الأسواق المفقودة" وجذب الفئات المستبعدة من العملاء. ويبرز دور الابتكارات المالية الاجتماعية في معالجة الكثير من الأزمات والتعاشيش معها، والتي من بينها جائحة "كوفيد-19" التي يمر بها المجتمع الدولي وحالة التباعد القسري التي وجدت في الخدمات المالية الرقمية المتكثرة متنفسًا، إضافة إلى الابتكار في سوق التمويل الأخضر الذي يتطور باستمرار.

(3) تعزيز القدرة على الصمود: تتراوح تكاليف المخاطر الطبيعية التي تُعدُّ جزءًا من المخاطر الكبرى بين 250 مليار و300 مليار دولار أمريكي سنويًا، وهي في تزايدٍ بسبب تفاقم مخاطر التغيّر المناخي، مما يخلق مبررًا آخر -على قدر من الأهمية- لجعل النظام المالي أكثر استقرارًا وقدرةً على الصمود عند حدوث التأثيرات البيئية والنتائج المرتبطة بها. (يقوم بنك إنجلترا -على سبيل المثال- بتقييم آثار تغير المناخ على سلامة وصلابة قطاع التأمين في بريطانيا، والأمر يتجه نحو التوسع في الكثير من الدول التي تعاني أساسًا من اضطرابات التغير المناخي والتي تعيد بشكل كبير صياغة استراتيجياتها في التحوط وإدارة المخاطر).

(4) ضمان الانسجام في السياسات: يمكن للنظام المالي الذي يراعي مبادئ الاستدامة أن يتوافق في استراتيجيته وآلياته مع السياسات الحكومية. (تتركز الصين -على سبيل المثال- على موازنة تطوير الأسواق المالية مع التوجه نحو الاقتصاد الأخضر).

يمكن أن نلمس أهمية الاستدامة في القطاع المالي -كما يوضحه الشكل رقم (1) - من خلال عاملين أساسيين: يتمثل العامل الأول في أهمية تضمين الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية (ESG) في قلب صناعة القرار المالي؛ بينما يتمثل العامل الثاني في تعبئة رأس المال وتخصيصه للإسهام في مواجهة التحديات المجتمعية التي تتطلب تمويلًا طويل الأجل (European, 2017).

## 2 - الأطراف الفاعلة في النظام المالي المستدام

يجمع النظام المالي في إطار "المالية المستدامة" بين مجموعة واسعة من الأطراف الفاعلة (Duva & Mussot, 2019):

- في الطرف الأول من السلسلة توجد فئة من المدخرين الذين يريدون استثمار أموالهم في الفرص الأفضل من حيث الأداء المالي بشكل يتوافق مع قناعاتهم حول المنفعة المحتملة لتلك الاستثمارات، حيث أن العقلانية التي يتمتع بها المستثمرون -خارج المحددات النفسية السلبية- سوف تدفعهم إلى تفضيل الاستثمارات المستدامة التي تحقق أداءً ماليًا متفوقًا.
- تعمل المؤسسات المالية الوسيطة (البنك المركزي، البنوك، وشركات التأمين، وصناديق التقاعد، وغيرها) على تجميع تلك المدخرات (خاصة ما تعلق منها بالادخار التعاقدية) وإعادة استثمارها من خلال الصناديق الاستثمارية بمختلف أشكالها.
- يستثمر مستثمرو هذه الصناديق تلك المدخرات التعاقدية طويلة الأجل (في الغالب) عن طريق إقراضها أو عن طريق الاستثمار في رأسمال الشركات التي تملك تصنيفًا ملائمًا وتنافسيًا بمعايير الاستدامة.
- في الطرف الآخر من السلسلة، يبحث المصدرون (الشركات والحكومات) عن التمويل في شكل رأسمال (أسهم) أو ديون (سندات)، وهو التمويل الذي سوف يشجع في نهاية المطاف هؤلاء المصدريين على تبني معايير الاستدامة وعلى ترسيخ مبادئ المسؤولية الاجتماعية ضمن استراتيجياتهم (مقاربة القيمة المشتركة CSV كنموذج).

في المرحلة الأخيرة من سلسلة الاستثمار والإقراض وقبل دخول رأس المال إلى الأسواق، يمكن لمسيّري الصناديق الاستثمارية المساعدة في تدفق رأس المال نحو الاستثمارات الأكثر استدامة (European, 2017)، ويمكن لـ "النشاط المساهمي Shareholder activism" أن يعزّز هذا الأداء لدى هؤلاء المدراء من خلال تضمين الاستدامة في اتفاقيات الإدارة وفي الاستراتيجية وفي شكل ومحتوى الإفصاح.

### 2.I - مسار تطور صناديق الاستثمار المسؤول اجتماعيا:

بعد الاستثمار المسؤول اجتماعيا من التطبيقات الأولى لمفهوم "المسؤولية الاجتماعية" في ميدان المالية، بحيث يعني ذلك إدماج المعايير الاجتماعية والبيئية في اختيار الاستثمارات وإدارتها وتمويلها. تُظهرُ الصناديق الاستثمارية المسؤولة اجتماعيا كمحافظ مالية استثمارية تُدمج المعايير غير المالية في أنماط التسيير المالي والاستراتيجية المالية المتعلقة بقرارات التوظيف المالي وإدارة المحافظ المالية وإدارة المخاطر.

### 1 - معايير اختيار الاستثمار المسؤول اجتماعيا

يُعتبر التعريف الذي قدمته مؤسسة "التحالف العالمي للاستثمار المستدام GSIA" للاستثمار المستدام، والذي نشر في "مجلة الاستثمار العالمي المستدام" لسنة 2012، بمثابة المرجع العالمي لتصنيف الاستثمارات بمعايير "الاستدامة"، حيث يحدد معايير اختيار الاستثمارات (استراتيجيات بناء وإدارة المحافظ) من خلال (Global sustainable investment review , 2018) :

(1) **الانتقاء السلبي / الاستبعاد**: يتم تكوين الصندوق الاستثماري أو المحفظة على أساس استبعاد الأصول التي لا تفي بالمتطلبات، من خلال استبعاد قطاعات معينة أو استبعاد شركات أو ممارسات على أساس معايير ESG الخاصة، حيث يتم تجنب / أو إحلال أسهم شركات معينة بأخرى عند اتخاذ القرار الاستثماري بناءً على مدى التزامها بمعايير ESG. تعتبر هذه الاستراتيجية التي تسمى أيضا باستراتيجية "الفرز" أو "الفحص السلبي" بمثابة الخطوة الأولى نحو تبني مفهوم الاستثمار المسؤول اجتماعيا (SRI) , (Scaling up Green Finance , 2020).

(2) **الانتقاء الإيجابي / إضافة الأفضل في الفئة Best-in-class**: يتم تكوين الصندوق الاستثماري أو المحفظة من خلال الاستثمار في القطاعات أو الشركات أو المشاريع ذات التصنيف الإيجابي وفق معايير ESG بشكل تنافسي (انتقاء الأفضل في الفئة). يقوم المستثمرون بشكل ديناميكي بتهيئة استثماراتهم وفق هذا المبدأ: إضافة "الأفضل في الفئة" من خلال إستراتيجية واسعة النطاق تتضمن الفرز الإيجابي أو الترجيح المعدل حسب المؤشر ("ترجيح SRI") من خلال مبدأ المقارنة والمعايير (مدى الالتزام بمعايير ESG لشركات متشابهة والاعتماد على الأداء المعياري أو المقارن) (Ibid) .

(3) **الانتقاء القائم على المعايير الدولية**: يتم انتقاء الاستثمارات وفق المعايير الدنيا لممارسة الأعمال، الصادرة عن الهيئات الدولية التي تلتزم بأخلاقيات الأعمال والمسؤولية الاجتماعية والقيمة المشتركة والاستدامة، مثل المعايير التي تحددها: منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، منظمة العمل الدولية، الأمم المتحدة واليونسيف، وغيرها.

(4) **دمج معايير ESG وتكاملها مع التحليل المالي التقليدي**: تُدار الأصول وفق هذه الاستراتيجية بشكل منهجي وصریح (معلن) من قبل مدراء الاستثمار وفق معايير الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية (ESG)، ودمجها في التحليل المالي التقليدي لتعظيم القيمة للمساهمين وتحسين ثنائية العائد والخطر. يجب توفر التصور العملي والمفصل والعميق لكيفية دمج معايير (ESG) في عمليات الاستثمار من أجل تحصيل القدرات الكاملة لعوامل ESG التي تخلق القيمة (Fried , Busch, & Basse, 2015) (إدارة مخاطر ESG والاستثمار في الفرص التي تتيحها).

(5) **الاستثمار وفق الاستدامة**: يتم الاستثمار في القضايا أو الأصول المتعلقة بالاستدامة مثل مشاريع الطاقة النظيفة، التكنولوجيا الخضراء أو الزراعة المستدامة، وغيرها، ويظهر هذا النوع من الأصول أو الاستثمارات خاصة من خلال صناديق الاستثمار الموضوعاتية.

(6) **الاستثمار في القضايا ذات الأثر المجتمعي (استثمارات الأثر impact investing)**: وذلك من خلال الانحياز إلى الاستثمارات الهادفة إلى حل المشاكل الاجتماعية أو البيئية، بما في ذلك الاستثمار المجتمعي، حيث يتم توجيه رأس المال إلى الأفراد أو المجتمعات المستبعدة تقليديا والانطلاق من متطلباتها. ويشمل ذلك أيضا التمويل المقدم للشركات التي تُحدّد غرضا اجتماعيا أو بيئيا واضحا وقابلا للقياس جنبا إلى جنب مع العوائد المالية، ويمكن أن تكون مؤسسات المالية المصغرة نموذجا عن ذلك (مع وجوب تحسين طريقة القياس للعوائد المالية مع الزمن).

(7) **النشاط / الالتزام المساهمي**: يتم استخدام سلطة المساهمين (الكتلة المساهمية النشيطة) من خلال ما تملكه من حقوق الملكية والتصويت للتأثير على سلوك الشركات، بما في ذلك المشاركة المباشرة والتواصل مع الإدارة العليا ومجالس الشركات، أو تقديم مقترحات المساهمين والتصويت الاستراتيجي لدعم موضوع معين أو لإحداث تغيير في حوكمة الشركة تبعا لمعايير ESG.

يمكن من خلال هذا التعريف للاستثمار المسؤول اجتماعيا استنباط استراتيجيات بناء وإدارة الصناديق الاستثمارية وطرق تخصيص الموارد داخل تلك المحافظ التي تُسَيَّر وفق مبادئ الاستدامة.

2 - تطور مفهوم الاستثمار المسؤول اجتماعيا والمفاهيم ذات الصلة:

سوف يكون من الملائم التطرق لمسألة تطور مفهوم الاستثمار المسؤول اجتماعيا (SRI) ولأهم الفروقات بين هذا المفهوم وبعض المفاهيم الأخرى شديدة الصلة به، لاستيعاب مكانته -تاريخيا- ضمن مسار دمج المسؤولية الاجتماعية في القطاع المالي.

## 2 - 1 نظرة عامة حول تطور مفهوم الاستثمار المسؤول اجتماعيا

عرف التمويل المستدام نموا معتبرا بعد الأزمة المالية لسنة 2008، انطلاقا من الوعي بالقضايا البيئية والاجتماعية، وانطلاقا من رغبة القطاع المالي في تجاوز حالة "إخفاق السوق" قبل وأثناء الأزمة المالية. ويمكن أيضا أن يكون هذا الاهتمام نابعا من إيجاد مصادر جديدة لخلق القيمة تكون بدورها مستدامة، خاصة أنّ المؤسسات المالية تعلن باستمرار أن ربحية صناديق (SRI) ليست أقل من ربحية الصناديق التقليدية، كما أنها تحقق "القيمة المضافة المستدامة" بالإضافة إلى القيمة المالية المضافة. تعتمد الإدارة المستدامة أيضا لأموال الصناديق على التحليل المالي "التقليدي" جنبا إلى جنب مع التحليل المالي "الإضافي" - extra-financial " عند تحديد أفضل الفرص (Obseatoire sur la Responsabilité Sociétale des Ent, 2009).

تطوّرت الاستثمارات المسؤولة اجتماعيا مستمداً قوتها من مرجعيتين: إحداهما اجتماعية حيث يتم انتقاء واستبعاد الاستثمارات على أساس "أخلاقي-اجتماعي"؛ والأخرى اقتصادية قائمة على النتائج الاقتصادية للمسؤولية الاجتماعية. فقد ظهر الجيل الأول والثاني من "الصناديق الأخلاقية" خلال العشرينيات من القرن الماضي، ثم الجيل الثالث الذي عُرف مباشرة بـ "الصناديق المسؤولة اجتماعيا"، وكان هذا التطور الذي حدث خلال فترة السبعينيات مدفوعا بقوة: "النشاط المساهمي" الذي ينحاز إلى حقوق جميع الأطراف ذات المصلحة؛ و"الصناديق التشاركية" التي تدعم العمل الخيري ذو المنفعة الاقتصادية. وفي مرحلة التسعينيات ظهر الجيل الرابع من الاستثمارات المسؤولة اجتماعيا، ثم جاءت مرحلة "الصناديق الخضراء" و"صناديق حوكمة الأداء"، وهو التطور الذي يأتي في سياق التنمية المستدامة ويلتف حول مفهوم خلق القيمة على المدى الطويل ويرسّخ بشكل كبير معايير ESG ضمن أنشطة التمويل والاستثمار (عماني، 2021). ولا يختلف الاستثمار المسؤول اجتماعيا الذي يهدف إلى خلق القيمة عن "المالية التعاقدية" في أهدافه وفي وضعه للمساهم على رأس الأولويات، بل في كونه يأخذ بعين الاعتبار العوامل غير المالية في العملية الاستثمارية، ويعتقد أن تلك العوامل بدورها تخلق القيمة (Arjaliès, 2010).

لقد كانت المرجعية الاجتماعية (الأخلاقية غالبا) هي الغالبة في البداية، إلى أن تمّ ترجيح المرجعية الاقتصادية (البعد المالي)، عندما تم ربط التوجه نحو المسؤولية الاجتماعية بالاستدامة.

## 2 - 2 الفرق بين الاستثمار الأخلاقي والاستثمار المسؤول اجتماعيا

يرى كل من (Gendron et Bourque, 2003) ضرورة تمييز الاستثمار الأخلاقي الذي يمكن أن يُنسب إلى "مدلول أخلاقي"، عن "الاستثمار المسؤول اجتماعيا"، الذي يَحْفَظ الأبعاد والآثار الاجتماعية لأيّ استثمار. حيث يمكن اعتبار الأول النواة الأساسية لتشكّل الاستثمار المسؤول اجتماعيا، إذ كان الأمر في البداية متعلقا بتطبيق المعايير والأحكام الأخلاقية الفردية، ثم تطوّر مع الزمن ليركّز الاهتمام بشكل منهجي على التأثيرات الاجتماعية للأنشطة والاستثمارات المتداولة والمعروفة والتي يحدث حولها التوافق العام (Gendron & Bourque). الاستثمار المستدام أو الاستثمار المسؤول اجتماعيا (SRI) أو الاستثمار المؤثّر، يضع "علاوة / عائد" على التغيير الاجتماعي الإيجابي من خلال الاهتمام بالعوائد المالية والقيم الأخلاقية في قرارات الاستثمار. تؤكد هذه الاستراتيجية على العوائد المالية بعد مراعاة القيم الأخلاقية للمستثمرين في اتخاذ قراراتهم (S&P, 2020).

## 2 - 3 الفرق بين الاستثمار المسؤول اجتماعيا والاستثمار القائم على معايير ESG

من خلال الاستثمار في الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات (ESG)، يأخذ المستثمرون بعين الاعتبار عند اتخاذ قراراتهم كيف يُمكن أن يكون للمخاطر والفرص البيئية والاجتماعية والمتعلقة بالحوكمة آثاراً مادية على أداء الشركات. ويمكن للمستثمرين أن يستهدفوا الاستدامة في نفس الوقت الذي يحققون فيه مستوى العوائد المالية المعيارية المطلوبة والمتوقعة (عدم الخروج عن نظرية المحفظة المالية، حيث يسري الاعتقاد بعدم وجود أي ضرر من انتقاء فئات من الأصول تحت شروط معينة إذا كانت تسمح بأمثلية العائد والخطر).

يذهب الاستثمار المسؤول اجتماعيًا إلى أبعد من ESG من خلال إلغاء أو اختيار الاستثمارات وفقًا لإرشادات أخلاقية محددة، يمكن أن يكون الدافع الأساسي هو الدين أو الأخلاق أو القيم الشخصية أو المعتقدات السياسية (ESG, SRI, and Impact Investing: What's the Difference?, 2021) أو غيرها (مقارنة بعوامل ESG التي تعتبر محددة أكثر)، ويختلف عن الاستثمار الأخلاقي في الاهتمام بالمكاسب المالية. يحاول الاستثمار في عوامل ESG تحديد الاستثمارات ذات العوائد القوية والآثار الاجتماعية الإيجابية من السياسات البيئية والاجتماعية وسياسات الحوكمة المؤسسية، حيث كلما ارتفعت درجة الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية للشركة، ارتفع معها احتمال أن تؤدي ممارسة الأعمال إلى عوائد أعلى - انظر الشكل رقم 2-.

### I.3- الروابط بين الاستثمار المسؤول اجتماعيا والأداء المالي

تركز في هذه الجزئية من الدراسة على أهمية الروابط بين الاستثمار المسؤول اجتماعيا والأداء المالي من أجل الاستدامة، سواء تعلق الأمر بمؤسسات الادخار والاستثمار المالي أو بالشركات المدرجة في الأسواق المالية التي تبني ممارسات مسؤولة اجتماعيا والتي تمثل أسهمها أصولا أساسية في الصناديق الاستثمارية. فالنظام المالي المستدام هو النظام الذي يعمل بكفاءة في تامين رأس المال عندما يقوم بتخصيصه في أفضل الفرص من حيث تعظيم العائد والتقليل من المخاطر، وهي الفرص التي تأتي لخدمة التنمية المستدامة.

وقد ناقش كل من Gilding, P. ; Hogarth, M. ; & Don Reed, CFA (2002)<sup>1</sup> موضوع "الاستدامة" في عالم الأعمال وتضمينها في استراتيجية الشركات من منظور جدلي من خلال مدخلين: الأول متعلق بالحنمية الأخلاقية والثاني متعلق بكونها مصدرا للقيمة؟ وفي حالات كهذه يصبح السؤال الأهم: هل يمكن أن يتكامل المدخلان لصالح جميع الأطراف؟ يقود البحث عن تعظيم "القيمة" التغيير بشكل متواصل، فالقيمة تفرض منطق وشكل التغيير، انطلاقا من أن الربح أو المردودية يدفعان دائما نحو تبني استراتيجيات جديدة ومختلفة ومبتكرة وحتى محظرة من أجل تعظيم العائد. لكن إلى أي مدى يمكن القول أنّ الاستدامة بدورها يمكن أن تخلق القيمة؟ إنّ إمكانية خلق القيمة بالنسبة للشركات في عدد معتبر من الصناعات من خلال أدائها وموقعها من القضايا البيئية والمجتمعية قائمة، ويمكن للاستراتيجيات الناجحة لإدارة الاستدامة أن تخلق القيمة (Gilding , Hogarth, & Don Reed, 2020).

يمكن أن توفر عوامل الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية منظورا مختلفا حول المخاطر والفرص البيئية والاجتماعية المحتملة الحالية والمستقبلية للكيانات الاقتصادية (الجدول رقم 1)، نظرا لاعتماد تلك الكيانات على البيئة والمجتمع وتأثيرها عليهما معا. يمكن لقضايا (ESG) أن تكون ذات تأثير مالي مباشر أو غير مباشر على الأرباح وعائدات الاستثمار (United nations Services & Standard &, 2019).

## II - صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في دعم وتعزيز النظام المالي المستدام عبر العالم:

### II.1 تطور النظام المالي المستدام بعد الأزمة المالية 2008

عرف التمويل المستدام نموا معتبرا بعد الأزمة المالية لسنة 2008، انطلاقا من الوعي بالقضايا البيئية والمجتمعية، وانطلاقا من رغبة القطاع المالي في تجاوز حالة "إخفاق السوق" قبل وأثناء الأزمة المالية.

#### 1 - دور البنوك وشركات التأمين في النظام المالي المستدام

لعبت البنوك داخل الاتحاد الأوروبي -على سبيل المثال- والتي تملك نماذج مصرفية متنوعة دورا رئيسيا في تمويل قطاع الأسر والشركات الصغيرة والمتوسطة (SMEs)، بالإضافة إلى حوالي 80% من تمويل البنية التحتية الخضراء سنة 2017. تعمل البنوك العامة والمملوكة للمساهمين وكذلك أصحاب المصلحة ومجموعة صغيرة من البنوك المستدامة على تعزيز الإقراض المستدام وتمويل الأصول الخضراء وتجنب الإقراض الذي يُضّر برأس المال الطبيعي (Ibid).

قام عدد قليل نسبيا من المؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين) في آسيا بدمج عوامل الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية في عمليات اتخاذ قرارات الإقراض والاستثمار حتى سنة 2018، ويعد سوق الخدمات المصرفية الخضراء والاستثمار المستدام سوقا متخصصا يحتاج إلى تدريب



الموظفين للولوج إليه. يعكس المستوى المنخفض نسبياً لمشاركة المؤسسات المالية في مبادرات الاستدامة في المستوى المنخفض للإقراض والاستثمار الأخضر، فقد بلغ إجمالي أصول الاستثمار المستدام المدارة في آسيا (باستثناء اليابان التي تعد السوق الأسرع نمواً) سنة 2016 قيمة 52 مليار دولار من خلال الاعتماد على دمج عوامل ESG واستراتيجية الاستبعاد السليبي (Volz, 2018).

## 2 - دور الاستثمار المؤسسي في النظام المالي المستدام

ينشط المستثمرون المؤسسيون - في أوروبا - بشكل متزايد في التمويل المستدام من خلال العمل على إزالة الكربون من المحافظ الاستثمارية، ورغم ذلك لا يزال الانكشاف المشترك لمحافظ الأسهم على القطاعات كثيفة الكربون مرتفعاً بحوالي 46%. يشكل المستثمرون المؤسسيون ما يقارب النصف من عضوية منصة "مبادئ الاستثمار المسؤول PRI" وينخرطون في مجموعات متعلقة بالتغير المناخي وغيرها (موضوعاتية)، ولكن تمثل نسبة حيازة المستثمرين المؤسسيين عبر العالم لأصول البنية التحتية الخضراء حوالي 1% سنة 2017، وذلك راجع لضعف التنسيق مع الجهات الحكومية المسؤولة (محدودية صفقات الأصول الخضراء) (European Commission, Op. Cit, 2017). في دراسة استطلاعية غطت 17 صندوقاً تقاعدياً كبيراً سنة 2020 ظهر أنّ مستوى تبني ممارسات الاستثمار المسؤول اجتماعياً (استراتيجية الاستبعاد، دمج عوامل ESG، والاستثمار في الأصول المستدامة) كان مرتفعاً مقارنة مع محافظ البنوك المركزية والصناديق السيادية. كما تتبنى هذه الصناديق أيضاً استراتيجيات الاستثمار الموضوعاتي واستثمارات الأثر على نطاق واسع (Scaling up Green Financ, 2020).

يغطي مفهوم الاستثمار المسؤول اجتماعياً SRI كل أشكال الإدارة أو الاستثمار أو استخدام حقوق ونفوذ المساهمين (الحق في التصويت، المساواة، الحوار، أو الإجراءات الأكثر رسمية) بهدف دمج الجوانب المالية الإضافية عند تقييم المخاطر والفرص الاجتماعية والبيئية والمتعلقة بالحوكمة في الشركات المستهدفة. وبالتالي فهي تقنية تربط التفضيلات المتوقعة المتعلقة بالمستثمرين الأفراد (التجزئة) والمؤسسيين بمفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR)، بدمج العوامل الخارجية الإيجابية أو السلبية في الأهداف الاقتصادية والمالية للمستثمر (Obseatoire sur la Responsabilité Sociétale des Ent, The Promotion of Socially Responsible Investment (SRI) by Financial Institutions, 2009).

الجدول رقم (2) يلخص لنا أهم محفزات الاستثمار المسؤول اجتماعياً من وجهة نظر البنوك المركزية عبر العالم لسنتي 2019 و2020، حيث ترى هذه البنوك أن المحفز الأساسي لتبني معايير الاستدامة متعلق بـ "مخاطر السمعة" وكذلك "التحوط من مخاطر الاستدامة" التي أصبحت تضغط بشكل أكبر على إدارة المخاطر خاصة في البيئات الاقتصادية التي تعاني من المخاطر الكبرى والمخاطر النظامية. ولم يحظ محفز "بطلب من أصحاب المصلحة" بالترتيب الملائم ضمن مجموع المحفزات، بحيث يبقى نطاق التوسع في دعم التمويل المستدام مرهوناً برغبة الأطراف ذات المصلحة، وهو المحفز المعيب الذي يجب استنهاضه ضمن سياسات التوعية المالية.

## II. 2. حجم الاستثمارات المالية المسؤولة اجتماعياً عبر العالم

لقد ارتفع حجم الاستثمارات المالية المسؤولة اجتماعياً على صعيد أوروبي -وعبر العالم- من 2700 مليار أورو إلى 5000 مليار أورو سنة 2009، مباشرة في أعقاب الأزمة المالية، بنسبة نمو 86% وربما عُدَّ ذلك تطوراً طبيعياً تزامناً مع برامج الإنقاذ بعد الأزمة المالية التي كشفت عن أسوأ الجوانب في "رأس المال" وفي كيفية تخصيصه وحركته عبر الأسواق محلياً ودولياً، وفسحت المجال أمام أفق جديد لهذا التخصيص الذي يسمح بإعادة تهيئة المحافظ بشكل أكثر تنوعاً وأكثر قدرة على إدارة ثنائية العائد والمخاطر (Place, 2012).

الجدول رقم (3) يبيّن تطور نسبة الاستثمارات المسؤولة اجتماعياً (الاستثمارات المستدامة) ضمن إجمالي الأصول المدارة عبر العالم خلال الفترة (2012 - 2018)، حيث نلاحظ أن الاتجاه العام لهذا التطور إيجابي بشكل عام حتى في الفضاءات المالية الأكثر تحوراً والأكثر عراقة وارتباطاً مع مفهوم المالية التعاقدية (الوم أ). تراجعت نسبياً حصة الاستثمارات المستدامة إلى إجمالي الأصول المدارة في أوروبا بعد سنة 2014 حسب تقارير مؤسسة التحالف الدولي للاستثمار المستدام، حيث تُرجع التقارير سبب ذلك إلى التدقيق في تعريف الاستثمار المستدام أكثر منه إلى تراجع الحصة النسبية للاستثمارات (Global sustainable investment review, Global sustainable investment review, 2018).

**III- تقييم إدارة وأداء صناديق الاستثمار المسؤول اجتماعيا ما بعد الأزمة المالية لسنة 2008**

لا تزال الاستثمارات المسؤولة اجتماعيا تحطو خطواتها الأولى في عالم ما بعد الأزمة المالية لسنة 2008 (رغم ظهورها في وقت مبكر إلا أنّها حققت نقلة نوعية عقب الأزمة)، وسوف يكون من المهم دائما تتبع مسار تطور صناديق الاستثمار القائمة على الاستدامة من حيث تركيبها وطريقة إدارتها وأدائها (العائد والقيمة) مقارنة بالصناديق الاستثمارية التقليدية.

**III- 1 إدارة وتركيب الاستثمار المسؤول اجتماعيا**

تنقسم الاستثمارات التي يديرها مسيرو المحافظ والأصول إلى استثمارات تجزئة أو استثمارات مؤسسية، حيث تعني الفئة الأولى الاستثمارات الشخصية من قبل الأفراد في الصناديق التي تدار بشكل احترافي والتي يتم شراء الأصول فيها عبر البنوك أو من خلال منصات الاستثمار المتخصصة، بينما تتم إدارة الأصول المصنفة على أنّها "مؤسسية" بالنيابة عن أصحاب رأس المال مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين والصناديق الاستثمارية بكافة أنواعها من خلال منتجات استثمارية ذات مستويات استثمار دنيا أعلى مقارنة بالصنف الأول.

في سوق الاستثمار المستدام يميل المستثمرون المؤسسيون إلى الهيمنة على السوق، إلا أنّ اهتمام مستثمري التجزئة بهذا القسم من السوق يتزايد باستمرار، فمنذ سنة 2012 كان المستثمرون المؤسسيون يمتلكون 89% من الأصول مقارنة بـ 11% يمتلكها مستثمرو التجزئة، بينما في سنة 2018 أصبحوا يستحوذون على حوالي 25% من هذه الاستثمارات وتمكنوا من رفع حصتهم نسبيا ضمن إجمالي استثمارات السوق (Global sustainable investment review, Op. Cit, 2018).

أحصت الولايات المتحدة وجود ما يقارب 365 مدير استثمارات و1145 مؤسسة استثمار مجتمعية سنة 2018 تعمل وفق معايير ESG في تحليل وتقييم الاستثمارات واتخاذ القرار عبر مجموعة واسعة من الأدوات والهيئات الاستثمارية وفئات الأصول. وصل حجم الأصول المدارة من قبل هؤلاء إلى قيمة 11.6 تريليون دولار، تتم إدارتها وتقسيمها بالشكل التالي (Ibid):

- على أساس طبيعة الاستثمار: 8.6 تريليون دولار لصالح المستثمرين المؤسسيين و3 تريليون دولار لصالح المستثمرين الأفراد (استثمارات التجزئة).
- على أساس الصناديق المستثمرة:

- 2.6 تريليون دولار أي 22% يتم استثمارها من خلال شركات الاستثمار المسجلة مثل صناديق الاستثمار المشتركة، وصناديق الاستثمار المتداولة، وغيرها.

- 588 مليار دولار أي 5% يتم استثمارها من خلال أدوات استثمارية بديلة، مثل صناديق الأسهم الخاصة وصناديق رأس المال الاستثماري (رأس المال المخاطر) وصناديق التحوط وصناديق العقارات، و753 مليار دولار (6.5%) من خلال صناديق مختلطة أخرى، و185 مليار دولار (1.5%) من قبل مؤسسات الاستثمار المجتمعية.

- الباقي أي ما يعادل 7.5 تريليون دولار أي 64.5% يتم استثمارها من خلال الهيئات الاستثمارية غير المفصح عنها.

**III- 2 تطور أداء صناديق الاستثمار المسؤول اجتماعيا خلال الفترة (2010-2020)**

يتضمن مؤشر MSCI World SRI أسهم الشركات متوسطة وكبيرة الحجم التي يكون لديها تصنيف بمعايير (ESG) في 23 دولة من الأسواق المتقدمة، وهو مؤشر مرجح بالقيمة السوقية ويستثني الشركات التي يكون لمنتجاتها آثار اجتماعية أو بيئية سلبية. تم تصميم المؤشر للمستثمرين الباحثين عن معيار متنوع للاستثمار المسؤول اجتماعيا (SRI). تعتمد الاستراتيجية المتبعة لبناء المحافظ على كل من الانتقاء السلبي/الاستبعاد واختبار الأصول الأفضل في فئاتها أي الانتقاء الإيجابي. يبيّن لنا الجدول رقم (4) تطور أداء مؤشر الاستثمار المسؤول اجتماعيا خلال عشر سنوات مقارنة بأداء نفس المؤشر الشامل، بحيث تفوّقت الاستثمارات المسؤولة اجتماعيا في الفترة الأخيرة بشكل متزايد على المؤشر الشامل حتى سنة 2020.

من خلال الجدول رقم (5) نلخص نتائج دراسة لموقع (FORBES)، والذي انتقى أفضل 7 صناديق للاستثمار المسؤول اجتماعيا - القائمة على معايير (ESG) أو التي تدخل ضمن الاقتصاد الأخضر والمستدام - أداءً، وقد تم الأخذ بعين الاعتبار لكل من تكلفة إدارة الأصول في الصندوق مع معدل العائد المحقق على المدى المتوسط والطويل. الصناديق غالبا مدارة من خلال الاستراتيجيات النشيطة أو من خلال تتبع المؤشر.

#### IV- الخلاصة:

تعرضت هذه الدراسة إلى إشكالية جزئية متعلقة بدور نوع خاص من الصناديق الاستثمارية الناشطة على مستوى الأسواق المالية، ألا وهي صناديق الاستثمار المسؤول اجتماعيا، والتي عرفت نموا معتبرا في حجم الأصول ونسبتها وفي أداء المحافظ ذات الصلة، وذلك بعد الأزمة المالية لسنة 2008 وتداعياتها على الأنظمة المالية ودورها في زعزعة الثقة بتلك الأنظمة وبالأطراف الفاعلة على مستوى الصناعة المالية.

من خلال ما تم عرضه في هذه الدراسة يمكن الوصول إلى النتائج التالية:

**1 -** توجد حاجة ملحة لتعزيز النظام المالي المستدام عبر مكونات النظام المالي نفسها وعبر الأطراف الفاعلة فيه من أجل تخصيص أفضل للموارد والمدخرات التي يتم تجميعها عبر هذا النظام المالي المستقر والقادر على الصمود في أوقات الأزمات، بعيدا عن الهشاشة المالية والاضطرابات التي تشوّش على قطاعات الاقتصاد الحقيقي.

**2 -** من المهم استيعاب مسار تطور الاستثمار المسؤول اجتماعيا بدءاً بتأثير "الحتمية الأخلاقية" التي أوجدت نھجا عُرف بالاستثمار الأخلاقي، ثم الانفتاح على الأبعاد الاجتماعية والبيئية وجعلها أساسية لانتقاء الاستثمار والحصول على التمويل من خلال مفهوم "الاستثمار المسؤول اجتماعيا"، وصولا إلى بلورة نموذج قائم بذاته (استراتيجية، تحليل مالي مبتكر، تصنيف، إفصاح، ...) لبناء وإدارة المحافظ والصناديق الاستثمارية ممثلا في النموذج القائم على معايير (ESG).

**3 -** تتطلب الاستدامة، وتحديد القدرة على ترسيخ نظام مالي مستدام منحاز إلى التنمية متعددة الأبعاد، الفحص والتدقيق في الروابط الحقيقية بين الأثر الاجتماعي والبيئي (وحتى الأخلاقي) وبين الأداء المالي وجعل النتائج قابلة للقياس بشكل أفضل مع ضرورة الإفصاح عن الممارسات التي تحدف إلى ذلك وجعلها أكثر شفافية.

#### التوصيات:

**أولا -** يجب العمل على إيجاد آليات تقارب بين تطور مفهوم الاستثمار الأخلاقي والاستثمار المسؤول اجتماعيا عبر العالم وبين المفاهيم المحلية حول الاستثمار التي تستهدف مراعاة الجوانب الدينية والأخلاقية (الصواب الشرعية) في اتخاذ القرارات المتعلقة بالتمويل والاستثمار وإدارة السيولة، خاصة عندما يتعلق الأمر بالفهم الدقيق للروابط بين الأثر الاجتماعي والبيئي والأداء المالي، وهي الروابط التي تعد أساسية من أجل ضمان الاستدامة (استدامة البديل المطروح قائمة على التنافسية، وهذه الأخيرة قائمة على الكفاءة والمردودية).

**ثانيا -** يجب استمرار العمل على البحث في الروابط بين المنافع الاجتماعية والبيئية والأداء المالي (يتعلق الأمر بكل الكيانات الاقتصادية) وفي قابلية النتائج المالية لهذه العلاقة للقياس الدقيق وخضوعها للشفافية والإفصاح، خاصة في الاقتصاديات الريعانية التي تُستنزف فيها الموارد الطبيعية وتعرف انسدادا في قضايا استراتيجية كالتنوع الاقتصادي.

#### - ملاحق :

الشكل (1): أهمية مفهوم الاستدامة داخل القطاع المالي

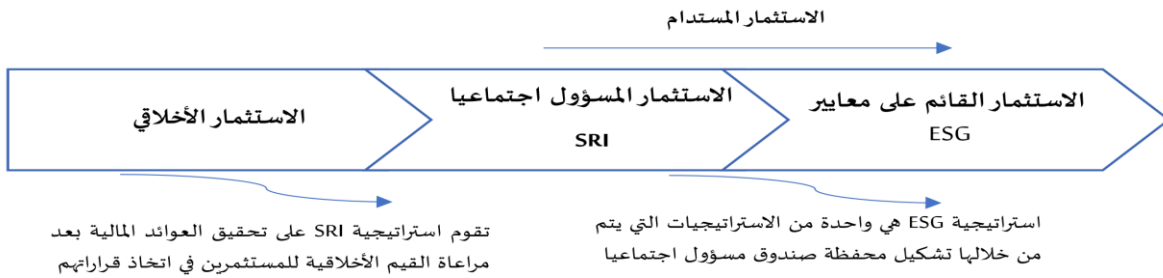
نظام مالي مستقر ويعالج القضايا الاقتصادية والاجتماعية والبيئية ; والقضايا المتعلقة بالتعليم طويل الأجل. بما في ذلك التوظيف المستدام وتمويل التقاعد والابتكار التكنولوجي وبناء البنية التحتية والتخفيف من آثار تغير المناخ.

تمكين التمويل الذي يعزز التنمية الاقتصادية والاجتماعية والبيئية المستدامة.

(1): دمج العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) في القرارات المالية.  
(2): تعبئة رأس المال.

المصدر: تم استنتاجه من European Commission (2017, Jul). Financing a sustainable european economy : Interim Report, By the High-Level Expert Group on Sustainable Finance, p. 12.

### الشكل (2): تطور مفاهيم الاستثمار المستدام



المصدر: من إعداد الباحثين بناء على مراجع الدراسة.

### الجدول (1) : إطار تصوري للعلاقة بين الاستدامة والأداء المالي (الروابط)

الوضع	النتيجة	التأثير على الصناعة	التأثير على الشركة / المساهمين
تدهور النظم البيئية الطبيعية	الحد من توفر المواد الخام	التأثير السلبي على النشاط الصناعي	التأثير على الربحية وتقييد النمو
التوقعات المالية الكمية	<< تضمن اعتبارات ESG في التصنيف الائتماني >>	التقييمات النوعية	
الاستثمار الذي يساهم في حماية البيئة	يساهم في توفير المزيد من المواد	التأثير الإيجابي على النشاط الصناعي	التأثير على الربحية وأداء الاستثمارات

منظور المساهمين: فرصة لتعزيز الأداء المالي والاستثماري للشركات على المدى الطويل (مع الاهتمام باعتباريات المدى القصير).

منظور الشركات: في القضايا البيئية، خاصة المتعلقة بالمناخ، يراعي الأعداء الماليون الذين لديهم التزامات طويلة الأجل أن الإخفاق ينطوي على مخاطر تتطلب موارد مالية كبيرة على المدى المتوسط.

مخاطر التشغيل: يمكن أن تؤثر المخاطر المناخية المتكررة على إنتاجية الشركات وتعطل سلاسل التوريد وتدمر البنية التحتية.	مخاطر البيئة التنظيمية المتغيرة: إمكانية تسعير انبعاثات الكربون أو زيادة تكلفة تسيير النفايات.	مخاطر تفويت فرص السوق: كفرصة نمو المنتجات المستدامة بمعدل 5.6 أسرع من المنتجات التقليدية في اليوم أ.	مخاطر السمعة: تُضخّم وسائل التواصل الاجتماعي فضائح الاستدامة وتُضخّر بسمعة العلامة التجارية (المنتجات الاستهلاكية).
---	--	--	---

المصدر: من إعداد الباحثين بالاستناد إلى الدراسات السابقة

### الجدول (2): محفزات الاستثمار المسؤول اجتماعيا من وجهة نظر البنوك المركزية لسنتي 2019 - 2020

الرتبة سنة 2020	الرتبة سنة 2019	
1	1	مخاطر السمعة (لتكون قدوة حسنة)
2	3	القدوة/ المرجع
3	2	التحوط من مخاطر الاستدامة (المخاطر المادية و / أو المخاطر الانتقالية)
4	4	تعزيز شكل "العائد والمخاطرة"
5	6	الامتثال للمعايير أو الأطر الدولية
6	/	إحداث تأثير إيجابي (من خلال الاستثمار بما يتماشى مع الاتفاقيات الدولية وأهداف التنمية المستدامة)

7	5	يطلب من أصحاب المصلحة
8	7	الواجب الاتماني
10	/	المتطلبات القانونية
9	8	محفزات أخرى

المصدر: Network for Greening the Financial System (2020, Déc.). Progress report on the implementation of sustainable and responsible investment practices in central banks' portfolio management : Technical document, p. 9.

الجدول (3): نسبة الاستثمارات المسؤولة اجتماعيا (SRI) من إجمالي الأصول المدارة للفترة (2018 – 2012)

2018	2016	2014	2012	
48.8	52.6	58.8	49	أوروبا (%)
50.6	37.8	31.3	20.2	كندا (%)
25.7	21.6	17.9	11.2	الولايات المتحدة (%)
63.2	50.6	16.6	12.5	أستراليا – نيوزلندا (%)
	0.8	0.8	0.6	آسيا (%)
18.3	3.4	القيم متضمنة في منطقة آسيا		اليابان (%)
	26.3	30.2	21.5	الإجمالي (%)

المصدر: . GSIR 2018 (P 9) & GSIR 2016 (P 8) GSIR 2014 (P 11)

جدول رقم (4): تطور الأداء السنوي لمؤشر صناديق الاستثمار المسؤول اجتماعيا خلال الفترة (2020 – 2010)

2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	1120	2010	السنوات
20.48	30.54	-6.17	24.34	8.36	-1.05	4.45	28.04	13.95	-5.01	11.17	العالمي % SRI MSCI
16.50	28.40	-8.20	23.07	8.15	-0.32	5.50	27.37	16.54	-5.02	12.34	العالمي % MSCI

المصدر (تاريخ الاطلاع 2021/6/17): <https://www.msci.com/documents/10199/641712d5-6435-4b2d-9abb-84a53f6c00e4>

جدول رقم (5): أفضل صناديق ESG أداءً بـمعايير العائد والتكلفة لسنة 2021 – تصنيف FORBES

يتبع الصندوق مؤشر FTSE4Good US Select Index الذي يستثني الشركات التي تتعامل بالمنتجات الضارة، والطاقة غير المتجددة والأسلحة، والشركات القائمة على "السلوك والتنوع المثير للجدل".	صندوق (VFTAX) Vanguard FTSE Social Index
يتميز الصندوق بـ: نسبة نفقات منخفضة (0.14 %)، محد أدنى للاستثمار يبلغ 3000 دولار، أداء جيد (العائد خلال 5 سنوات 18.4 %). كما يوجد نسخة مؤسسية من الصندوق.	
أهم خمس شركات ضمن محفظة الصندوق هي: Alphabet، Facebook، Amazon، Microsoft، Apple.	
يتبع الصندوق مؤشر MSCI USA Extended ESG Select Index الذي يستخدم ثلاث معايير لبناء المحفظة: تصنيف ESG، الاستبعاد، والفحص الايجابي.	صندوق (SUSA) iShares MSCI USA ESG Select
أهم خمس شركات ضمن محفظة الصندوق هي: Facebook، Home Depot، Alphabet، Apple، Microsoft.	
يتميز الصندوق بـ: نسبة نفقات منخفضة (0.25 %)، أداء جيد (العائد خلال 5 سنوات 17.5 %).	
يستخدم الصندوق مجموعة من العوامل في اختيار الشركات كالاتثمار في الاقتصاد الأخضر التي تعتقد الإدارة المالية أنه يعمل على تحسين رفاهية المجتمع وزيادة الكفاءة الاقتصادية مع تقليل المخاطر البيئية.	صندوق (NEXTX) Shelton Green Alpha Fund
تكلفة الصندوق مرتفعة نسبيا (1.28 % من الأصول المدارة)، مع أداء جيد (العائد خلال 5 سنوات 21.6 %). الخطر المحتمل هو تفوق أداء أسهم النمو مقارنة بأسهم القيمة مستقبلا.	
أهم خمس شركات ضمن محفظة الصندوق هي: Tesla، Brookfield Renewable Corp Ordinary Shares، Vestas،	

Moderna , JinkoSolar	صندوق (ATEYX) AB Sustainable Global Thematic
يستثمر الصندوق في مزيج من الشركات الأمريكية والدولية التي تستثمر وفق أهداف التنمية المستدامة (الصحة والمناخ والتمكين). يعتبر صندوقا مشتركا نشيطا منوعا (الصناعة، العمر، الحجم) يمتلك عادة 30 إلى 60 سهماً بين الاقتصادات المتقدمة والأسواق الناشئة. تكلفة الصندوق مرتفعة نسبياً (0.97%)، مع أداء جيد (العائد خلال 5 سنوات 19.4%).	
أهم خمس شركات ضمن محفظة الصندوق هي: SVB ، Royal Philips ، Flex Ltd ,Infineon Technologies ، Vestas ,Financial Group	
صندوق مُدار بشكل نشط، يبي محفظته على أساس عوامل ESG، حيث لا يستثمر في الشركات التي تحقق "إيرادات كبيرة" من الأنشطة الضارة بالمجتمع والبيئة.	صندوق (PRBLX) Parnassus Core Equity Investor
تكلفة الصندوق مرتفعة نسبياً (0.87%)، مع أداء جيد (العائد خلال 5 سنوات 16.1%).	
أهم خمس شركات ضمن محفظة الصندوق هي: Comcast Corp ، Deere & Co ، Applied Materials ،Microsoft ، Amazon ،Class A	
يتبع الصندوق مؤشر S&P العالمي للطاقة النظيفة، وهو مكون من 30 شركة من جميع أنحاء العالم تضم مزيجاً من شركات إنتاج الطاقة ومعدات الطاقة النظيفة وشركات التكنولوجيا.	صندوق (ICLN) iShares Global Clean Energy ETF
تكلفة الصندوق (0.46%) وتعد مرتفعة بالنسبة لصندوق متتبع، مع أداء جيد يفوق أداء المؤشر (العائد خلال 5 سنوات 23.6%). حقق الصندوق سنة 2020 عائد بنسبة 120%، مما يعطي إشارة حول درجة التقلب المحتملة (مخاطر مرتفعة مقارنة بمخاطر المؤشر: العائد خلال 10 سنوات 5.9% وأداء أقل من الأداء المعياري).	
أهم خمس شركات ضمن محفظة الصندوق هي: Comcast Siemens ، Verbund ,Enphase Energy ، Plug Power ، Orsted A/S ، Gamesa Renewable Energy	
يستثمر الصندوق في الأسهم والأدوات ذات الدخل الثابت (بحوالي 25% من أصول الصندوق). يأخذ الصندوق في الاعتبار مسائل التوظيف العادل، والمساهمة في رفاهية مجتمع الشركة، واحترام حقوق الإنسان، ويتجنب الشركات التي تولد أكثر من 5% من عائداتها من إنتاج أو بيع التبغ.	صندوق (SSIAX) Socially 1919 Responsive Balanced
تكلفة الصندوق مرتفعة نسبياً (1.26%)، مع أداء مقبول (العائد خلال 13.2%).	
أهم خمس شركات ضمن محفظة الصندوق هي: Walt Disney ، Alphabet ،Amazon ،Microsoft ، Apple	

المصدر: تم تلخيص المعلومات الواردة في الجدول عبر موقع FORBES (تاريخ الاطلاع 2021/06/15):  
<https://www.forbes.com/advisor/investing/best-esg-funds>

## - الإحالات والمراجع :

- 1) ESG, SRI, and Impact Investing: What's the Difference 20) ?Jun, 2021.
- 2) Arjaliès, European) . Jul, 2017D.-L. (2010). Qu'est –ce que l'investissement socialement responsable. cahier de recherche, pp. 9-12.
- 3) bid. (n.d.). bid. p. 13.
- 4) Commission .(P.8
- 5) Duva, G., & Mussot, P. (2019). Demain, la finance durable : comment accélérer la mutation du secteur financier vers une plus grande responsabilité sociale et environnementale : Avis du Conseil économique. France: social et environnemental.
- 6) European , C. (2017). European Commission (2017, Jul). Financing a sustainable european economy : Interim Report, By the High-Level Expert Group on Sustainable Finance, p. 16. [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/170713-sustainable-finance-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/170713-sustainable-finance-report_en.pdf). Interim Report , p. 16.
- 7) European , C. (2017, jul). p. 6.
- 8) European Commission) . Jul, 2017 .(Op. Cit .P.25-14
- 9) European Commission . (2017, Jul). (). Op. Cit. pp. 14, 25.
- 10) European, C. (2017). p. 8.
- 11) Fried , G., Busch, T., & Basse, A. (2015). Op. Cit. pp. 210-233.
- 12) Friede, G., Busch, T., & Basse. (2015). ESG and financial performance : aggregated evidence from more than 2000 empirical studies . Journal of Sustainable Finance & Investment , pp. 210-233.
- 13) Gendron, C., & Bourque, G. (s.d.). Une finance responsable à l'ère de la mondialisation économique. alter. Economique, l'économie politique, p. 53.
- 14) Gilding , P., Hogarth, M., & Don Reed, C. (2020). Single bottom line sustainability. Ecos Corporation.
- 15) Global sustainable investment review . (2018). Global sustainable investment review. p. 7.
- 16) Global sustainable investment review .(2018). Global sustainable investment review.9 صفحة .
- 17) Global sustainable investment review. (2018). Op. Cit. pp. 11-12.
- 18) Ibid. (s.d.). p. 14.
- 19) Ibid .P.14

- 20) Ibid .P.14
- 21) Ibid. (s.d.), p. 14.
- 22) Nitsche, C., & Schröder, M. (2015). Are SRI Funds Conventional Funds in Disguise or do They Live up to Their Name ? : Discussion Paper No. 15-027. Discussion Paper.
- 23) Obseatoire sur la Responsabilité Sociétale des Ent. (2009). The Promotion of Socially Responsible Investment (SRI) by Financial Institutions .
- 24) Obseatoire sur la Responsabilité Sociétale des Ent. (2009). Op. Cit. p. 36.
- 25) Place, C. (2012). La finance éthique au service de l'innovation économique et monétaire. cahier de recherche, p. 15.
- 26) Roca, E., Wong, V., & Tularam, G. (2010). The Market Sensitivity of Australian Superannuation Socially Responsible Investment Funds. Evidence from a Markov Regime Switching Approach. discussion paper, p. 12.
- 27) S&P , G. (2020, feb 25). What is the difference between ESG investing and socially responsible investing?
- 28) Scaling up Green Financ. (2020). Progress report on the implementation of sustainable and responsible investment practices in central banks' portfolio management. p. 11.
- 29) Scaling up Green Finance . (2020, Dec). Op. Cit. p. 14.
- 30) Services و Poor's Financia Standard .(2019) .& Standard & Poor's Financia The ESG Advantage: Exploring Links To Corporate Financial Performance.3-2 الصفحات .
- 31) United , N. (2015). The financial system we need - alignment of the financial system with sustainable development : Inquiry: Design of a Sustainable Financial System. p. 19.
- 32) United nations . (s.d.). Report of the Inter-agency Task Force on Financing for Development. *Newyork*, p. 71.
- 33) Volz, U. (2018, Mar). (). Fostering green finance for sustainable development in Asia : ADBI Working Paper Series. p. 4.
- 34) لمياء عماني. (2021). خلق القيمة المشتركة في صناعة الخدمات المالية. تأليف كيجلي عائشة سلمة، خلق القيمة المشتركة كمقاربة لتبني نماذج الأعمال المستدامة (الصفحات 39-38). الجزائر: دار كوكب العلوم للنشر والتوزيع.

كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA :

عماني لمياء ، حقيقة محمد ومسغوني منى (2022)، دور صناديق الاستثمار المسؤول اجتماعيا في تعزيز النظام المالي المستدام ، مجلة التنمية الاقتصادية، المجلد 07(العدد 02)، الجزائر : جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر ص.ص 17-31.



SCAN ME