



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية
الشعبة: علوم التسيير
التخصص: إدارة مالية

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر بعنوان:

دور صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية في تعزيز الدور الريادي
لسوق الأوراق المالية
- دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية-

الأستاذ المشرف	اعداد الطلبة	
عبد الباسط عبد الصمد علية	سهيلة بوعرة	1
	أميرة بلحلو	2

لجنة المناقشة:

الصفة	اسم ولقب الأستاذ(ة)
رئيسا	حمزة خوازم
مشرفا ومقررا	عبد الباسط عبد الصمد علية
ممتحنا	صالح سنوساوي

السنة الجامعية 2024/2023



شكر وتقدير

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات والصلاة والسلام على رسوله الكريم ومن تبعه بإحسان إلى يوم الدين
الشكر والحمد لرب العباد العلي القدير حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه الذي أنارنا بالعلم وزيننا بالحلم، وأكرمنا
بالتقوى، وأنعم علينا بالعافية، وأنار طريقنا ويسر ووفق وأعان في إتمام هذه الدراسة وتقديمها على هذا
الشكل فله الحمد والشكر وهو الرحمان المستعان.

و عرفانا بالمساعدات التي قدمت حتى يخرج هذا العمل إلى النور أتقدم بجزيل الشكر والتقدير والعرفان
للأستاذ الدكتور الفاضل "عبد الباسط عبد الصمد عليّة" الذي قبل الاشراف على هذه المذكرة فله أخلص
تحية وأعظم تقدير على كل ما قدمه من توجيهات وإرشادات، وعلى كل الجهد والوقت الذي خصصه من
طوال إشرافه على هذه المذكرة.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذة "سمية"

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد، وإلى
من أمدني بيد العون ولو بكلمة طيبة مشجعة

إهداء

"وقليل من عبادي الشكور"

"ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحا ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين".

أشكر الله الذي أوصلنا إلى هذه المرحلة وأنعم علينا بعطائه وكرمه.

إلى من قال فيهما سبحانه وتعالى: "ولا تقل لهما أف ولا تنهرهما وقل لهما قولا كريما واحفظ لهما جناح الذل وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا".

إلى من علماني الكفاح وكيف أكون مدرسة للصلاح وسانداني في طريق النجاح إلى منبع الحنان، إلى من حصد الأشواك عن دربي ليمهد لي طريق العلم، ليجعل حياتي كلها أنوار، إلى أغلى ما لدي والدي الكريمين .

إلى أغلى ما أهداني والداي إلى سندي في الحياة ومثلي الأعلى إخوتي: سهام، حسينة، ليندة، أسماء.

إلى سندي الوحيد أخي: وائل

إلى كتاكت العائلة: إسلام، ميساء، جنى، رؤى.

إلى من تقاسمت معها عناء العمل "سهيلة"

إلى كل أصدقائي ورفيقات دربي إلى كل من أحبهم قلبي ولم يدونهم قلبي إلى كل من عرفني من قريب أو

بعيد....

أهدي هذا العمل راجية من الله تعالى أن يجعله نافعا ويلقى النجاح.

أميرة

إهداء

" وآخر دعواهم أن الحمد لله رب العالمين "

الحمد لله حبا وشكرا وامتنانا، الذي بفضلته ها أنا اليوم أنظر إلى حلم طال انتظاره وقد أصبح واقعا أفخر

به

إلى ذلك الرجل العظيم إلى من كان لي عمودي الفقري والذي ساندني بكل حب في ضعفي إلى أول من
انتظر هذه اللحظات ليفتخر بي إلى سندي ومسندي والضوء الذي ينير حياتي

"والدي" أدامك الله ظلا لنا

إلى التي تعجز كل الكلمات عن وصفها إلى التي كانت النور في عتمتي إلى التي كان دعاؤها سر نجاحي
إلى المضحية من أجلي إلى التي تعبت بدون مقابل وتحملت العناء من أجلي

"والدتي" متعها الله بالصحة والعافية

إلى من قال فيهم الله عز وجل في كتابه الكريم "سنشد عضدك بأخيك"

إخوتي " حياة، رمزي، عبد الحليم، خديجة، نسيم"

إلى من تقاسمت معها عناء هذا العمل "أميرة"

إلى كل أصدقائي ورفيقات دربي إلى كل من أحبهم قلبي ولم يدونهم قلبي إلى كل من عرفني من قريب أو

بعيد.....

أهدي هذا العمل راجية من الله تعالى أن يجعله نافعا ويلقى النجاح.

سهيلة

ملخص:

هدفت هذه الدراسة الموسومة بـ "دور صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية في تعزيز الدور الريادي لسوق الأوراق المالية- دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية-" ، إلى التعرف على مدى أهمية صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية في تعزيز الدور الريادي لسوق الأوراق المالية السعودية، حيث تدور إشكالية هذه الدراسة حول: ما مدى مساهمة صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية في تخفيض المخاطر المنتظمة في سوق الأوراق المالية السعودي من الفترة جانفي 2020 إلى مارس 2024 ؟ وللاجابة على هذه الاشكالية الرئيسية اتبعنا المنهج الوصفي والمنهج التجريبي القياسي وقمنا بتقسيم بحثنا إلى فصلين؛ حيث شكل الفصل الأول الاطار النظري للدراسة وركزنا فيه على سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية ومختلف المفاهيم المتعلقة بهما، أما الفصل الثاني فقد اشتمل على تحليل العلاقة بين صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية وسوق الأوراق المالية السعودية، حيث قمنا بدراسة قياسية باستعمال برنامج Eviews12 وذلك من خلال منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL لتحليل العلاقة بين صندوق الرياض للإعمار، صندوق أصول وبخيت للمتاجرة بأسهم السوق الموازية، صندوق التجارة الدولية- سنبله بالريال السعودي- ومؤشر TASI للسوق في المملكة العربية السعودية.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن صندوقي الرياض للإعمار وصندوق التجارة الدولية - سنبله بالريال السعودي- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بينهما وبين مؤشر السوق TASI وبالتالي فهما يتأثران بالمخاطر الغير نظامية، أما بالنسبة لصندوق أصول وبخيت للمتاجرة بأسهم السوق الموازية فإنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بينه وبين مؤشر السوق TASI وبالتالي فهو يتأثر بالمخاطر النظامية.

الكلمات المفتاحية: صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية، ريادة الأعمال، سوق الأوراق المالية، السعودية، الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني

ABSTRACT:

This study, entitled “The Role of Socially Responsible Investment Funds in Enhancing the Pioneering Role of the Stock Market - A Case Study of the Saudi Stock Market,” addressed a topic that received a great deal of attention, considering that socially responsible investment funds are one of the new financial tools for saving, where the problem of... This study is about: To what extent do socially responsible investment funds contribute to reducing systematic risks in the Saudi stock market from the period January 2020 to March 2024? To answer this main problem, we divided our research into two chapters: The first chapter formed the theoretical framework of the study and we focused on the stock market and socially responsible investment funds and various concepts related to them. The second chapter included an analysis of the relationship between socially responsible investment funds and the Saudi stock market, where we conducted a standard study using the Eviews12 program. Through the autoregressive distributed lag (ARDL) methodology to analyze the relationship between the Riyadh Reconstruction Fund, the Osool and Bakhit Fund for Trading Parallel Market Shares, the International Trade Fund - Sunbulah in Saudi Riyals - and the TASI Market Index in the Kingdom of Saudi Arabia.

This study reached several results, the most important of which is that the Riyadh Construction Fund and the International Trade Fund - Sunbulah in Saudi Riyals - there is no statistically significant relationship between them and the TASI market index, and therefore they are affected by unsystematic risks. As for the Osool and Bakhit Fund for trading in parallel market shares, there is a relationship. There is a statistically significant difference between it and the TASI market index, and therefore it is affected by systemic risks.

Keywords: Socially responsible investment funds, entrepreneurship, stock market, Saudi Arabia , Autoregressive time lag.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	البسمة
	شكر وتقدير
	الإهداء
	فهرس المحتويات
	فهرس الجداول والأشكال والملاحق
أ	مقدمة عامة
	الفصل الأول: الإطار النظري لصناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية
06	تمهيد
07	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية
07	المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
10	المطلب الثاني: خصائص وأهمية سوق الأوراق المالية
13	المطلب الثالث: تقسيمات سوق الأوراق المالية
16	المطلب الرابع: أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
21	المطلب الخامس: أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في سوق الأوراق المالية
23	المطلب السادس: ريادة الأعمال في سوق الأوراق المالية
28	المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية
28	المطلب الأول: ماهية صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية
30	المطلب الثاني: خصائص وأهمية صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية
32	المطلب الثالث: مبادئ وأساليب الاستثمار المسؤول اجتماعيا
36	المطلب الرابع: استراتيجيات الاستثمار المسؤول اجتماعيا
37	المطلب الخامس: معايير اختيار الاستثمار المسؤول اجتماعيا

فهرس المحتويات

39	المبحث الثالث: الدراسات السابقة
39	المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية
41	المطلب الثاني: الدراسات باللغة الاجنبية
43	المطلب الثالث: مقارنة بين الدراسات
46	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: دراسة قياسية للعلاقة بين صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية وسوق الأوراق المالية
50	تمهيد
51	المبحث الأول: تقديم لعينة من صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية في السوق السعودي
51	المطلب الأول: صندوق الرياض للإعمار
54	المطلب الثاني: صندوق أصول وبخيت للمتاجرة بأسهم السوق الموازية
56	المطلب الثالث: صندوق تمويل التجارة الدولية (السنبلة)
59	المبحث الثاني: تحليل العلاقة بين صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية و سوق الأوراق المالية السعودي
59	المطلب الأول: تجميع وتمثيل البيانات الاحصائية
61	المطلب الثاني: التحليل الإحصائي الوصفي للمتغيرات
63	المطلب الثالث: استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات
68	المطلب الرابع: تقدير نموذج ARDL
76	خلاصة الفصل
78	خاتمة عامة
82	قائمة المصادر والمراجع
89	قائمة الملاحق

فهرس الجداول والأشكال والملاحق

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	مقارنة بين الدراسات	45
02	نتائج التحليل الإحصائي الوصفي للمتغيرات محل الدراسة	61 - 62
03	اختبار جذر الوحدة للمتغير مؤشر صندوق إعمار XI	66
04	اختبار جذر الوحدة للمتغير مؤشر صندوق سنبلة XS	67
05	اختبار جذر الوحدة للمتغير مؤشر صندوق بخيت XB	68
06	اختبار جذر الوحدة للمتغير مؤشر السوق تاسي YT	69
07	فترات التباطؤ المثلى لنموذج ARDL	71
08	نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك The Bound Test	73

الصفحة	اسم الشكل	رقم الشكل
16	تقسيمات سوق الأوراق المالية	01
21	أنواع المشتقات المالية	02
38	استراتيجيات الاستثمار المسؤول اجتماعيا	03
59	التمثيل البياني لمؤشر صندوق سنبله خلال الفترة 2024-2020	04
60	التمثيل البياني لمؤشر صندوق بخيت خلال الفترة 2024-2020	05
60	التمثيل البياني لمؤشر صندوق إعمار خلال الفترة 2024-2020	06
61	التمثيل البياني لمؤشر السوق TASI خلال الفترة 2024-2020	07
64	التمثيل البياني للمتغيرات محل الدراسة	08
74	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي	09

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
89	البيانات الأسبوعية للصناديق ومؤشر تاسي بين عامي 2020 و2024	01

مقدمة عامة

باعتبار سوق الأوراق المالية أحد أهم أسواق النشاط الاقتصادي، الذي تتدفق منه رؤوس الأموال من الجهات التي لديها فائض في الموارد المالية إلى الجهات التي تعاني من نقص وعجز منها مقابل توفير عائد مادي معقول، فإن دورها لا يتوقف عند جميع الأموال وتوجيهها إلى القطاعات ذات الأولوية فحسب، بل في دمج الممارسات البيئية والاجتماعية وممارسات الحوكمة الجيدة لضمان التأثير الإيجابي للاستثمارات، حيث تعتبر المسؤولية الاجتماعية للشركات من أهم العناصر المكونة لسمعة الشركات من أجل تقديم خدمة اجتماعية وفعالة وتعزيز السمعة العامة للشركة، ومن جانب آخر فإن الاستثمار في النشاط الاجتماعي والأخلاقي من يعزز قيمة الشركة في السوق المالي.

لقد جذب الاستثمار المسؤول اجتماعيا تدفقات متنامية بوتيرة سريعة من الأصول، وأنشأ نماذج جديدة لتقييم أداء الصناديق، كما أسهمت تيارات مختلفة في تناميها منها مجتمع الاستثمار الأخلاقي والمسؤول اجتماعيا، التي حاولت نقل القيم الاجتماعية والبيئية إلى أسواق الأسهم العالمية، أما عمليا فمثل هذا الاستثمار اندمجا بين مبادئ الإدارة القادمة واتجاه النزعة الاخلاقية الأكثر حداثة، حيث يقوم الأفراد بدمج معتقداتهم الشخصية ضمن قراراتهم الاستثمارية.

تعتبر صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية إحدى الأدوات المالية الجديدة للادخار، حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها بالنيابة في سلة من الأوراق المالية المختلفة من خلال إدارة فنية متخصصة، فوجود صناديق الاستثمار الناجحة يشجع المدخرين و خاصة الصغار منهم على التعامل في سوق الأوراق المالية، وتلعب صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية دورا هاما كوسيلة فعالة لتجميع المدخرات والتمويل، حيث أصبح بالإمكان اللجوء إليها لتلبية احتياجاتها من التمويل من جهة وتوجيه السيولة الموجودة لديها من جهة ثانية بطرحها في شكل أصول مالية، مما يؤدي إلى زيادة حركية وتفعيل أسواق الأوراق المالية.

أولاً: إشكالية الدراسة

يعتبر الاستثمار المسؤول اجتماعيا نقطة تحول في الفكر الاستثماري الحديث خاصة وأنه ساهم في إعادة تشكيل أسواق الأوراق المالية وتحقيق عوائد مالية مضبوطة، وذلك بإدراج العوامل البيئية والاجتماعية و المتعلقة بالحوكمة المؤسسية، وعلى ضوء ما سبق يمكن صياغة إشكالية الدراسة على النحو التالي:

ما مدى مساهمة صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية في تخفيض المخاطر النظامية في سوق الأوراق المالية السعودي من الفترة جانفي 2020 إلى مارس 2024 ؟

وللإجابة على هذه الاشكالية يمكن أن نطرح الأسئلة الفرعية التالية:

- هل يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين صندوق الرياض للإعمار ومؤشر TASI لسوق الأوراق المالية؟
- هل يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين صندوق أصول وبخيت للمتاجرة بأسهم السوق الموازية ومؤشر TASI لسوق الأوراق المالية؟

- هل يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين صندوق تمويل التجارة الدولية (السنبلة- بالريال السعودي) ومؤشر TASI لسوق الأوراق المالية؟

ثانيا: فرضيات الدراسة

للإجابة على التساؤل الرئيسي والتساؤلات الفرعية تقدمنا بإجابات مؤقتة للدراسة والمتمثلة في:
الفرضية الرئيسية: تساهم صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية في تخفيض المخاطر النظامية في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة من جانفي 2020 إلى مارس 2024 بشكل متفاوت حسب نشاط كل صندوق.

الفرضيات الفرعية:

الفرضية الفرعية الأولى:

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين صندوق الرياض للإعمار ومؤشر TASI لسوق الأوراق المالية.

الفرضية الفرعية الثانية:

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين صندوق أصول وبخيت للمتاجرة بأسهم السوق الموازية ومؤشر TASI لسوق الأوراق المالية.

الفرضية الفرعية الثالثة:

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين صندوق تمويل التجارة الدولية (السنبلة- بالريال السعودي).

ثالثا: أهمية الموضوع

تكمن أهمية الموضوع في أهمية صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية ودورها في تعزيز الدور الريادي لسوق الأوراق المالية، فصناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية توفر فهما شاملا لكيفية تحقيق التوازن بين العوائد المالية والأثر الاجتماعي الإيجابي، مما يجعلها أداة قيمة لتحقيق الاستدامة والمسؤولية الاجتماعية في المجال المالي، كما تساهم في تعزيز الدور الريادي لسوق الأوراق المالية، من خلال تشجيع الاستثمارات المستدامة وتحسين الشفافية وتعزيز الابتكار المالي، مما يساهم في تحقيق اقتصاد مستدام ومسؤول.

رابعا: أهداف الدراسة

- عرض أهم المفاهيم المتعلقة بأسواق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية وزيادة الاعمال في السوق السعودي؛

- توضيح أهمية ومكانة صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية في السوق المالي؛

- التعرف على مدى أهمية صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية في تعزيز الدور الريادي لسوق الأوراق المالية السعودية.

خامسا: منهج الدراسة

- لمعالجة مشكلة البحث وإثبات صحة الفرضيات المتبناة من عدمها تم الاعتماد على عدد من أدوات التحليل العلمي التي تمثل في مجموعها منهجا عاما مترابطا لهذه الدراسة وتتمثل فيما يلي:
- المنهج التاريخي: حيث أشرنا إلى التطور التاريخي لكل من أسواق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية.
 - المنهج الوصفي: لتغطية الجانب النظري لسوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية وكذا عينة من هذه الصناديق.
 - المنهج التجريبي القياسي: من خلال منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL وذلك من خلال برنامج Eviews12 من أجل معرفة تأثير صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية ومؤشر السوق تاسي TASI خلال الفترة جانفي 2020 إلى غاية مارس 2024.

سادسا: دوافع اختيار الموضوع

وقع الاختيار على هذا الموضوع انطلاقا من الدوافع التالية:
أسباب ذاتية:

- رغبتنا في البحث والاستطلاع في موضوع صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية ودورها في تعزيز سوق الأوراق المالية؛
 - قلة الأبحاث عن هذا الموضوع؛
 - طبيعة اختصاصي في الإدارة المالية.
- أسباب موضوعية:

- نمو وانتشار صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية في الساحة الاقتصادية؛
- تعدد سوق الأوراق المالية السعودية من أكبر أسواق الدول العربية؛
- تتوفر سوق الأوراق المالية السعودية على نظام تداول إلكتروني من شأنه الرفع من كفاءة نظام المعلومات في السوق.

سابعا: حدود الدراسة

الحدود المكانية: تمت دراستنا حول سوق الأوراق المالية السعودي وذلك لأنه يعد من أكبر الأسواق المالية العربية والإسلامية ويحتل مكانة هامة ضمن أكبر الأسواق المالية العالمية.

الحدود الزمنية: تم إجراء دراسة حول صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية في الفترة الممتدة من جانفي 2020 إلى غاية شهر مارس من السنة الحالية 2024، وقد تم اختيار هذه الفترة لتوفر الاحصائيات فيها.

ثامنا: تقسيم الدراسة

من أجل الإحاطة بكل جوانب الموضوع قسمنا هذه الدراسة إلى فصلين:

حيث تناول الفصل الأول الاطار النظري لسوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية وتم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث فالأول جاء بمفاهيم حول سوق الأوراق المالية والثاني بمفاهيم حول صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية، أما المبحث الثالث فتناولنا فيه الدراسات السابقة الخاصة بمتغيرات الموضوع.

أما الفصل الثاني كان للدراسة التطبيقية وتم تقسيمه إلى مبحثين، فالمبحث الأول كان تقديم لعينة من صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية، أما المبحث الثاني فقمنا فيه بتحليل العلاقة بين صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية وسوق الأوراق المالية السعودي.

الفصل الأول:

الاطار النظري لصناديق

الاستثمار ذات المسؤولية

الاجتماعية

تمهيد

في عالم يتسارع فيه نحو الاستدامة والمسؤولية الاجتماعية، أصبح سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية أكثر أهمية من أي وقت مضى. تعتبر هذه السوق والصناديق محركا للتنمية المستدامة والتغيير الاجتماعي الايجابي، حيث تتمحور استراتيجيات الاستثمار حول تحقيق الأرباح المالية بجانب تعزيز العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة. تلعب الشركات والمستثمرين دورا حيويا في دفع عجلة التغيير نحو الاستدامة، مما يعكس الاهتمام المتزايد بالقضايا الاجتماعية والبيئية في جميع أنحاء العالم. تعتمد صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة لتحديد الشركات المؤهلة للاستثمار، حيث ترتبط صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية بسوق الأوراق المالية من خلال استثمار أموال المستثمرين في الأسهم والسندات و الأصول المالية الأخرى المتوفرة في السوق. تحاول هذه الصناديق أن تكون قوة دافعة لتغيير الاجتماعي والبيئي من خلال توجيه رؤوس الأموال نحو الشركات التي تلتزم بالمعايير الاجتماعية والبيئية والحوكمة.

على هذا الأساس يتم تقسيم هذا الفصل إلي المباحث التالية:

المبحث الأول: الاطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية؛

المبحث الثاني: ماهية صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية ؛

المبحث الثالث: الدراسات السابقة.

المبحث الأول:

الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية.

سوق الأوراق المالية يعد من الركائز الأساسية لأي اقتصاد حديث. فهو يوفر منصة تجمع بين المستثمرين والشركات، مما يسهل عملية تداول الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى، هذا التبادل لا يساعد فقط في تمويل الشركات ودعم نموها، بل يتيح أيضا للمستثمرين فرصة لتحقيق أرباح من خلال الاستثمار في تلك الشركات، وعليه سيتم تناول هذا المبحث من خلال التطرق للنقاط التالية:

المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.

إن الأسواق المالية ليست بحديثة النشأة إلا أنها اتخذت هذا الشكل بعد العديد من التطورات والمراحل التي بها، وعليه سنحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى مفهوم والنشأة ومن ثم إلى الأهمية، وكذا الخصائص والأهداف.

الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية.¹

ارتبط الأسواق المالية تاريخا بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم لاسيما إقبال الحكومات على الاقتراض، ليخلق حركة قوية لتعامل بالصكوك المالية والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بتلك الصكوك في بادئ الأمر على قارعة الطبق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أمكنة خاصة والتي أصبحت تعرف فيها بعد بأسواق الأوراق المالية، ففي فرنسا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية سنة 1724 بموجب أمر ملكي، وفي بريطانيا استقرت أعمال البورصات للأوراق المالية في أوائل القرن 19 ميلادي، في مبنى خاص أطلق عليه اسم royal exchange أما في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1824 فقد أخذت مقرا لها في الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه هذه المعاملات في السابق وهو "ول ستريت".

غير أن مصطلح البورصة يعود إلى القرن الخامس عشر ميلادي، أين كان التجار القادمين من فلورنسا يجتمعون في فندق يملكه أحد الصيارفة لمدينة بروج البلجيكية المعروفة باسم VANDER BOURWS والذي كان يقيمه التجار من كافة المناطق حيث كانت مختلفة المعاملات القائمة فيها بينهم تتم في شكل عقود وتعهدات مبنية على أساس الثقة المتبادلة وبصورة دورية ومنظمة.

¹ - عائشة حيمود، هاجر حيمورة، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الناشئة، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص تمويل التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8ماي 1945، قالمة، سنة 2015/2016، ص 03.04.

وعلى هذا كانت البورصة وليدة هذه المعاملات ليكون لها دورا أساسيا في تطور اقتصاد الدول الكبرى من المرحلة الزراعية إلى الصناعية، حيث لاقت في أكثر بلدان العالم تنظيما قانونيا يجعلها أداة فعالة في تطوير البلاد اقتصاديا.

في حين أن هذا الدور الفعال مازال مجهولا تقريبا في الدول النامية، إذ ما تزال رؤوس الأموال بعيدة عن التداول في نطاق عمليات البورصة ومازال الناس ينظرون إليها بنوع من عدم الثقة.

الفرع الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية.

قبل عرض مختلف التعاريف لسوق الأوراق المالية تجدر الإشارة الى تعدد المصطلحات الدالة على هذا السوق، إذ يسميها البعض بورصة الأوراق المالية وتنتقد هذه التسمية كون البورصة جزء من سوق الأوراق المالية. ويسميها البعض الاخر بسوق الاسهم لكن هذه التسمية غير مرنة وغير جامعة لأنها لا تسمح بتداول سوى الاسهم في حين سوق الأوراق المالية يتم تداول مختلف الأوراق المالية طويلة ومتوسطة الاجل كالأسهم والسندات وغيرها. ويذهب جانب آخر الى تسميتها بسوق رأس المال، لكن هذه التسمية عموما في سوق الأوراق المالية هو جزء من رأس المال.

التعريف الأول: سوق الأوراق المالية هي سوق تجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق من خلال قنوات خلال قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين.¹

التعريف الثاني: يعرف عصام حسين، سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمر من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العامة في هذا المجال ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال أدى هذا إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق.²

التعريف الثالث: تعرف سوق الأوراق المالية على أنها أماكن اجتماع تجري فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين

¹ - سامية عفون، دور الوساطة في تنشيط سوق الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص مالية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ، ميلة، سنة 2012/2013، ص 05.

² - أشواق سليمان، أثر عمليات الاندماج والاستحواذ على تطور سوق الأوراق المالية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحفيظ بوصوف، ميلة، 2015/2016، ص 61.

في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع.¹

التعريف الرابع: سوق الأوراق المالية كأي سوق أخرى، لآكن سلعته الأساسية هي للأوراق المالية (الأسهم والسندات وغيرها) وهذه السوق هي مكان مخصص لبيع وشراء الأوراق المالية من الأسهم والسندات وتوجيه مدخرات الأفراد نحو الاستثمار، وتؤدي عددا من الوظائف الاقتصادية العامة والضرورية، فالشركات خاصة الكبيرة تحتاج إلى مصادر تمويل هائلة حتى يمكنها القيام أيضا بوظائفها وعليه فسوق الأوراق المالية تلعب هذا الدور الحيوي، حيث تسهل عملية الاتصال بين البائعين للأوراق المالية والمشتريين لها من جمهور المستثمرين.²

التعريف الخامس: كما يطلق في بعض الأحيان على سوق الأوراق المالية بمصطلح البورصة، ويطلق عليها أيضا بالسوق المالية إذا سميت بدون تحديد، وفي هذه الحالة تكون السوق المالية بصدد مفهومها الضيق. وتتكون سوق الأوراق المالية من سوقين رئيسيين السوق الأولية والسوق الثانوية، بحيث لا تقل درجة أهمية الأولى عن الثانية، فضلا عن هذه الأهمية فإن كلاهما يقومان بوظائف اقتصادية ترمي إلى حشد المدخرات، ثم ضخها في التمويل طويل الأجل للمشروعات الإنتاجية الكبرى.³

التعريف السادس: هي أسواق يقوم فيها المتداولون ببيع وشراء سلق القابلة لتداول مثل الأسهم والسندات والمشتقات المالية ومع التثبيت المستمر للأسعار، حيث الأطراف المعنية تحتاج إبن لتجارة في هذه السوق، ويتم إبرام جميع العقود بموجب نفس الحكم.⁴

ومنه نستنتج: سوق الأوراق المالية هي المكان التي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات والسلع المالية الأخرى. يعتبر سوق الأوراق المالية بمثابة نظام تبادل يتيح للمستثمرين والشركات والمؤسسات التجارية عرض أوراقها المالية والتعامل بها. يتم تنظيم السوق المالية عادة من قبل هيأت الرقابة والمنظمات المالية مثل البورصة والهيئات الرقابية في كل بلد.

¹ - دلال بن سميينة، جهاد بوضياف، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ، المجلد03، العدد01، جامعة محمد خيضر، بسكرة، سنة 2017، ص 214.

² - بلال شيخي، تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية واقع وآفاق، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010/2011، ص 31.

³ - عبد الحفيظ خزان، الأسواق المالية الناشئة في الدول النامية، مجلة الاقتصاد الصناعي، ، المجلد07، العدد03، جامعة الشهيد حمدة لخضر الوادي، 2017، ص95.

⁴ - Max Pianck, Stock Exchange Law: **Concept, History, challenges**, Virginia Law & Business Review, volume7, Number 3, P 516.

المطلب الثاني: خصائص وأهمية سوق الأوراق المالية .

إن خصائص سوق الأوراق المالية تلعب دورا محوريا في أهمية السوق وفعاليته

الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية.

هناك عدد من الخصائص التي تتميز بيها أسواق الأوراق المالية عن باقي الأسواق الأخرى منها:¹

- سوق الأوراق المالية يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل ويكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة على أجل طويل؛
- الاستثمار في رؤوس الأموال يعتبر عائدا ويهتم المستثمرين بالدخل أكثر من اهتمامهم بالسيولة والأرباح الموزعة والمخاطر التي يتعرض لها رأس المال؛
- التداول في هذا السوق يتم بتوفير المناخ الملائم وكذلك المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛
- الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقلها سيولة في الاستثمار السوق النقدي لأن أدوات الاستثمار فيه طويلة الأجل، مما يحتمل مخاطرة سوقية أو سعرية وتنظيمية مختلفة؛
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة؛
- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات، فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق الأوراق المالية بأنها تتميز عن غيرها من غيرها من الأسواق السلع، بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت؛
- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوي، يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه كي يتم تنشيط الاستثمار فيه وكذلك توفير سيولة نقدية ملائمة للأوراق المالية طويلة الأجل مما يزيد سرعة تداولها؛
- تتسم سوق الأوراق المالية بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقواعد قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية؛

بالإضافة إلى:²

¹ - صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر العاصمة، جامعة الجزائر 3، سنة 2011/2012، ص 83.

² - دلال بن سميثة، جهاد بوضياف، مرجع سبق ذكره، ص 215 .

- يتم التداول في سوق الأوراق المالية من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة والكفاءة في الشؤون المالية؛
- توفير المعلومات الضرورية للمستثمرين وتتيح مجالات واسعة للاستفادة من فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم؛
- نظرا للمرونة التي تتميز بها السوق وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأوراق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع كونها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة، وقد اتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من هذا العالم في نفس الوقت؛
- تتميز أسواق الأوراق المالية مقارنة مع الأسواق الأخرى بمرونة كبيرة وقدرة على التكيف مع المتغيرات، فتخفيض كمية النقود في الاقتصاد مع رفع أسعار الفائدة يمكن أن يؤدي إلى اجتذاب رؤوس الأموال من الخارج بسرعة كبيرة، وبالتالي تحسن سعر صرف العملة بشكل فوري، بينما تغير المراكز التنافسية في الأسواق السلعية الدولية يتطلب وقتا طويلا (يمتد إلى سنوات) لتظهر نتائج كاملة لأن المنتجين يحتاجون إلى فترة من الوقت لدراسة أسواق جديدة وتوسيع طاقاتهم الانتاجية.¹

الفرع الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية.

- تلعب سوق الأوراق المالية دورا هاما في النهوض بالمستوى الاقتصادي، ولسوق الأوراق المالية وظائف اقتصادية متعددة سواء للمستثمر الفرد أم للاستثمار الجماعي أم للاقتصاد الوطني ككل، وفي ما يأتي عرض لأهمية سوق الأوراق المالية:²
- تمثل سوق الأوراق المالية حلقة وصل بين المدخرين من أفراد ومؤسسات ادخارات مختلفة وبين المشروعات والشركات الإنتاجية؛
- تلعب سوق الأوراق المالية دورا هاما في توفير السيولة للمستثمرين الذين قاموا باقتناء الأوراق المالية من السوق الأولية، فهؤلاء لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها للأبد ولا يمكنهم في الوقت نفسه استرداد قيمتها من الشركة المصدرة قبل انتهاء مدتها وحلها، فإذا لم توجد السوق الثانوية، ما كان السوق الأولية أن تؤدي دورها بكفاءة؛
- توفر سوق الأوراق المالية فرصة مناسبة أمام المستثمرين في الأوراق المالية للانسحاب من استثماراتهم في الأوراق المالية بإقناع مستثمر آخر ليحل محله. وعلى الرغم من أن هذه الميزة لسوق الأوراق المالية لا

¹ - عبلة بلنقرة، واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر وسبل تطويرها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، اقتصاد مالي وتقنيات كمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2020/2021، ص 22.

² - عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت لبنان، 2009، ص، ص 33-36.

تضيف مصادر تمويله جديدة، إلا أنها تؤدي إلى تسهيل خروج شخص من استثمار قائم ودخوله إلى استثمار جديد، ومعنى ذلك أن كمية الأموال المستثمرة لا تنقص، فتأكد المستثمرين من وجود سوق مستثمر ومشتريين دائمين للأوراق المالية، يشجعهم على دخول السوق الأولية، وعدم التردد في شراء الأوراق المالية منها؛

- سوق الأوراق المالية كسوق مستثمر تساعد المستثمر على سرعة إتمام عمليات البيع والشراء للصكوك علاوة على أنها تساهم في معرفة الأسعار أولاً بأول لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب بشأن التعاملات ولا سيما أن المعلومات تطرح في سوق الأوراق المالية لدى الكافة، فهي تقوم بدورها كأداة لجمع المعلومات والإعلان عنها بصور يومية أو أسبوعية أو شهرية، وفي صورة تقارير سنوية أيضاً، ويترتب على التقاء أعداد كبيرة من العروض بأعداد كبيرة من الطلبات، تحديد سعر عادل للأوراق المالية محل التداول في السوق وهو ما يطلق عليه لفظ تقييم الأصول؛

- تلعب سوق الأوراق المالية دوراً لا يمكن تجاهله في إعادة بناء القطاعات الصناعية عن طريق العروض العامة والتكامل بين الشركات؛

- كما تؤدي سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية بالنسبة للجهات المصدرة وجمهور المستثمرين و المدخرين، فالشركات و الهيئات المصدرة للأوراق المالية تحصل على ما تلزمه من موارد مالية لتحويل استثماراتها عند تأسيسها، أو عند زيادة رأسمالها والتوسع في نشاطها أيضاً، وبفضل السوق، تكون الإصدارات الجديدة عن زيادة رأس المال منخفضة التكاليف، وذلك لأن سعر السهم في السوق يتحدد على أساس المعلومات المتاحة للمتعاملين عن الشركة المصدرة ومركزها المالي؛

بالإضافة إلى:¹

- توفير تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار تسمح لكل مستثمر اختيار الوجهة المناسبة من حيث الأداة الاستثمارية، التكلفة، العائد والمخاطر؛

- تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية عن طريق العرض والطلب؛

- تلعب سوق الأوراق المالية دوراً كبيراً في خلق السيولة، إذ تؤثر سوق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية حيث تحتاج العديد من الاستثمارات المربحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال لكل المستثمرين خاصة حملة الأسهم.

¹ - سمية بلعبيدي، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة 2، قسنطينة، 2013/2014، ص 13.

المطلب الثالث: تقسيمات سوق الأوراق المالية.

تنقسم سوق الأوراق المالي بدورها إلى عدة أقسام :

الفرع الأول: السوق الأولية.

يطلق على السوق الأولية سوق الإصدارات، وهي ذلك الجزء من سوق رأس المال الذي يتم فيه بيع وشراء الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي تطرح لأول مرة، ومن هذه السوق تحصل الجهة المصدرة (شركات وحكومات) على الموارد المالية لتمويل الاستثمارات أو لتمويل العجوزات عن طريق ما تصدره من أصول (أوراق) مالية، وبذلك تكون السوق الأولية بمثابة سوق الاستثمار الحقيقي للمصدر، وسوق الاستثمار المالي للمستثمر الذي اشترى الورقة المالية.

كما يمكن تعريف السوق الأولية بأنها السوق التي تخلقها مؤسسة متخصصة كوسيط مالي، تعرض فيها للجمهور لأول مرة أوراقا مالية أصدرتها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية، أو قد يكون هذا الوسيط بنكا تجاريا (كما هو الحال في الدول التي تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر) أو أحد بنوك الاستثمار/ أو أي وسيط مالي يتعامل بالأوراق المالية.¹

الفرع الثاني: السوق الثانوية.

يقصد بالسوق الثانوية أو سوق التداول، السوق الذي تتداول فيه الأسهم والسندات بعد إصدارها، بمعنى آخر هي تلك السوق التي يتم فيها التعامل على الأسهم والسندات التي تم إصدارها ويكون تداولها بين المستثمرين. تقوم المؤسسات المالية بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة. وأهم ما يلاحظ على هذه السوق أن ناتج عملية بيع هذه الأوراق المالية لا يذهب إلى الجهة التي أصدرتها بل يذهب إلى حاملي هذه الأوراق، لأنهم يتحملون الخسارة في حالة انخفاض سعر بيع الورقة المالية عن سعر شرائها، ويتحصلون على الأرباح في حالة ارتفاع سعر بيعها عن سعر شرائها. كما أن هناك ارتباط وثيقا بين كل من السوق الثانوية والسوق الأولى، فلولي السوق الثانوية لتأثره السوق الأولية من خلال إحجام الأفراد عن الاكتتاب في الأوراق المالية المصدرة حديثا، وفي المقابل لا يمكن أن يكون هناك سوق ثانوية ما لم يكن هناك سوق أولى، لأنه المورد الأساسي له من الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية.²

ويمكن تقسيم هذا السوق إلى نوعان:

¹ - رفيق شرياق، أسواق الأوراق المالية، مطبوعة بيداغوجية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، ص 02.

² - عبد القادر بن عيسى، حتمية تكامل أسواق الأوراق المالية العربية في ضوء المتغيرات الراهنة وأثرها في تنشيط الاستثمار في الأدوات المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر -3-، الجزائر، 2018/ 2019، ص 8.

أولاً: الأسواق المنظمة.

هي تلك الأسواق التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة توالي تحدد أسعارها من خلال المزاد لأن التعامل يجرى في مكان مادي محدد من أمثلتها بورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة نيويورك للأسهم (new york stock exchange (nyse وهي أكبر سوق للأوراق المالية في العالم والتي يطلق عليه أحياناً بالمجلس الكبير حيث تتعامل في حوالي 80 بالمئة من الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بالولايات المتحدة، مع ملاحظة أن هناك شروط لتسجيل الأسهم في البورصة تتعلق بأرباح الشركات وحجم أصولها والحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب العام. وبمجرد استيفاء الشركة لتلك الشروط فإنها تحصل على موافقة لجنة الأوراق المالية والبورصة كما أنه يتعين على الشركة المقيدة بالبورصة نشر التقارير المالية الخاصة بها.¹

ثانياً: الأسواق الغير منظمة.

هي أسواق عرفية ليس لها إطار مؤسسي، أو هيكل تنظيمي محدد، وتمثل بيوت السمسرة والوساطة والمؤسسات المالية المنشورة جغرافياً، حدود هذه السوق يتداول بها الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنظمة، وتشكل عملية التفاوض بين البائع والمشتري أساس آلية التسعير، كما يطلق عليها اسم السوق الموازية.²

ويتواجد داخل السوق الغير منظمة نوعان من الأسواق:

1- السوق الثالث:

هو سوق غير منظم، تتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة ولكن ما تجدر الإشارة إليه هنا أن هذه السوق الثالثة هي سوق غير رسمية يتم التعامل فيها على أوراق مالية مقيدة في السوق المنظمة. والسبب في قيام هذا النوع هي الصعوبات التي غالباً ما تقابل المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة في أسواق الأوراق المالية.³

2- السوق الرابع:

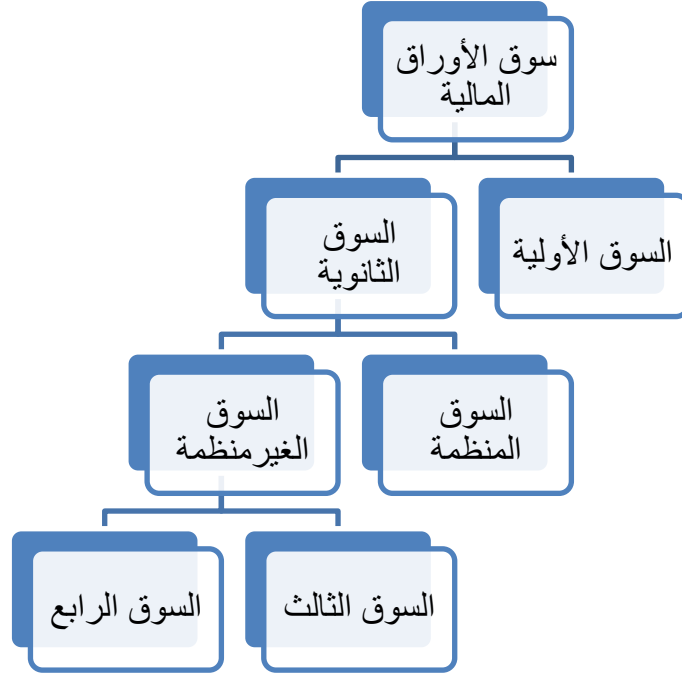
¹ - عبد الله غانم، عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 8، العدد 11، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016، ص 82.

² - إيمان رحال، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية لتمويل مشاريع النمو الاقتصادي، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المجلد 10، العدد 01، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2016، ص 65.

³ - هند دلّاح، مريم فنور، دور الاسواق المالية في تمويل المؤسسات السياحية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف، ميلة، سنة 2018/2019، ص 11.

هو سوق أوراق مالية غير منظم (تتم الصفقات خارج السوق المنظمة) وهو بذلك يشبه السوق الثالث غير أن التعامل فيه يتم بطريقة الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء (أي دون اللجوء إلى أعضاء بيوت السمسرة) وذلك عن طريق شبكة اتصالات قوية، وبالتالي فهذا السوق هو استراتيجية لتخفيض إضافي في تكاليف وعمولات التعامل بالأوراق المالية.¹

الشكل رقم(01): تقسيمات سوق الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبتين

¹ - أشواق سليمان، مرجع سبق ذكره، ص69.

المطلب الرابع: أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية تتمثل في الأسهم والسندات والمشتقات المالية:

الفرع الأول: الأسهم

1/ تعريف الأسهم: وتمثل الملكية في الشركات التي تقوم بطرحها وبيعها في السوق المالي عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى التمويل إضافي من الملكية لتمويل توسعاتها الاستثمارية، كذلك يمكن للمستثمرين إعادة بيعها بانتظام سواء بغرض الحصول على نقدية أو لتعديل محافظ استثماراتهم.¹

ويمكن التمييز بين نوعين من الأسهم:

الاسهم العادية: وهي الأسهم التي تتساوى في قيمتها وتخول حاملها حقوق متساوية وتتمثل خصائصها في النقاط التالية:²

- الأسهم العادية تمثل ملكية لشركة ولا تعتبر التزام واجب السداد؛
 - الأسهم العادية ليس لها تاريخ استرداد أو استحقاق ولا يجوز للجهة المصدرة لها بإعادة شرائها من مساهميها؛
 - الأسهم العادية لا يجوز مطالبة الشركة بتسديد قيمتها إلا عند التصفية، وبالتالي يحق لجميع حملة الأسهم المشاركة في متحصلات التصفية؛
 - الأسهم العادية قابلة لتداول في البورصة، وبالتالي إمكانية انتقال ملكيتها من مساهم إلى آخر كما يجوز أن تصدر الشركة أسهم جديدة إذا رغبة في زيادة رأس مالها.
- يرتبط عدد الأسهم التي يمتلكها المستثمر بقدرتها على التأثير في قرارات الشركة، من خلال حقه في التصويت على تلك القرارات.³

الأسهم الممتازة: هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية ولكنه يخلف عن السهم العادي في عدة نقاط وهي:⁴

¹ - محمد أحمد عبد النبي، الأوراق المالية (الأصول العلمية والتحليلية الأساسية)، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، كلية الدراسات العليا القاهرة، 2009، ص 58.

² - جميلة بوشلوح، هبة زيماموش، الأسواق المالية كآلية فعالة في تمويل الاستثمارات، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف، ميلة، 2017/2018، ص 75.

³ - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، صفحة 123.

⁴ - رشيد بسكاني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005/2006، ص 58.

- إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا ثابتا لا يتغير، فإن السهم الممتاز يشبه السند؛
- إن العائد لا يتغير، فإن سعر السهم الممتاز مستقر نسبيا؛
- حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في التصويت إلا إذا فشلت الشركة في دفع العائد المستحق لهم؛
- حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة قبل حملة الأسهم العادية، ولكنهم يأتون في الدرجة الثانية بعد حملت السندات؛
- السهم الممتاز يعتبر مصدرا دائما للتمويل لا يتطلب تسديد قيمته في تاريخ معين كالسند.

الفرع الثاني: السندات

- 1/ تعريف السندات: هي أدوات دين تطرحها الشركات في السوق المالية لأجل طويلة تتراوح عادة ما بين 5 سنوات و 30 سنة وتعتبرها شركات الأعمال مصدرا أساسيا للتمويل طويل الأجل. وتختلف تلك السندات فيما بينها من حيث قابليتها للاستدعاء ومن حيث الضمانات المقدمة وكذلك من حيث اختلاف درجة مخاطرها.¹
- 2/ خصائص السندات:

تتشرط عموما السندات ببعض الخصائص وبغض النظر عن الجهة المصدرة والتي يمكن حصرها في النقاط التالية:²

- لحامل السند الحق في الحصول على عائد، سواء حققت الشركة أرباحا أو تحملت خسائر ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، ويترتب على العجز عن تسديدها إفلاس الشركة؛
- يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها؛
- تتقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند؛
- إن الفترة الطويلة لتسديد السند تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة، علما أن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص؛
- إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائد يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور.

الفرع الثالث: المشتقات المالية.

¹ - عيسى محمد الغزال، تحليل الأوراق المالية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، 2004، ص 05.

² - راشد عزير، المؤسسة والأسواق المالية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة ابن خلدون، تيارت، 2022/2021، ص، ص، 67، 68.

1/تعريف المشتقات المالية:

التعريف الأول: عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار الأصل المالي بحد ذاته، وكعقد بين طرفين يتضمن تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي انتقال لملكية أصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري.¹

التعريف الثاني: تعريف المجموعة الاستثمارية لنظم المحاسبة القومية

هي أدوات مالية ترتبط بأدوات مالية معينة ومؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الذين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحقاً على الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض ويشمل إدارة المخاطر، والتحوط ضد المخاطر الراجعة بين الأسواق وأخيراً المضاربة.²

1- العقود الآجلة:

تتم هذه العقود بين طرفين هما البائع و المشتري، يتعهد فيها البائع على تسليم أصل معين بكميات معينة بسعر معين في تاريخ معين في المستقبل. وتعتبر من أقدم صور العقود المستقبلية وتمثل اتفاقاً بين طرفين لشراء أو بيع أصل مالي معين أو عيني في وقت لاحق وبسعر يحدد مسبقاً، إذ تتعاقد مؤسسة مالية وشركة أعمال على إتمام الصفقة بسعر معين وبكمية محددة في موعد لاحق.

السائد في التاريخ التسليم فإن المشتري سيحقق مكاسب مساوية لقيمة الفرق بين السعر الجاري في تاريخ التسليم وسعر التنفيذ. أما إذا كان هذا الأخير أعلى من السعر السائد للأصل عند استحقاق العقد فعندئذ سيحقق أرباحاً على حساب المشتري.³

2- العقود المستقبلية:

هي عقود آجلة تم تمييزها، ويمكن تداولها في الأسواق المنظمة على عكس العقود الآجلة. فالعقود المستقبلية هو اتفاق بين طرفيين يلتزم فيه أحدهما بتسليم أصل معين بسعر محدد، مع تحديد تاريخ ومكان الاستلام، ويتم تنفيذ العقود المستقبلية وتسويتها بوساطة طرف ثالث، وهو غرفة المقاصة.¹

¹ - دانيا إبراهيم غيا، دور المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدية تجاه المخاطر المالية ومدى إمكانية تطبيقها في المصارف السورية، مشروع بحث مقدم لنيل شهادة الماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2012/2013، ص 13.

² - إيمان الشايب، هاجر السخري، المشتقات المالية في التشريع الجزائري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في ميدان الحقوق والعلوم السياسية، تخصص قانون الأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2021/2022، ص 5.

³ - فريدة همال، دراسة سلوك أهم مؤشرات الأسواق المالية المتطورة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع اقتصاد كمي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2016/2017، ص 7.

3- عقود الخيار:

يعرف الخيار عادة على أنه الحق في الاختيار بين عدة بدائل، وفي أسواق الأسهم فإن عقد الخيار هو الحق في شراء أو بيع سهم معين بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة، وقيمة عقد الخيار سوف تشتق من الورقة، ويعطي عقد الخيار للمشتري الحق في شراء وبيع عدد من وحدات أصل ما بسعر يحدد لحظة التعاقد على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، مع اعطاء العقد للمشتري الخيار في التنفيذ أو عدم التنفيذ وذلك حسب رغبته على أن يدفع المشتري للمحرر في مقابل حق الخيار مكافأة عند التعاقد، وهي مكافأة غير قابلة للرد وليست جزء من الصفقة.²

4- عقود المقايضة (عقود المبادلات):

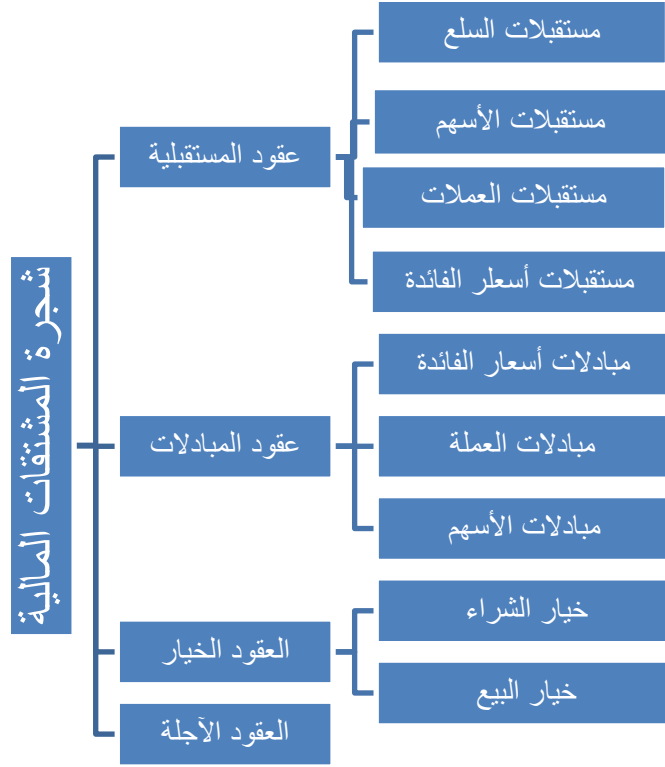
المبادلة هي التزام تعاقدي بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين، مقابل تدفق أو أصل آخر بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ في تاريخ لاحق.³

الشكل رقم (02): أنواع المشتقات المالية

¹ - عبد الكريم قندوز، المشتقات المالية، صندوق النقد العربي، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 38، 2022، ص 12.

² - آية لبرش، مروة عوار، الآليات الحديثة لتداول المشتقات المالية غير المدرجة في البورصة كآلية للحد من الأزمات المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقدي وبنكي، كلية الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2020/2019، ص 28.

³ - نورين بومدين، محاضرات في الهندسة المالية، موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حبيبة بن بوعلي، الشلف، السنة 2021، ص 48.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المراجع السابقة

المطلب الخامس: أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في سوق الأوراق المالية.

هناك العديد من المؤشرات الاقتصادية التي يجب على المستثمر أن يراقب تغيراتها بدقة من أجل أن يتنبأ بمستقبل مؤشرات سوق الأوراق المالية (اتجاه السوق)، وبهذه سوف نتناول عدد من المتغيرات ولاسيما ذات الصلة المباشرة بالأسواق المالية كالتالي:

الفرع الأول: الناتج المحلي الإجمالي.

هو إجمالي المخرجات (السلع والخدمات) التي ينتجها اقتصاد معين خلال مدة معينة، ويستخدم الاقتصاديون الناتج المحلي الإجمالي لقياس إجمالي مخرجات تلك الدولة، حيث يعبر عن القيمة النقدية لجميع المنتجات والخدمات النهائية التي أنتجت داخل حدود الدولة خلال مدة زمنية معينة عادة ما تكون سنة.¹

هناك عدة مفاهيم لناتج المحلي الإجمالي نستعرض أهمها:²

- الناتج المحلي الإجمالي يلخص النشاطات الاقتصادية التي قام بها المجتمع خلال فترة زمنية معينة غالباً تكون مدة سنة؛
- الناتج المحلي الإجمالي يلخص ما تحصلت عليه عوائد نتيجة مساهمتها في الانتاج المحلي؛
- الناتج المحلي الإجمالي يعتبر مؤشر اقتصادي هام يمكن استخدامه للتحليلات الاقتصادية ووضع الخطط والسياسات التنموية ومعرفة توجهات الاقتصاد الحالية.

الفرع الثاني: عرض النقود.

يمثل عرض النقود المتداولة في الاقتصاد وتقوم عرض النقد وتحليله يساعد الاقتصاديين وصانعي السياسات إذ نغير السياسات الحالية عن طريق زيادة أو تخفيض العروض من النقود وان عرض النقد مهم إذ يؤثر على دوره في الاعداد ومن تم على الاقتصاد ويعرف عرض النقد بأنه الكمية المعروض من النقود المتداولة لشراء السلع والخدمات.³

الفرع الثالث: تغيرات سعر صرف العملة.

¹ - آيات حسين علي الخفاجي، أثر بعض المتغيرات النقدية على أداء الاسواق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، 2016، ص26.

² - زهرة بن قمجة، دور مناخ الاستثمار في تفعيل اداء أسواق الأوراق المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2019، 3/2020، ص41.

³-آيات حسين علي الخفاجي، مرجع سبق ذكره، ص40.

يؤثر سعر الصرف العملة بشكل كبير في أسعار الأسهم، فارتفاع سعر الصرف الاجنبي من ناحية يدفع الأفراد للتخلص من مدخراتهم العالية واستبدالها بالأسهم، مما يزيد الطلب عليها من ثم ارتفاع أسعارها، ومن ناحية أخرى قد يستبدل المستثمر العملة الوطنية بالأجنبية من خلال الاستغناء عن مقتنياته من الأوراق المالية ببيعها، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها.

والعلاقة التي تربط سوق الأوراق المالية بأسعار الصرف تنتقل من خلال قناتين هما:

1/ القناة المباشرة: مع ثبات العوامل الأخرى، فإن انخفاض قيمة عملة بلد ما نتيجة ارتفاع سعر الصرف الاجنبي، من شأنه أن يجعل أسعار الموجودات المالية المحلية (كالأسهم) أرخص نسبياً للمستثمرين الأجانب مما يزيد طلبهم على تلك الموجودات وتزداد سرعة تداولها ومن ثم ارتفاع أسعارها تبعاً لذلك، ومن جانب آخر فإن انخفاض قيمة العملية يدفع بالمستثمرين المحليين الذين يحتفظون بأرصدة نقدية محلية إلى التخلص منها والتوجه صوب الموجودات المالية الأخرى (كالأسهم والسندات) وزيادة طلبهم عليها وارتفاع أسعارها تبعاً لذلك.

2/ القناة غير المباشرة: تمارس أسعار الصرف آثاراً غير مباشرة في سوق الأوراق المالية مع افتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة، فانخفاض قيمة العملة لبلد ما، غالباً يؤدي إلى زيادة الصادرات والذي من شأنه أن يزيد من القدرة التنافسية لشركات هذا البلد في السوق الدولية، مما يدفع إلى زيادة الطلب على منتجات الشركات المحلية، وبالتالي زيادة حجم الإنتاج وارتفاع أرباح هذه الشركات، الأمر الذي سيؤثر في أسعار الأوراق المالية وبخاصة الأسهم.

الفرع الرابع: عجز الموازنة.

يحدث عجز الموازنة عندما تكون نفقات الحكومة أكبر من الإيرادات التي تحققها، ويستخدم عجز الموازنة في أكثر من الأحيان كمعيار رئيسي لتحديد الصحة العامة للاقتصاد. أي عندما يتم حساب مجمل عمليات الإيرادات والنفقات في النهاية، فإذا كانت مصروفات الدولة أكثر من دخلها فإنه ينتج عنه ما يعرف بعجز الموازنة، أما إذا كانت المصروفات أقل من الدخل عندها فائض في الميزانية.¹

الفرع الخامس: مؤشرات اقتصادية أخرى.

في البلدان الصناعية المتقدمة هناك عدد من المؤشرات التي تمكن المستثمر من الرجوع إليها والتي يمكن تفسيرها لمعرفة الاتجاه الذي يسير عليه الاقتصاد، ولعل من أهم هذه المؤشرات الإنتاجية المخزونة من

¹ - عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 170، 171.

البضائع ونسبة البطالة ومعدلات التضخم وتطور مؤشر أسعار المستهلكين..... الخ من المؤشرات الاقتصادية الأخرى والتي لها الدور المباشر وغير المباشر في تحديد أسعار الأصول المالية أسهم وسندات.¹

المطلب السادس: ريادة الأعمال في السوق الأوراق المالية.

خطت المملكة بشكل جدي لمستقبل ريادة الأعمال، حيث وضعت رؤيتها في هذا المجال حتى عام 2030، بأنها وجهة رسائل لرواد الأعمال تتضمن فيها دعمها للمشاريع الصغيرة والمتوسطة، من خلال إنشاء العديد من الحاضنات التي تدعم توجه رؤيتها. وقد وضعت المملكة هدفا استراتيجيا لتحقيقه، وهو نسبة مساهمة المشاريع الصغيرة والمتوسطة في إجمالي الاقتصاد القومي من 20% إلى 30%، وتخفيض معدل البطالة من 11.6% إلى 7% بحلول سنة 2030. وعلى هذا الأساس سوف نحاول في هذا الطلب تقديم لمحة عن ريادة الأعمال بالمملكة العربية السعودية وهي موضحة فيما يلي:

الفرع الأول: الجهود المبذولة من طرف المملكة السعودية لدعم ريادة الأعمال.

لدى المملكة العربية السعودية جميع مقومات تولي منصب قيادي في تنمية ريادة الأعمال في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأيضاً على مستوى العالم، ومن هذه المقومات نذكر ما يلي:²

1/ توافر البنية التحتية: ساعدة البنية التحتية في السعودية على نجاح ريادة الأعمال في تحقيق أهدافها التي تتطلب توافر بيئة مناسبة وشبكة مواصلات وطرق متكاملة إضافة إلى وسائل وطرق الاتصالات، ونجحت في تطوير البيئة التحتية للتجارة الالكترونية ومواكبة سوق التجارة الالكتروني العالمي.

2/ الدعم القانوني والتشريعي: تدعم الحكومة السعودية كافة خطط وعمليات ريادة الأعمال وتشجع على إقامة مشروعات الشباب الصغيرة والمتوسطة، حيث استحدثت العديد من التشريعات التجارية، وطورت المنظومة بشكل عام لكي تتلاءم مع النمط الاقتصادي الجديد القائم على ريادة الأعمال والاقتصاد المعرفي والاستثمار في البيانات، كما هو الشأن بالنسبة لنظام الامتياز التجاري والنظام واللائحة التنفيذية لنظام الرهن التجاري.

3/ الدعم الإعلامي: نجحت وسائل الإعلام في تشجيع عمليات ريادة الأعمال من خلال توفير عقول الشباب لاستكشاف وتطوير البيئة المحيطة وتقديم الأفكار الجديدة والإبداعية والخروج من الإطار التقليدي المعتاد.

¹ - نفس المرجع السابق، ص 171.

² - سماح شوف، سهيلة بوكراع، دور الابتكار المالي في تحقيق أبعاد التوجه الريادي، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف ميلة، 2022، ص 40.

4/ نشر ثقافة ريادة الأعمال: كان للسعودية تجربة رائدة في مجال نشر ريادة الأعمال، حيث أنشأت جامعات مخصصة لتدريس ريادة الأعمال فقط، كما أن بقية الجامعات السعودية الأخرى راحت تعمل على دمج مناهج الريادة ضمن مخططاتها وبرامجها الأكاديمية.¹

وعملت المملكة كذلك، على إطلاق الكثير من المبادرات التي تعزز منظومة ريادة الأعمال وتدعم ثقافة العمل الحر، ومن بينها مبادرة الشركات جامعية الناشئة، التي تعمل على الإسهام في توفير بيئة تمكن أصحاب المشاريع والأفكار الإبداعية في الجامعات المملكة، وتحولها إلى شركات ناشئة، عن طريق توفير الدعم المادي والتوجيهي خلال مراحل متعددة.

5/ توفير التمويل: كانت المملكة العربية السعودية سباقتا في هذا الجانب، فلم يقتصر الأمر على قيام بعض البنوك والمؤسسات الحكومية بمنح المال الكافي لرواد ورائدات الأعمال، وإنما نشأت أيضا الكثير من الجهات والمؤسسات الغير حكومية والمستثمرين المغامرون وصناديق رأس المال الجريء، التي تعمل كلها على توفير رأس المال لرواد الأعمال. وكانت هناك أيضا منصات التمويل الاجتماعي، ومن أبرزها منصة "إمكان" التي تهدف إلى جعل الاستثمار في الشركات الواعدة في متناول الجميع من مختلف أفراد المجتمع السعودي.²

6/ تنمية رأس المال البشري: أطلقت المملكة لدعم رواد الأعمال، حيث يعد مركزا إقليميا متميزا في صناعة الاقتصاد المعرفي ورعايته، بهدف تحويل الأفكار لحلول واقعية، تخدم التنمية و الاقتصاد، إلى جانب تنويع مصادر الدخل في المملكة، كما يسهم المعهد في بناء الاقتصاد المعرفي، وتنمية قدرات العناصر الريادية، لتمكينهم من إنشاء وإدارة المنشآت الصغيرة بنجاح، وتسويق الابتكارات. كما تلعب مؤسسة الأمير محمد بن سليمان الخيرية (مسك الخيرية) دورا كبيرا في قطاع ريادة الأعمال بالمملكة، حيث أطلقت برنامج مسك الابتكار، الذي نجح في توظيف تقنيات ومنهجيات (وادي السيليكون) الشهيرة لدعم المشروعات الصغيرة والمتوسطة، المشاركة في البرنامج من المملكة ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، بهدف جذب الاستثمارات لنمو المشاريع، ليس هذا فحسب بل أطلق (مسك الابتكار) مبادرة بعنوان (السعودية ترمج) بالمشاركة مع وزارتي التعليم والاتصالات وتقنية المعلومات، وشركة الاتصالات السعودية، حيث نجح في استقطاب نحو أكثر من مليون شخص للمشاركة في المبادرة، التي تعني بتدريس مهارات البرمجة الأساسية.

3

الفرع الثاني: عرض بعض حضانات دعم التوجه الريادي في المملكة العربية السعودية.

¹ - مليكة مدفوني، شهلة قدر، دعم ريادة الأعمال بالمملكة العربية السعودية تجربة مركز واعد، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 04، العدد01، جامعة العربي التبيسي، 2021، ص 450.

² . نفس المرجع السابق، ص 451.

³ . نفس المرجع السابق، ص 451.

تتميز المملكة العربية السعودية بوجود العديد من حضانات ومسرعات الأعمال التي تدعم المشاريع الجديدة والمبتكرة وتبناها، سنذكر هنا بعض حضانات الأعمال والبرامج التي تعمل عليها وهي موضحة كما يلي:

أولاً: مركز ريادة

هو مركز وطني غير ربحي، تم تأسيسه بمبادرة من قبل وزارة الطاقة والمؤسسة العامة للتدريب التقني والمهني بسمى (معهد ريادة الأعمال الوطني)، ويهدف المركز إلى تطوير برنامج وطني لريادة الأعمال وتنمية المشاريع الصغيرة، وتأهيل الكوادر البشرية في مجال ريادة الأعمال في السعودية، وصنع فرص عمل للشباب من خلال مشاريعهم الخاصة، ويقدم خدمات التدريب، الإرشاد، والاستشارات، وتيسير الحصول على التمويل والتراخيص. كما يسعى لأن يكون الأنموذج الأمير ل-ريادة الأعمال السعودية وتنمية المنشآت الصغيرة والناشئة، بحيث شارك في تأسيس هذا المركز عدة شركات منها: شركة الصناعات الأساسية، أرامكو السعودية، مصرف الإنماء، شركة الاتصالات السعودية، المؤسسة العامة للتدريب التقني وبنك التنمية الاجتماعية. ومن البرامج والمشاريع التي تدعمها ريادة نذكر ما يلي: ناشئ، خريجين، التوطين وبرنامج عربات البيع المتقن.¹

ثانياً: معهد الريادة في الأعمال

تم إنشاء حاضنة الأعمال في جامعة الملك فهد للبترول والمعادن في عام 2011 ثم تحولت إلى معهد الريادة في الأعمال في عام 2014 الذي يتكون من ثلاث مراكز رئيسية: مركز تعليم ريادة الأعمال ومركز دراسات ريادة الأعمال، تهدف إلى دعم وتطوير منظومة الابتكار وريادة الأعمال، والتي تساهم بشكل فعال في عملية تحويل الاقتصاد الوطني إلى اقتصاد قائم على المعرفة. يستهدف بشكل رئيسي للشباب المهتمين بريادة الأعمال بغض النظر مستواهم الدراسي أو تخصصاتهم العلمية حيث يركز المعهد بشكل أساسي وكبير على نشر الفكر الريادي والقيادة الريادية بين طلاب وأساتذة الجامعة وخريجي الجامعات السعودية وبرنامج خادم الحرمين الشريفين. كما يقوم بمساعدة رواد الأعمال على تأسيس شركات تقنية وليدة، ويكز المعهد على مجالات رئيسية هامة في المملكة تشمل الطاقة والبتروكيماويات والمياه، وتقنية النانو، وتقنيات البناء والتقنيات الاستهلاكية وكذلك الخدمات المعتمدة على التقنية وكذلك يقوم المعهد بإجراء دراسات عن مجتمع ريادة الأعمال في المنطقة والتحديات التي تواجه الرياديين وتوثيق بعض الحالات الدراسية الوطنية والإقليمية. كل ذلك أدى بأن يتم حصول الجامعة على جائزة أفضل جامعة تدعم ريادة الأعمال والمنشآت الصغيرة والمتوسطة بالمملكة في أول نسخة للجائزة المقدمة من الهيئة العامة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة لعام 2017 كما حقق المعهد المركز الأول كأفضل حاضنة أعمال على مستوى المملكة حسب دراسات

¹ - سماح شوف، سهيلة بوكراع، مرجع سبق ذكره، ص41.

أجرتها الهيئة العامة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة لتقييم أداء منصات الأعمال بالمملكة من خلال شركة بي دبليو سي وشركة كريدا لعام 2020.¹

بين الأعوام الأكاديمية 2013 و 2019 حصل المعهد على تبرعات ووقفية بلغت حوالي 14.8 مليون ريال سعودي لدعم برامج المعهد. وحدثت برامج نوعية وفريدة في مجال ريادة الأعمال منها برامج نسام بالشراكة مع شركة سابك وبرنامج رواد 2030 وغيرها من البرامج. كما تم استقطاب أكثر من 140 من رجال وسيدات الأعمال وأكثر من 30 خبيراً من أشهر وأعرق الجامعات بالولايات المتحدة لتوجيه وإرشاد رواد الأعمال. كما أنشأ المعهد مجلس استشاري دولي يوفر توصيات لإدارة الجامعة حول أداء واستراتيجيات المعهد وتم تنظيم 6 منتديات عن ريادة الأعمال بمشاركة أكثر من 75 متحدث قدموا 46 محاضرة و13 حلقة نقاش. ويوجد أكثر من 20 شركة ناشئة في السوق السعودي قد استفادت من دعم الجامعة من خلال المعهد والتي تجاوزت مجموع إيراداتها الـ 25 مليون ريال سعودي وموظفيها الـ 100 شاب وشابة وكما قدمت بما قدمت بما يفوق الـ 400 وظيفة موسمية.

ثالثاً: شركة حضانات ومسرعات الأعمال (BIAC)²

هي شركة سعودية حكومية مملوكة للشركة السعودية والتنمية والاستثمار التقني وتأسست في عام 2016، تعمل في منصات دعم ريادة الأعمال في السعودية وإدارة المشاريع ودعمها من خلال الاستثمار وخدمات التدريب، وهي حاصلة على جوائز عالمية ومحلية بصفتها أفضل شركة مشغلة لحضانات ومسرعات الأعمال في الشرق الأوسط والمملكة العربية السعودية، ولديها أيضاً شركات محلية ودولية في مجال الابتكار، بحيث أضافت أثر إيجابي على الناتج والمجتمع المحلي من خلال أعمالها، وصنعت أكثر من 3000 وظيفة مباشرة، و200000 غير مباشرة، ووصلت لأكثر من مليون مستفيد من فعاليات التوعية عن الابتكار، ومن برامج هذه الشركة نذكر ما يلي: مركز الابتكار للتعلم، مسرعات القطاع الصحي، مراكز تطوير سلاسل الامتداد، مركز (دلني) للأعمال، برنامج (كامن) لرفع القدرات التصنيعية، حاضنة ومسرعات الأعمال الناشئة بجامعة جازان، برنامج المسار السريع للابتكار، مركز الابتكار السعودي لتقنيات المياه، مسرعة الحرمين التقنية، مركز الابتكار للصناعة، مسرعة المنشآت الصناعية، برنامج بادر لحاضانات ومسرعات التقنية.

ومن أهم النتائج المحققة نذكر ما يلي:

- بلغ إجمالي الوظائف التي ساهمت في توفيرها الشركة 2053 وظيفة؛
- بلغ عدد الشركات التقنية التي دعمتها شركة حضانات ومسرعات الأعمال 700 شركة؛

¹ - معهد الريادة في الأعمال، <https://ei.kfupm.edu.sa>، تاريخ الاطلاع: 2024/05/27، الساعة 08:00.

² - اتحاد الغرف العربية، <http://www/biac.com.sa>، المملكة العربية السعودية، تاريخ الاطلاع: 2024/05/27، الساعة 08:15.

- 1 مليون مستفيد ومستفيدة تم الوصول إليهم عبر اللقاءات؛
- ساهمت الشركة في تطوير القدرات الصناعية لـ 200 شركة؛
- 81 مليون حجم الجولات الاستثمارية التي قادتتها شركة (BIAC)؛
- 50000 عميل قدمت له الشركة استثمارات وتوجيهات ومقابلات؛
- 20 براءة اختراع ساهمت الشركة في تحويلها لأعمال تجارية؛
- 68 براءة اختراع ساهمت الشركة في إصدارها؛
- 2.1 مليار ريال الأثر الايجابي على الناتج المحلي.

رابعاً: مركز أبداع

تم إنشاء مركز أبداع كحاضنة لريادة الأعمال في السعودية، في الهيئة الملكية في ينبع، بحيث يسخر مركز (أبداع) مختلف موارد ومرافق الهيئة الملكية بينبع لتقديم الدعم اللازم لرائد الأعمال لكي يستطيع تأسيس مشروعه بنجاح، حيث يفتح أبوابه لجميع الشباب و الشابات السعوديين أصحاب الأفكار الريادية في مجال الأعمال التقنية والصناعية، ويقدم المركز خدمات الاحتضان الأولية للإعداد والتخطيط للمشروع قبل الحصول على تمويل وتوفير مكاتب مجهزة بالأدوات اللازمة وإعداد دراسات الجدوى اللازمة باستخدام النموذج المعتمد لدى جميع الجهات التمويلية وجميع الحاضنات في المملكة، إضافة إلى تقديم الاستشارات الفنية والإدارية والقانونية اللازمة للتخطيط المبدئي للمشروع وتطوير وتدريب المحتضن من خلال دورات وورشات عمل متخصصة في إدارة المشاريع وريادة الأعمال بشكل عام، وكما يساهم المركز أيضاً في تقديم خدمات ما بعد الإعداد والتخطيط، التي تعني بالمساعدة في الحصول على تمويل وتقديم خدمات ما الرعاية بعد مرحلة التمويل، ومنها توصل المختصون بالجهات التمويلية ومساعدته في الحصول على تمويل وتقديم الاستشارات التسويقية والفنية والإدارية والقانونية اللازمة لدخول المشروع للسوق ومساعدة المختص على إجراء التسجيلات الرسمية للمشروع، إلى جانب العمل على تقديم التوجيهات والإرشاد والمتابعة المستمرة للمحتضن أثناء فترة ممارسة العمل داخل السوق وطوال فترة الاحتضان والتي تمتد من 3 إلى 5 سنوات.¹

¹ - سماح شوف، سهيلة بوكراع، مرجع سبق ذكره، ص 43.

المبحث الثاني:

الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية

تعتبر الاستثمارات المسؤولة اجتماعياً استراتيجية استثمارية تحقق عوائد مالية مع تأثير اجتماعي إيجابي، حيث يركز هذا الاستثمار على تمويل الشركات والهيئات العامة التي تساهم في التنمية المستدامة التي تحترم البيئة وتحمي المستهلك وحقوق الإنسان والتنوع العرقي، وعليه سيتم تناول هذا المبحث من خلال التطرق للنقاط التالية: ماهية صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية ومبادئها وأساليبها واستراتيجيات هذه صناديق وأخيراً معايير اختيار صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية.

المطلب الأول: ماهية صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية.

يتضمن الاستثمار المسؤول اجتماعياً، في جوهره، مراعاة العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) في عملية صنع القرار الاستثماري. وهذا يعني تقييم الشركات على أساس التزامها بالممارسات المستدامة، والعدالة الاجتماعية، والتنوع والشمول، والحوكمة الأخلاقية .

الفرع الأول: نشأة صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية.

إحدى التطورات الجديدة في الصناعة المالية هي ارتفاع الاستثمارات ذات المسؤولية الاجتماعية أو الأخلاقية، وترجع أصول الاستثمارات الاجتماعية إلى مئات السنوات السابقة، إلا أن الجذور الحديثة للاستثمار الاجتماعي تعود إلى المناخ السياسي لسنوات الستينيات من القرن الماضي، وذلك مع ظهور عدة قضايا مثل البيئة والحقوق المدنية والطاقة النووية، التي زادت من الوعي الاجتماعي للمستثمرين. 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.

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

¹ - محمد براق، وآخرون، أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً وصناديق الاستثمار الإسلامية، الملتقى الدولي الأول، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بقرطاج، 23-24 فيفري 2011، ص 6.

الفرع الثاني: تعريف الاستثمار المسؤول اجتماعيا.

التعريف الأول: "الاستثمار المستدام والمسؤول ("SRI") هو نهج استثماري طويل الأجل، يدمج العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) في عملية البحث والتحليل واختيار الأوراق المالية ضمن محفظة استثمارية. فهو يجمع بين التحليل الأساسي وتحليل المشاركة مع تقييم العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) من أجل الحصول على عوائد أفضل على المدى الطويل للمستثمرين، ولإفادة المجتمع من خلال التأثير على سلوك الشركات".¹

التعريف الثاني: والاستثمار المسؤول اجتماعيا هو " تطبيق مبادئ التنمية المستدامة في الاستثمار، هذا النهج يراعي الأبعاد الثلاث، البيئية والاجتماعية والحوكمة، وعليه فإن الاستثمار المسؤول اجتماعيا هو تمويل المؤسسات التي تملك مستويات جيدة من المسؤولية الاجتماعية واستعمال المعايير الأخلاقية والاجتماعية في اختيار إدارة المحافظ الاستثمارية واستعمال كل الحقوق المتاحة للمستثمرين لتتأثر إيجابيا على قرارات المؤسسات نحو الرفع من الأداء البيئي والمجتمعي".²

التعريف الثالث: الاستثمار أو الاستثمار المسؤول اجتماعيا وهو مصطلح عام للاستثمار والاستراتيجيات الاستثمارية التي تأخذ بعين الاعتبار المحاولة لخلق التغيير الاجتماعي الإيجابي، وتقليل الضرر البيئي ودمج الاعتقادات الدينية والأخلاقية في القرارات الاستثمارية، حيث من الصعب اتخاذ قرار استثماري بدون امتلاك بعض التأثيرات على البيئة والتنمية الاجتماعية مما يدعو إلى تحقيق الموازنة بين عائدات مالية إيجابية ومستويات منخفضة من الأضرار البيئية والاجتماعية.³

التعريف الرابع: يشير مصطلح الاستثمار المسؤول اجتماعيا (أو الاستثمار المستدام أو الاستثمار الأخلاقي) إلى استراتيجية استثمارية تسعى إلى زيادة حجم العائدات المالية والفوائد الاجتماعية على حد سواء. وتعرف كذلك الاستثمارات المسؤولة اجتماعيا على أنها تلك الاستثمارات التي تشجع على السلوك الأخلاقي للشركات ودعم حماية البيئة وحماية المستهلك وحقوق الانسان وقوى عاملة متنوعة. ويتم عادة اجتناب الاستثمارات التي تعمل في الكحول والتبغ والمقامرة والتسلح.⁴

¹ - Bridts, Margot, **L'investissement socialement responsable: critères et performances**, HEC-Ecole de gestion de l'ULG, Master en sciences économiques, orientation générale, à finalité spécialisée en Economies and Society, 2017, p 4.

² - مسعود بن لخضر، وآخرون، الاستثمار المسؤول اجتماعيا فرص للتمويل الاسلامي في ظل تحقيق التنمية المستدامة، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، المجلد 01، العدد 01، جامعة لمسيلة، 2017، ص 50.

³ - سفيان بن عبد العزيز، سعد يوسفوي، نماذج دولية ناجحة في الاستثمار المسؤول اجتماعيا (عرض تجارب شركات دولية)، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 01، العدد 01، جامعة بشار، 2016، ص، ص 66، 67.

⁴ - سارة ميسي، محمد لمين ميرة، الاستثمار المسؤول اجتماعيا (تجارب دولية)، ورقة بحث مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول: التوجهات الحديثة للسياسة المالية للمؤسسة، مكان انعقاد الملتقى جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، المحور الرابع تجارب دولية، ص 6.

التعريف الخامس: وفقا لتعريف المنتدى الاقتصادي العالمي فإن الاستثمار المسؤول اجتماعيا هو وسيلة للاستثمار تأخذ في الاعتبار تأثير الاستثمارات على المجتمع الأوسع والبيئة الطبيعية، سواء في الوقت الحاضر أو في المستقبل، ويحدد المنتدى الأوروبي للاستثمار المستدام هذا الشكل من أشكال الاستثمار كاستثمارات أخلاقية، واستثمارات مسؤولة، واستثمارات مستدامة، وأي عمليات استثمار أخرى تجمع بين الأهداف المالية للمستثمرين واهتماماتهم بشأن القضايا البيئية والاجتماعية والحوكمة يحدد منتدى الاستثمار المستدام والمسؤول (US SIF) الاستثمار المسؤول اجتماعيا من خلال الاستراتيجيات التي يمكن تطبيقها عبر فئات الأصول لتعزيز مسؤولية اجتماعية أقوى للشركات، وبناء قيمة طويلة الأجل للشركات وأصحاب المصلحة، وتعزيز الأعمال التجارية أو تقديم المنتجات التي سوف تحقق فوائد مجتمعية وبيئية.¹

التعريف السادس: الاستثمار المسؤول أو الأخلاقي هو مصطلح عام للاستثمار واستراتيجيات الاستثمار التي تأخذ بعين الاعتبار المحاولة لبدء التغيير الاجتماعي الايجابي، وتقليل الضرر لبيئي ودمج الاعتقادات الدنيوية أو الأخلاقية.²

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف الاستثمار المسؤول اجتماعيا على أنه:

نهج للاستثمار يهدف إلى تحقيق العوائد المالية للمستثمرين بشكل مستدام وفي الوقت نفسه يأخذ في الاعتبار التأثير الاجتماعي والبيئي للشركات والمشاريع التي يتم استثمار الأموال فيها، يركز الاستثمار المسؤول اجتماعيا على دمج العوائد المالية مع الاهتمام بالمخاطر البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG)، وهو مفهوم يستخدم لقياس وتقييم أداء الشركات في هذه المجالات.

المطلب الثاني: خصائص وأهمية الاستثمار المسؤول اجتماعيا.

من بين خصائص وأهمية صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية نذكر مايلي:

الفرع الأول: خصائص الاستثمار المسؤول اجتماعيا.

تتميز الاستثمارات المستدامة بمجموعة من الخصائص والمميزات تجعلها ذات قدرة كبيرة على المنافسة في سوق الاستثمارات العالمي حيث تمتلك هذه الاستثمارات قدرة جذب خاصة للمستثمرين، ويمكن تلخيص خصائص الاستثمار المستدام في نقاط أهمها:³

¹ - Michalczuk, G., & Konarzewska, U. (2020). **Socially responsible investing in the European Union's capital markets.** *Ekonomia i Prawo. Economics and Law.* p759,760

² - مصطفى قمان ، متطلبات إدماج الاستثمار المسؤول والمستدام في السوق المالية الجزائرية - تجارب دولية - ، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 10، العدد 17، جامعة الجلفة، 2017، ص 235.

³ - محمد محمود الامام ، الاستثمارات المستدامة حلول بيئية ومناخية اجتماعية، <https://islamonline.net> ، تاريخ الاطلاع 2024/02/16 الساعة

استثمارات صديقة للبيئة: الاستثمار المستدام هو استثمار يراعي سلامة البيئة والمحافظة عليها، حيث تأخذ هذه النوعية من الاستثمار في الحسبان تأثيرات النشاط الاقتصادي الناتج عن الاستثمار على البيئة، ومدى تأثير هذه البيئة بنوعية النشاط، وهكذا تحرص الاستثمارات المستدامة على اختيار نشاط اقتصادي صديق للبيئة، والابتعاد عن الأنشطة الاقتصادية التي تتسبب في التلوث أو استنزاف الثروات أو التلوث الكيميائي، وغير ذلك مما ينعكس سلبا على التنوع البيولوجي.

استثمارات تراعي المنافع الاجتماعية: تراعى الاستثمارات المستدامة القضايا الاجتماعية المتعلقة بظروف الناس وحالهم في المناطق التي تستفيد من هذه الاستثمارات، من ضمن الجوانب التي تأخذها الاستثمارات المستدامة في الحسبان: تحسين الصحة والتعليم، الاهتمام بآماكن العمل و مراعاة المعايير الصحية والأمان فيها، الالتزام بحقوق الإنسان وعدم التمييز والمشاركة الفعالة للمجتمع المستهدف بالمشروع. كما تراعي هذه الاستثمارات القوانين الدولية مثل: عمالة الأطفال، والعمل القسري. وتشمل استراتيجية المنافع الاجتماعية التي يتيحها الاستثمار المستدام تكوين المواهب ودعم المشاريع الصغيرة لأصحاب الدخل المحدود.

استثمارات تساهم في الخطط الحكومية: تساهم استراتيجيات الاستثمار الجديدة المعروفة بالاستثمار المستدام الخطط الحكومية، حيث تساهم في دعم سياسات الحكومة الرامية إلى التخفيف من حدة تداعيات التأثيرات المناخية المتصاعدة، والتي تشكل تحديا كبيرا للكثير من حكومات العالم اليوم، كما تساهم هذه الاستثمارات في التخفيف من الفجوة بين طبقات المجتمع من خلال ما توفره من برامج وأنشطة موجهة لفئات المجتمع الأقل دخلا.

مع تنامي التحديات الناجمة عن التلوث البيئي، الذي يتسبب في مشاكل بيئية حساسة؛ من ضمنها الاحتباس الحراري والتغير المناخي، وهي ظواهر مناخية أصبحت هاجسا يؤرق المنظومة الدولية، تأتي فكرة الاستثمارات المستدامة لتحاول من خلال أهدافها ومميزاتها لعب دور إيجابي قوي في المحافظة على البيئة، وذلك بخلق وعي جماهيري لدى المستثمرين بأهمية البيئة في حياتنا، كما يشمل جانب الاستثمار المستدام المنافع الاجتماعية، وهي فكرة تركز خدمة طبقات المجتمع ذات الدخل المحدود، من خلال أخذ احتياجاتها في الاعتبار؛ سواء تلك المتعلقة بخلق فرص عمل، أو تلك المتعلقة بالمساعدات الاجتماعية، من خلال مشاريع تنمية تساعد طبقات المجتمع على تحسين وضعها المعيشي عبر مشاريع إنتاجية.

الفرع الثاني: أهمية الاستثمار المسؤول اجتماعيا.

هناك عدة حوافز تدفع نحو الاستثمار المسؤول من بينها، المعتقدات والقيم والأهداف الشخصية، استراتيجية الاستثمار، هدف العائد المالي، السياسات والأنظمة الحكومية:¹

يرتبط هذا النوع من الاستثمارات بتمويل المشروعات التنموية والمشروعات ذات العائد الاقتصادي والاجتماعي الذي ساعد على استدامة التنمية وتحقيق فائدة للمجتمعات التي تنفذ بها هذه المشروعات .

هدف المستثمرون الذين يلجؤون نحو الاستثمار المسؤول هو تحقيق فوائد مالية واستثمارية كبيرة دون أن يؤثر ذلك في مساهمتهم الجيدة والإيجابية في حماية البيئة وتطور المجتمع والتنمية الاقتصادية المستدامة، فقد يسعون بجدية إلى هذا النوع من الاستثمارات التي تساهم في حماة البيئة أو لها مساهمة إيجابية في المجتمع، أو ببساطة يتجنبون الاستثمارات التي لا تف بهذه المعايير أو التي ينظر إليها بأنها غير أخلاقية أو ضارة بالبيئة أو المجتمع. ويعتمد في العادة على مقاييس رئيسية، أو يضع مؤشرات أداء معينة في مجالات البيئة والمجتمع والحوكمة، يجب أن تتم تلبيتها حتى يفكر المستثمر في إضافة شيء معين إلى محفظته الاستثمارية.

وتعول العديد من الدول على هذا النوع من الاستثمارات لتحقيق أهداف التنمية المستدامة مثلا للتخفيف من حدة الفقر، توفير فرص العمل، ضمان الاستهلاك والانتاج المستدام، الارتقاء بالتعليم والصحة، دعم البنية التحتية، مكافحة تغير المناخ، وغيرها من الأهداف التنموية الأخرى.

هناك إجماع واسع حول فكرة إدراج المعايير البيئية والاجتماعية يجب أن يقلل من المخاطر المالية للمستثمرين، تتفق هذه الفكرة على تشكيل ما يسمى "بالمستثمر العالمي"، فصاحب محفظة استثمارية يكره رؤية الشركة التي يمتلكها يتحمل المجتمع تكاليفها، فيخاطر بدفع أموال إضافية من محفظته، فيرى الاقتصاديون أنها ستولد عوامل خارجية سلبية.

المطلب الثالث: مبادئ و أساليب صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية.

سنقوم في هذا المطلب بتناول مبادئ الاستثمار المسؤول اجتماعيا بناء على مقررات الامم المتحدة ثم تحديد مختلف أساليبه.

الفرع الاول: مبادئ الاستثمار المسؤول اجتماعيا.

تم وضع مبادئ الاستثمار المسؤول عام 2005 من خلال مبادرة برنامج الأمم المتحدة للبيئة المالية والميثاق العالمي للأمم المتحدة، كإطار عمل من أجل تحسين تحليل عوامل الحوكمة البيئية والاجتماعية

¹ - عبد الغاني بركاني ، الاستثمار المسؤول آلية التفعيل أبعاد التنمية المستدامة، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، المجلد 12، العدد 3، 2021، ص 799.

وحوكمة الشركات في عملية الاستثمار. ومن أجل مساعدة الشركات في مجال تنفيذ ممارسات الملكية المسؤولة.

ففي بداية 2005 دعا الأمين العام للأمم المتحدة كوفي عنان مجموعة من كبار المستثمرين العالميين للانضمام إلى عملية وضع مبادئ الاستثمار المسؤول. فاختر ممثلين عن 20 منظمة استثمارية في 12 دولة للمشاركة في مجموعة المستثمرين، ولدعم هذه العملية أنشئ فريق من 70 خبير من أصحاب المصلحة، وممثلي قطاع الاستثمار والمنظمات الدولية وغير الحكومية والأوساط الأكاديمية والحكومات، وفي أبريل 2006 تم توقيع المبادئ في حفل برئاسة الأمين العام، وفي ماي 2006 تم الإطلاق الأوروبي في بورصة باريس للأوراق المالية.

ومبادئ الاستثمار المسؤول التي تدعمها الأمم المتحدة هي أكبر مبادرة للمستثمرين تركز على تعميم إدماج مسائل الاستدامة في عملية صنع قرارات الاستثمار، ويمكن أن يؤدي الترويج لعضوية هذه المبادئ لدى المستثمرين إلى مساعدتهم على زيادة فهمهم لتأثير المسائل المتعلقة بالاستدامة على ممارسات الاستثمار، ولهذا تتمثل مبادئ الأمم المتحدة للاستثمار المسؤول في:¹

أ . سوف تدمج المشكلات البيئية والاجتماعية والمشكلات المتعلقة بالحوكمة في العمليات الخاصة بتحليل الاستثمار ESG ؛

ب . سوف نضطلع بمسؤولياتنا بفعالية. مع دمج المشكلات البيئية والاجتماعية والمشكلات المتعلقة بالحوكمة، في سياسات وممارسات الملكية الخاصة بنا؛

ج . سوف نسعى للكشف بصورة مناسبة عن المشكلات البيئية والاجتماعية والمشكلات المتعلقة بالحوكمة، من خلال الكيانات التي تستثمر فيها ؛

د . سوف نحث على قبول المبادئ وتطبيقها داخل صناعة الاستثمار ؛

هـ . سوف نعمل معا لتحسين فاعليتنا في تنفيذ المبادئ ؛

و . سوف نعمل على أن يصدر كل منا التقارير المتعلقة بالأنشطة ومدى التقدم نحو تنفيذ المبادئ.

وفيما يلي شرح لهذه المبادئ:²

يدعو المبدأ الأول للمستثمرين إلى دمج قضايا الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية في تحليل الاستثمار واتخاذ القرار. هذا يعني أنه يجب على المستثمرين النظر في كيفية تأثير عوامل البيئة والمجتمع والحوكمة

¹ - جابر دهيمي، دور الاستثمار المسؤول اجتماعيا في تفعيل الاستدامة المالية مع الإشارة إلى تجارب دولية، مجلة التمويل والاستثمار والتنمية المستدامة، مخبر التطبيقات الكمية والنوعية، المجلد 06، العدد 02، جامعة غرداية، جامعة سطيف1، الجزائر، سنة 2021، ص 198.

² - مبادئ الأمم المتحدة للاستثمار المسؤول والاستثمار المؤثر، <https://fastercapital.com>، 2024/02/19، الساعة 20:00

على الأداء المالي لاستثماراتهم. على سبيل المثال، قد يفكر المستثمر فيما إذا كانت انبعاثات الشركة يمكن أن تؤثر سلباً على سعر سهمها في المستقبل.

يدعو المبدأ الثاني المستثمرين إلى الاستفادة من المشاركة المستتيرة بشأن الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية. وهذا يعني أنه يجب على المستثمرين التعامل مع الشركات بشأن قضايا البيئة والمجتمع والحوكمة من أجل تعزيز ممارسات الاستثمار المستدامة والمسؤولة. على سبيل المثال، قد يجتمع المستثمر مع فريق إدارة الشركة لمناقشة خطط خفض الانبعاثات.

يدعو المبدأ الثالث المستثمرين إلى السعي للإفصاح عن قضايا الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية من قبل المصدر. هذا يعني أنه يجب على المستثمرين مطالبة الشركات بالكشف عن معلومات حول أداء ESG. على سبيل المثال، قد يطلب المستثمر من الشركة تقديم معلومات حول انبعاثات غازات الاحتباس الحراري.

يدعو المبدأ الرابع المستثمرين إلى تعزيز قبول المبادئ وتنفيذها داخل المجتمع الاستثماري. وهذا يعني أنه يجب على المستثمرين تشجيع أقرانهم على مراعاة العوامل البيئية والاجتماعية والمؤسسية في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. على سبيل المثال، قد يكتب المستثمر مقالاً حول أهمية مراعاة عوامل الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية عند الاستثمار.

يدعو المبدأ الخامس المستثمرين إلى العمل معاً لتعزيز قدرتهم على تنفيذ المبادئ. وهذا يعني أنه يجب على المستثمرين التعاون مع بعضهم البعض ومع أصحاب المصلحة الآخرين من أجل تعزيز ممارسات الاستثمار المستدامة والمسؤولة. على سبيل المثال، قد ينضم المستثمر إلى مجموعة عمل صناعية حول الاستثمار المسؤول.

يدعو المبدأ السادس: والأخير المستثمرين إلى الإبلاغ عن التقدم المحرز في تنفيذ المبادئ. وهذا يعني أنه يجب على المستثمرين الإفصاح بشكل دوري عن معلومات حول جهودهم لمراعاة عوامل الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. على سبيل المثال، قد ينشر المستثمر تقريراً يوضح بالتفصيل كيفية دمج عوامل البيئة والمجتمع والحوكمة في عملية الاستثمار الخاصة بهم.

الفرع الثاني: أساليب الاستثمار المسؤول اجتماعياً.

تتمثل أهم أساليب الاستثمار المسؤول اجتماعياً في:¹

1/ يشير دمج (ESG) إلى دمج معايير الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية، في تحليل الاستثمار وهيكل المحفظة في مجموعة من فئات الأصول. ويدمج هؤلاء المستثمرون عوامل الحوكمة البيئية

¹ - الاستثمار المستدام أو المسؤول يشمل النقد والأسهم والسندات ويتوافق مع الأدوات الإسلامية، <https://www.emaratalyoum.com> ، تاريخ الاطلاع: 2024/02/17، الساعة 15:20

والاجتماعية والمؤسسية في عملية الاستثمار كجزء من تقييم أوسع للمخاطر والعائد، حيث لا يكتفي المستثمرون باستخدام الأساليب الكمية التقليدية لتحليل مجموعة المخاطر والعائدات المالية للشركة أو الاستثمار فقط، بل أيضاً ينفذون تحليلات كيفية وكمية لسياسات وأداء وممارسات وأثر الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية.

وبالتالي يتحول هذا الأسلوب إلى عملية لفرز أو تقييم الفرص الاستثمارية استناداً الى معايير الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية، ويشمل ذلك عمليات فرز إيجابية وسلبية.

والفرز الإيجابي، هو أن يسعى المستثمر إلى امتلاك شركات تحقق أرباحاً، وتقدم مساهمات إيجابية للبيئة أو المجتمع، مثل الاستثمار في مشروعات الطاقة المتجددة أو "الطاقة النظيفة".

وعلى العكس، فإن الفرز السلبي، هو أن يتجنب المستثمرون، الاستثمار في شركات تعود منتجاتها وممارساتها العملية بالضرر على الأفراد أو المجتمعات أو البيئة. ومن الأفكار الخاطئة التي يعتنقها العديد من المستثمرين، والتي تؤدي إلى إحجام بعضهم عن هذه الفرص الاستثمارية، لأنها تقلص من «مجال استثماراتهم»، هو الافتراض بأن هذا الفرز إقصائي، أو أنه يتضمن فرزاً سلبياً فقط. ويتزايد استخدام عمليات الفرز الإيجابي للاستثمار المسؤول اجتماعياً من أجل الاستثمار في شركات تتبع ممارسات جيدة في الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية.

كما يمكن للمستثمرين دمج قضايا الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية في عملية الاستثمار عن طريق قياس أداء الشركات مقارنة بقريناتها لتحديد ما يُطلق عليه الفرص الاستثمارية "الأفضل في فئتها"، استناداً إلى قضايا الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية.

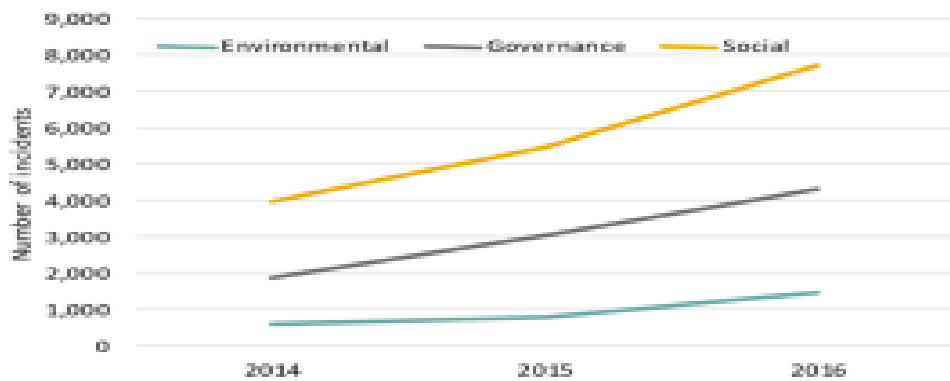
2/ إشراك وإدارة المساهمين: هو أن يضطلع المستثمرون بدور نشط من خلال امتلاك أسهم في الشركات للتأثير في الشركات التي يستثمرون فيها، لتحسين ممارساتها في الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية. وعادة ما تتم ممارسة الدعوة بين المساهمين من خلال حقوق التصويت الممنوحة للمساهمين وتسجيل قرارات المساهمين التي تتعلق بموضوعات مهمة وذات صلة، مثل حوكمة الشركات وتغير المناخ والتوازن بين الجنسين والمجتمع وممارسات العمل، وغيرها. وتؤدي عملية الحوار وتسجيل قرارات المساهمين إلى إحداث ضغط من المستثمر على إدارة الشركة، وهو غالباً ما يحظى باهتمام إعلامي ويوعي الجمهور بشأن المسائل الاجتماعية والبيئية والعمالية. وتهدف القرارات التي يقدمها المستثمرون العاملون في الاستثمار المسؤول اجتماعياً إلى تحسين سياسات وممارسات الشركة وتشجيع الإدارة على ممارسة المسؤولية الاجتماعية الجيدة، وتعزيز القيمة التي تعود على المساهم على المدى الطويل والأداء المالي.

3 / الاستثمار التآثيري: هو عبارة عن استثمارات هادفة غرضها حل المشكلات الاجتماعية أو البيئية، وفي الوقت نفسه تحقيق عائد مالي معقول. وعلى سبيل المثال، قد يوجه المستثمرون رأسمالهم إلى مجتمعات غير مستحقة وفقاً لمؤسسات الخدمات المالية التقليدية، مثل المصارف، أو قد يوفرون رأسمالاً للشركات الصغيرة والخدمات المجتمعية الحيوية، مثل الإسكان معقول الكلفة ورعاية الأطفال والتعليم والرعاية الصحية. وتركز بعض الاستراتيجيات على العائد المالي، بينما لا تزال تسعى إلى تحقيق المنفعة للمجتمع، وتضع أساليب أخرى التأثير الاجتماعي في قائمة أولوياتها وتقبل العائدات التي تراوح بين مبلغ أدنى من السعر السائد في السوق إلى الاكتفاء بتسديد أصل المبلغ.

المطلب الرابع: استراتيجيات الاستثمار المسؤول اجتماعياً.

تكمن استراتيجيات الاستثمار المسؤول اجتماعياً من خلال دراسة العلاقة القائمة بين المتغيرات الأساسية و المتمثلة في البيئة والحوكمة والمجتمع والتي يمكن تفسيرها من خلال الشكل التالي:

الشكل (03): استراتيجيات الاستثمار المسؤول اجتماعياً



المصدر: عبد الله قلوب، سمير سحنون، الاستثمار المسؤول اجتماعياً كأحد أساليب حوكمة المنظمات لتحقيق الأداء المتميز المجلة المغربية للاقتصاد والمناجمنت المجلد 08 العدد 01 مارس 2021 ص 86

يمكن تفعيل استراتيجيات الاستثمار المسؤول اجتماعياً من خلال العديد من الطرق:¹

. الانتقاء الإيجابي: يتمثل في اختيار الشركات التي تلتزم بمعايير الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات. يتم ذلك عن طريق تحديد مجموعة من المعايير واستثمار الأموال في الشركات التي تلتزم بهذه المعايير؛

. التصويت الاستراتيجي: يشمل دعم المستثمرين لمواضيع معينة أو مطالبة الشركات بتحسين حوكمتها. المستثمرون يستخدمون حقوق التصويت لتحقيق التغييرات التي تعزز الأثر الاجتماعي؛

¹ - عبد الله قلوب، سمير سحنون، الاستثمار المسؤول اجتماعياً كأحد أساليب حوكمة المنظمات لتحقيق الأداء المتميز، المجلة المغربية للاقتصاد والمناجمنت، المجلد 08، العدد 01، 2021، ص 86-87.

. المشاركة: مراقبة الصناديق الاستثمارية لأداء الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات لكل شركات المحفظة وقيادة حوارات تشاركية بناءة للمساهمين مع كل شركة لضمان تحقيق التقدم؛

. الدور الاستشاري: المشاركة في لقاءات دورية مع إدارة الشركات لتبادل المعلومات وتحديد المخاطر المحتملة، مما يسهم في الحفاظ على استقرار الاستثمارات؛

. استبعاد: إزالة الشركات التي لا تلتزم بالمعايير المحددة من محفظة الاستثمار، وذلك لتجنب دعم الشركات ذات التأثير الاجتماعي السلبي؛

. التكامل: دمج تحليل المخاطر والفرص المتعلقة بالحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات في التحليل المالي التقليدي لتقييم القيمة المستقبلية للاستثمار.

المطلب الخامس: معايير اختيار الاستثمار المسؤول اجتماعيا .

يعتبر التعريف الذي قدمته مؤسسة التحالف العالمي 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:¹

1- الانتقاء السلبي / الاستبعاد: يتم تكوين الصندوق الاستثماري أو المحفظة على أساس استبعاد الأصول أو قطاعات معينة أو استبعاد شركات التي لا تلتزم بمعايير ESG الخاصة، حيث يتم تجنب / أو إحلال أسهم شركات معينة بأخرى عند اتخاذ القرار الاستثماري بناء 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)

2- الانتقاء الايجابي / إضافة الافضل في الفئة: يتم تكوين الصندوق الاستثماري أو المحفظة من خلال الاستثمار في القطاعات أو الشركات أو المشاريع ذات التصنيف الايجابي وفق معايير ESG بشكل تنافسي (انتقاء الافضل في الفئة)، يقوم المستثمرون بشكل ديناميكي بتهيئة استثماراتهم وفق هذا المبدأ: إضافة "الأفضل في الفئة" من خلال تضمين استراتيجيات تفضيل الشركات التي تظهر التزاما كبيرا بمعايير ESG.

3- الانتقاء القائم على المعايير الدولية: يستند انتقاء الاستثمارات وفق المعايير الدولية المحددة من قبل الهيئات الدولية مثل: منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، منظمة العمل الدولية، الامم المتحدة واليونسيف وغيرها. والتي تهدف إلى ضمان التزام الاستثمارات بأخلاقيات الأعمال والمسؤولية الاجتماعية والاستدامة.

4- دمج معايير ESG وتكاملها مع التحليل المالي التقليدي: يشير إلى دمج عوامل ESG في التحليل المالي التقليدي لتحقيق التوازن بين القيمة المالية والمسؤولية الاجتماعية ولتعزيز القيمة للمساهمين وتحسين

¹ - لمياء عماني، وآخرون، دور صناديق الاستثمار المسؤول اجتماعيا في تعزيز النظام المالي المستدام، مجلة التنمية الاقتصادية، المجلد 7، العدد 2، جامعة الشهيد محمد لخضر، الوادي، الجزائر، ص 22.

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.

5- الاستثمار وفق الاستدامة: يتم التركيز على الاستثمار في المشاريع أو الأصول ذات الأثر الإيجابي على البيئة والمجتمع، ويمكن أن يشمل الاستثمار في مشاريع الطاقة النظيفة، التكنولوجيا الخضراء أو الزراعة المستدامة. 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 الاستثمار في المشاريع التي تهدف لحل المشاكل الاجتماعية أو البيئية، بما في ذلك الاستثمار المجتمعي، حيث يتم توجيه رأس المال إلى الأفراد أو المجتمعات المستبعدة تقليديا والانطلاق من متطلباتها. كما يتضمن دعم المشاريع التي تحدد أهدافا اجتماعية أو بيئية قابلة للقياس.

7- النشاط / الالتزام المساهمي: يتمثل في استخدام حقوق الملكية والتصويت للتأثير على سلوك الشركات، بما في ذلك المشاركة المباشرة والتواصل مع الإدارة العليا ومجاس الشركات، أو تقديم مقترحات المساهمين والتصويت الاستراتيجي لدعم موضوع معين أو لإحداث تغيير بمراعاة معايير ESG.

المبحث الثالث

الدراسات السابقة.

المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية.

الدراسة الأولى: دراسة من إعداد د. جابر دهيمي بعنوان الاستثمار المسؤول اجتماعيا في تفعيل الاستدامة المالية مع الإشارة إلى تجارب دولية، مجلة التمويل والاستثمار والتنمية المستدامة المجلد 06 / العدد 02 - ديسمبر 2021، وتدور إشكالية هذه الدراسة حول: كيف يساهم الاستثمار المسؤول اجتماعيا في تفعيل الاستدامة المالية؟

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور الاستثمار المسؤول اجتماعيا كإطار يعمل من خلاله المستثمرون على إدماج العوامل البيئية، الاجتماعية، وحوكمة المؤسسات ضمن قراراتهم الاستثمارية بما يحقق لهم شفافية في ممارساتهم ويضمن استمرار نشاطهم.

ومن بين النتائج التي تم الوصول إليها: يعتبر الاستثمار المسؤول اجتماعيا مفهوما حديثا، لكن أسسه وخلفياته قديمة تعكسها القيم الأخلاقية والعادات الكونية. كما عرفت السنوات الأخيرة وعيا من قبل حملة الأسهم الذين لديهم حق التصويت، إذ أولوا أهمية للأثر البيئي للمشروعات الاستثمارية على حساب المردودية المالية لمشاريعهم فصارت الاستدامة البيئية متغيرا ذو قيمة في توجهاتهم. ورغم تطور صناديق الاستثمار المسؤول اجتماعيا ببعض الدول كالصين إلا أن فاعليتها تبقى محدودة، الأمر الذي يطرح تساؤلا حول جدوى إنشائها، وكذا توجهات المستثمرين فيها. أما في الدول النامية تبقى مبادرات الاستثمار المسؤول اجتماعيا محدودة الأثر و معظم الصناديق الاستثمارية تتمركز في الدول المتقدمة لذا وجب تفعيلها أكثر.

الدراسة الثانية: بن لخضر مسعودة، صلاح محمد، زغبة طلال "الاستثمار المسؤول اجتماعيا فرصة للتمويل الإسلامي في ظل تحقيق التنمية المستدامة - عرض بعض التجارب الرائدة في مجال المسؤولية الاجتماعية" مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي - جامعة المسيلة- العدد 01 - مارس 2017.

تدور إشكالية هذه الدراسة حول: كيف يساهم الاستثمار المسؤول اجتماعيا في تعزيز التمويل الإسلامي في إطار تحقيق التنمية المستدامة ؟

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أهمية الاستثمار المسؤول اجتماعيا، وعرض قضايا البيئة والتنمية المستدامة والمسؤولية الاجتماعية وإسقاطها على المؤسسات الجزائرية والتوصل إلى بعض المقترحات لتفعيلها في الجزائر.

توصلت هذه الدراسة إلى أن الاستثمار المسؤول اجتماعيا أصبح الشغل الشاغل على مستوى جميع المجالات المحلية، ويحظى باهتمام بالغ من قبل البنوك الإسلامية وهذا راجع إلى تنمية المجتمع والمساهمة في الأعمال الخيرية التطوعية، فالتكافل الاجتماعي يقوي الروابط بين الأفراد في المجتمع الإسلامي وهذا ما يساعد على نجاح عملية التنمية المستدامة والتي تعتبر جزء مهم في ممارسة المسؤولية الاجتماعية، وفي الآونة الأخيرة برزت بعض التجارب الرائدة للمسؤولية الاجتماعية، حيث تعد نماذج يمكن الاستعانة بها في نشر وتعميم ثقافة المسؤولية الاجتماعية بين مختلف المؤسسات والمصارف الإسلامية، كما أنها في جوهرها عبارة عن منهج تتبناه أي مؤسسة في جميع أنشطتها وفعاليتها من أجل تحقيق أهدافها، وأن مفهومها يتماشى مع مفهوم العمل في الإسلام. وفي الجزائر تتبنى المؤسسات مناهج المسؤولية الاجتماعية ولكن بنسب ضئيلة.

الدراسة الثالثة: د. دلال بن سمينة وجهاد بوضياف " دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية" خلال الفترة 2005-2014، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية العدد السادس.

تدور إشكالية هذه الدراسة حول الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار في تنشيط أسواق الأوراق المالية بالتركيز على دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، وكان هدف الدراسة الوقوف على دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية ودراسة العلاقة بينهما وذلك على مستوى سوق الأوراق المالية السعودية، ومعرفة كيفية استيعابها لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية وتوضيح تأثير صناديق الاستثمار فيها، من خلال تأثيرها على مؤشرات الأداء فيها خصوصا على القيمة السوقية وحجم التداول ونوع الاستثمار.

وفي ضوء ما خلصت إليه الدراسة تم التوصل إلى أن صناديق الاستثمار تلعب دورا هاما في تنشيط أسواق الأوراق المالية من خلال جلب المزيد من المدخرين حيث تحقق هذه الصناديق فائدة التنوع للمستثمر بالصندوق والتي تؤدي إلى خفض مستوى المخاطر الاجمالي للاستثمار، كما تتجنب استثمارات هذه الصناديق القيود التي تقع عادة على استثمارات هذه الصناديق للقيود التي تقع عادة على استثمارات الأفراد، فيتحقق لها مزيد من القدرة على التنوع وانخفاض في تكاليف بيع وشراء الأسهم، كما تساهم في إجمالي القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية السعودية بقيت ضئيلة خلال الفترة المدروسة (2005-2014) خاصة بعد الأزمة المالية لعام 2008، وقد تركزت معظم استثماراتها في قطاع الطاقة والمرافق الخدمية.

الدراسة الرابعة: بلعيد سمية "دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية" مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2 سنة 2013-2014.

قامت هذه الدراسة بمعالجة إشكالية: ما مدى مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية؟

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف أولها إبراز دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية ومدى أهمية هذه الصناديق للنهوض بهذه السوق والتعرف على طبيعة واتجاه العلاقة بين هذه الصناديق ومؤشرات أداء السوق ودراسة العلاقة بينهما، كما تهدف إلى إبراز مساهمة صناديق الاستثمار في أسواق الأوراق المالية وركزت الدراسة على سوق الأوراق المالية السعودية، ومن أجل الاحاطة بجوانب الموضوع وتحقيق الأهداف المذكورة تم الاعتماد على عدة مناهج بدء بالمنهج الاستقرائي وذلك بالاطلاع على مختلف الدراسات ذات الصلة بالموضوع ثم المنهج الوصفي في إطار التطرق لسوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار و في الاخير تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لعرض البيانات ودراسة الارتباط بين صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية.

تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى أن المناخ الاستثماري الملائم من قوانين وتشريعات خاصة بسوق الأوراق المالية يعتبر مطلباً أساسياً في قيام السوق وتطورها، و توفر مؤسسات مالية قادرة على تعبئة الادخار وتوفير الفرص الاستثمارية يعد مطلباً أساسياً لقيام سوق الأوراق المالية، كما أنه توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين صناديق الاستثمار كمتغيرات مستقلة ومؤشرات سوق الأوراق المالية كمتغيرات تابعة، ناهيك على أن صناديق الاستثمار تلعب دوراً هاماً في تحفيز الاستثمار في سوق الأوراق المالية وتقديم فرص للمستثمرين بمستويات الخبرة والموارد، ومن بين النتائج أيضاً أن سوق الأسهم السعودي يتميز بحدائثه الناشئة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة، كما يتسم بقلة عدد الشركات المدرجة أسهمها في السوق بالنظر إلى حجم الاقتصاد السعودي الكبير ويعد حجم المعاملات في السوق محدود نسبياً بالمقارنة بعدد الأسهم المصدرة في السوق وهو ما يعبر عنه بضيق السوق، وتلعب صناديق الاستثمار دوراً متميزاً في الاقتصاد السعودي وذلك من خلال توفير التمويل اللازم لقطاعات اقتصادية من خلال تجميع المدخرات سواء المحلية أو الخارجية كما تساهم في دعم نشاط القطاع المصرفي، كما أن لهذه الصناديق أثر كبير على أداء سوق الأوراق المالية السعودية.

المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية.

الدراسة الأولى:

Michalczuk, G., & Konarzewska, U. (2020). Socially responsible investing in the European Union's capital markets. *Ekonomia i Prawo. Economics and Law*.

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد التنوع الإقليمي للاستثمارات المسؤولة اجتماعياً في أسواق رأس المال في الاتحاد الأوروبي من حيث القيمة والاستراتيجيات المستخدمة، فضلاً عن إظهار أسباب هذا التنوع، وتم تحقيق هذه الأهداف من خلال الإجابة على الإشكالية التالية:

ماهي قيمة الاستثمارات المسؤولة اجتماعيا واستراتيجياتها المستخدمة في دول الاتحاد الاوروبي؟ و للإجابة على هذه الاشكالية تم استعمال المنهج الوصفي، وقد توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج نذكر منها: أن الاستثمار المسؤول اجتماعيا هو مفهوم يحظى بشعبية متزايدة بين دول الاتحاد الأوروبي كما تلعب المبادرات التي اتخذتها يوروسيف والاتحاد الأوروبي دورا خاصا في تطوير الاستثمار المسؤول اجتماعيا في أوروبا، ومن السمات المميزة للاستثمار المسؤول اجتماعيا في أسواق راس المال في الاتحاد الأوروبي أيضا التنوع من حيث الاستراتيجيات المستخدمة في هذه العملية وهي: الاستثناءات، المشاركة والتصويت، التكامل البيئي والاجتماعي والمؤسسي، والفحص القائم على المعايير.

الدراسة الثانية:

Bridts, Margot, L'investissement socialement responsable: critères et performances, HEC–Ecole de gestion de l'ULg, Master en sciences économiques, orientation générale, à finalité spécialisée en Economics and Society, 2016/2017..

تدور إشكالية هذه الدراسة حول: هل الاستثمار المسؤول اجتماعيا يعاقب الأداء؟ حيث تهدف إلى معرفة ما إذا كانت هذه الاستثمارات تتفوق أو تقل أداء عن أداء الصناديق التقليدية، وتوصلت هذه الدراسة إلى أنه لا يوجد فرق في الأداء بين صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار التقليدية بسبب دمج المعايير غير المالية، ومع ذلك إذا كان هناك اختلاف فهو يرجع إلى خصائص الصندوق وإدارته وفترة دراسته.

الدراسة الثالثة: Max pianck, Stock exchange Law: Concept, History, challenges,2013

حيث تدور إشكالية هذه الدراسة حول: ما هو قانون بورصة الأسواق المالية؟ حيث تهدف الدراسة إلى معرفة المفهوم التاريخي لبورصة الأوراق المالية والتحديات التي تواجهها وتوضيح القوانين المتبعة داخل البورصات.

المطلب الثالث: مقارنة بين الدراسات.

الجدول(01): مقارنة بين الدراسات

اسم صاحب الدراسة	عنوان الدراسة	مقارنة الدراسة بالدراسات الاخرى
جابر دهيمي	دور الاستثمار المسؤول اجتماعيا في تفعيل الاستدامة المالية مع الاشارة إلى تجارب دولية	التطرق إلى أهم الأسس الخاصة بصناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية مثل النشأة، الاهمية، الاستراتيجيات..... وتختلف في الجانب التطبيقي حيث تناولت هذه الدراسة تجارب دولية
بن لخضر مسعودة، صلاح محمد وزغبة طلال	الاستثمار المسؤول اجتماعيا فرصة للتمويل الاسلامي في ظل تحقيق التنمية المستدامة	إتباع المنهج الوصفي التحليلي مبنيا على عرض الافكار التي تتناول مشكلة البحث التطرق إلى أهم أسس صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا حيث تختلف في الجانب التطبيقي حيث عرضت بعض التجارب الدولية الرائدة في مجال المسؤولية الاجتماعية.
دلال بن سمية، جهاد بوضياف	دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الاوراق المالية	التطرق إلى أهم أسس أسواق الأوراق المالية مثل: النشأة والتعريف، الخصائص.
بلعيد سمية	دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية	إتباع المنهج التاريخي في تتبع الوقائع لبعض المراحل التاريخية مثل النشأة الأسواق المالية. التطرق إلى أهم الأسس الخاصة بسوق الأوراق المالية مثل: التعريف، التقسيمات، النشأة...

<p>كما تم فيها التطرق لسوق الأوراق المالية السعودية.</p>		
<p>إتباع المنهج الوصفي التحليلي مبنيا على عرض الافكار التي تتناول مشكلة البحث التطرق إلى أهم أسس صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا و تختلف في الجانب التطبيقي حيث عرضت هذه الدراسة الاستثمار المسؤول اجتماعيا في أسواق رأس المال في الاتحاد الأوروبي.</p>	<p>responsible Socially investing in the European Union's capital markets</p>	<p>Michalczuk, G., & Konarzewska, U</p>
<p>إتباع المنهج التاريخي في تتبع الوقائع لبعض المراحل التاريخية مثل نشأة الاستثمار المسؤول اجتماعيا والمنهج الوصفي من خلال التطرق إلى أهم الأسس الخاصة بهذا الاستثمار مثل المفهوم والأهداف، أما في جانبها الميداني فتناولت الصناديق الاوروبية.</p>	<p>L'investissement socialement responsable : critères et performances</p>	<p>Bridts, Margot</p>
<p>إتباع المنهج التاريخي في تتبع الوقائع لبعض المراحل التاريخية لنشأة البورصة والمنهج الوصفي من خلال التطرق إلى أهم الأسس الخاصة بها.</p>	<p>Stock exchange Law: concept, History, challenges</p>	<p>Max pianck</p>

المصدر: من إعداد الطالبتين

من خلال ما تم عرضه في هذا المبحث والمتعلق بالدراسات السابقة المرتبطة بموضوع بحثنا، نظرا للأهمية التي تحظى بها صناديق الاستثمار المسؤول اجتماعيا ودورها الريادي في سوق الأوراق المالية في الوقت الحالي فهذه الدراسات تعتبر منطلقا لدراستنا والتي تتشابه إلى حد ما معها خاصة في الجانب النظري من ناحية دراستها بمختلف المفاهيم الخاصة بصناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية، وقد اعتمدنا في بعض الأحيان كمراجع لدراستنا، أما من الناحية التطبيقية فهذه الدراسات تختلف مع دراستنا كون هذه الأخيرة تهدف إلى تعزيز الدور الريادي لصناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية في سوق الأوراق المالية، وهذا ما لم يتم التطرق إليه في الدراسات التي تم عرضها، إلا أن في بعضها ما يتوافق مع مكان إجراء الدراسة والتي استهدفت السوق السعودي كعينة لدراسة، حيث ساعدتنا في الحصول على معلومات تخص السوق السعودي.

وعليه يمكن القول بأن دراستنا هي امتداد لهذه الدراسات كونها تهدف إلى تعزيز الدور الريادي لصناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية في سوق الأوراق المالية في السوق السعودي.

خلاصة الفصل:

لقد تم من خلال هذا الفصل التعرف على سوق الأوراق المالية التي تلعب دورا هاما في تدفق الأموال للمشروعات الاستثمارية، وكذلك هي المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من أجل تداول الأصول المالية بمختلف أنواعها بيعا وشراء حيث تجرى هذه العمليات في شكل محدود ومعروف، كما وجدنا أن سوق الأوراق المالية تنقسم إلى سوق أولية (الإصدار) يتم في نطاقها التعامل مع الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة وسوق التداول (الثانوية) وهي التي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية وتداولها بين حاملها ومستثمر آخر بعد مرحلة إصدارها.

كما تعرفنا فيها الفصل أيضا على صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية التي تعتبر استراتيجية استثمارية تحقق عوائد مالية مع تأثير اجتماعي ايجابي، وتوفر سوق الأوراق المالية لهذه الصناديق فرصا للاستثمار في الشركات والأوراق المالية التي تلتزم بمعايير محددة للمسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة.

الفصل الثاني:

دراسة قياسية للعلاقة بين

صناديق الاستثمار ذات

المسؤولية الاجتماعية و سوق

الأوراق المالية السعودي

تمهيد:

تحظى الأسواق المالية في جميع الدول بالاهتمام نظرا لما تقوم به من دور مهم ورئيسي، وتعتبر سوق الأوراق المالية السعودية أكبر أسواق المنطقة العربية على الرغم من وجود سلطة تنظيمية مستقلة تشرف عليها، كما تعتبر سوق الأوراق المالية السعودية من بين أهم الأسواق المالية التي تعتمد على صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية، حيث تعد هذه الأخيرة من أهم الأدوات باعتبارها وسيلة فعالة في تجميع المدخرات، والاتاحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المشاركة في الأسواق المالية المحلية والعالمية مع مراعاة العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG).

وخلال هذا الفصل سنقوم بدراسة عينة من صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية (صندوق الرياض للإعمار، صندوق أصول وبخيت للمتاجرة بأسهم السوق الموازية، صندوق التجارة الدولية- سنبله بالريال السعودي-) في سوق الأوراق المالية السعودي حيث نسعى من خلال هذه الدراسة إلى معرفة أداء هذه الصناديق والعلاقة بينها وبين مؤشر السوق تاسي وللقيام بذلك تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: تقديم صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية في السوق السعودي؛

المبحث الثاني: تحليل العلاقة بين صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية وسوق الأوراق المالية السعودي.

المبحث الأول:

تقديم صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية في السوق السعودي.

من خلال هذا المبحث سوف يتم التطرق إلى مجموعة الصناديق التي تم اختيارها من أجل إجراء الدراسة حولها، وحتى تكون دراستنا أكثر دقة فقد تم اختيار ثلاثة صناديق تخضع لمعايير الاستثمار المسؤول اجتماعيا ضمن سوق الأوراق المالية السعودي، وعليه تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب معنونه بأسماء هذه الصناديق هي كالتالي: صندوق الرياض للإعمار، صندوق أصول وبخيت للمناجزة بأسهم السوق الموازية، صندوق تمويل التجارة الدولية (سنبلة).

المطلب الأول: صندوق الرياض للإعمار.

يعد صندوق الرياض للإعمار من أهم الصناديق المهمة في سوق الأوراق المالية السعودي، والتي سوف نتعرف على أهم المعلومات الخاصة به في هذا المطلب.

الفرع الأول: تعريف الصندوق.

إن صندوق الرياض للإعمار هو صندوق أسهم مضار بموجب اتفاقية بين الرياض المالية (مدير الصندوق) والمستثمرين في الصندوق (مالكي الوحدات) يهدف الصندوق إلى تنمية رأس المال على المدى الطويل من خلال الاستثمار في صناديق أسهم الشركات السعودية المسجلة في سوق المال والتي تتمثل أنشطتها في البناء، الإنشاءات، العقارات والإسمنت بالإضافة إلى الشركات الأخرى التي تمتلك أنشطة مماثلة.

وافقت هيئة السوق المالية على تأسيس الصندوق بالخطاب رقم 5/291 الصادر بتاريخ 23 محرم 1430 هـ (الموافق ل 20 يناير 2009م) وقد بدأ الصندوق نشاطه في 30 ديسمبر 2009 م.¹

تم تغيير اسم الصندوق من صندوق الاعمار إلى صندوق الرياض للإعمار.

الفرع الثاني: أهداف الصندوق

تتمثل أهداف الصندوق في الحفاظ على قدرته على الاستمرار في أعماله حتى يتمكن من الاستمرار في تحقيق أكبر قدر من العوائد لحاملي الوحدات ولضمان السلامة المعقولة لحاملي الوحدات.²

الفرع الثالث: سياسة الصندوق.

يتعامل مدير الصندوق مع مالكي الوحدات في الصندوق على أساس أنه وحدة محاسبية مستقلة، وبناء على ذلك، يقوم مدير الصندوق بإعداد قوائم مالية منفصلة للصندوق. بالإضافة إلى ذلك، يعتبر مالكي الوحدات

¹ - التقرير السنوي لصندوق إعمار ص 7، على موقع تداول، الرابط: <https://www.saudiexchange.sa> تاريخ الاطلاع: 22/05/2024 الساعة 12:08 .

² - نفس المرجع السابق، ص 7

مساهمين ومالكين لموجودات الصندوق وأي توزيعات للدخل تتم حسب نسبة ملكيتهم إلى إجمالي عدد الوحدات.

تعتبر إدارة الصندوق من مسؤولية مدير الصندوق. بموجب اتفاقية الصندوق، يجوز لمدير الصندوق تفويض أو إسناد واجباته إلى واحدة أو أكثر من المؤسسات المالية داخل المملكة العربية السعودية أو خارجها.

يخضع الصندوق للائحة صناديق الاستثمار ("اللائحة") الصادرة عن هيئة السوق المالية بتاريخ 3 ذو الحجة 1427 (الموافق ل 24 ديسمبر) 2006 والذي تم تعديله في 16 شعبان 1437 (الموافق ل 23 ماي 2016) والتي تنص على المتطلبات التي يتعين على جميع الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية إتباعها.¹

الفرع الرابع: إدارة المخاطر.

إن أنشطة الصندوق تعرضه لمجموعة متنوعة من المخاطر المالية: مخاطر السوق ومخاطر الائتمان ومخاطر السيولة ومخاطر التشغيل.

يتحمل مدير الصندوق مسؤولية تحديد ومراقبة المخاطر. يشرف مجلس إدارة الصندوق على مدير الصندوق وهو مسؤول في النهاية عن الإدارة العامة للصندوق. يتم تحديد مخاطر المراقبة والتحكم في المقام الأول على أساس الحدود الموضوعية من قبل مجلس إدارة الصندوق.

لدى الصندوق وثيقة الشروط والأحكام التي تحدد استراتيجيات أعماله العامة، وتعرضه للمخاطر وإدارة المخاطر العامة وهو ملزم باتخاذ إجراءات لإعادة التوازن للمحفظة بما يتماشى مع إرشادات الاستثمار. يستخدم الصندوق أساليب مختلفة لقياس وإدارة مختلف أنواع المخاطر التي يتعرض لها؛ فيما يلي شرح هذه الأساليب:

1- مخاطر السوق: تمثل هذه المخاطر تعرض القيمة العادلة أو التدفقات النقدية المستقبلية لأداة مالية للتقلبات نتيجة التغيرات في أسعار السوق. تشمل مخاطر السوق على ثلاثة أنواع من المخاطر: مخاطر العملات ومخاطر سعر الفائدة ومخاطر الأسعار الأخرى.

أ- مخاطر صرف العملات الأجنبية: هي مخاطر تذبذب قيمة التدفقات النقدية المستقبلية لأداة مالية بسبب التغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية وتنشأ هذه المخاطر عن الأدوات المالية المقومة بعملات أجنبية. جميع معاملات وأرصدة الصندوق بالريال السعودي، وبالتالي فإن الصندوق غير معرض لمخاطر صرف العملات الأجنبية.

¹ - نفس المرجع السابق، ص 7

ب - مخاطر سعر العمولة الخاصة: تمثل هذه المخاطر تعرض قيمة التدفقات النقدية المستقبلية للأدوات المالية أو القيم العادلة للأدوات المالية ذات السندات الثابتة للتقلبات نتيجة التغيرات في معدلات العمولة السوقية.

لا يخضع الصندوق لمخاطر أسعار العمولة، حيث لا يوجد لديه أي أدوات مالية مرتبطة بعمولات.

ج - مخاطر الأسعار: هي مخاطر تقلب قيمة الأدوات المالية للصندوق نتيجة للتغيرات في أسعار السوق بسبب عوامل أخرى غير حركة أسعار العملات الأجنبية والعمولات.

تنشأ مخاطر الأسعار بشكل أساسي من عدم التأكد بشأن الأسعار المستقبلية للأدوات المالية التي يحتفظ بها الصندوق. للصندوق استثمار في أسهم حقوق ملكية مصنفة على أنها محتفظ بها بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة. يراقب مدير الصندوق عن كثب حركة أسعار أدواته المالية المدرجة في السوق المالية السعودية. يدير الصندوق المخاطر من خلال تنويع محفظته الاستثمارية من خلال الاستثمار في قطاعات الصناعة المختلفة.

2- مخاطر الائتمان: هي عدم مقدرة طرف ما لأداة مالية على الوفاء بالتزاماته مما يؤدي إلى تكبد الطرف الآخر لخسارة مالية. يتعرض الصندوق لمخاطر الائتمان على النقد وما يمثله والاستثمارات بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة. يتم الاحتفاظ بالنقد في حسابات الاستثمار لدى مدير الصندوق ويحتفظ بالأرصدة النقدية المحتفظ بها لدى أمين الحفظ في بنوك تتمتع بتصنيف ائتماني جيد ولا يوجد تاريخ للتخلف عن استرداد الرصيد.

3- مخاطر السيولة: وتتمثل في احتمال عدم قدرة الصندوق على توليد موارد نقدية كافية لتسوية التزاماته بالكامل في وقت استحقاقها، أو لا يمكنه القيام بذلك إلا بشروط غير مجدية جوهرياً.

تنص شروط وأحكام الصندوق على الاشتراك والاسترداد للوحدات من الاثنين إلى الخميس، وبالتالي، يتعرض الصندوق لمخاطر السيولة بشأن الوفاء باستردادات حاملي الوحدات في هذه الأيام. تتكون المطلوبات المالية للصندوق بشكل أساسي من الذمم الدائنة التي من المتوقع تسويتها خلال شهر واحد من تاريخ قائمة المركز المالي.

يقوم مدير الصندوق بمراقبة متطلبات السيولة من خلال التأكد من توفر أموال كافية للوفاء بأي ارتباطات عند نشوئها، إما من خلال اشتراكات جديدة أو تصفية المحفظة الاستثمارية أو عن طريق أخذ قروض قصيرة الأجل من مدير الصندوق.

الاستحقاق المتوقع لموجودات ومطلوبات الصندوق أقل من 12 شهراً.

4- المخاطر التشغيلية: هي مخاطر الخسارة المباشرة وغير المباشرة التي قد تنتج عن أسباب متنوعة مرتبطة بعمليات الصندوق والتقنيات المستخدمة والبنية التحتية التي تدعم أنشطة الصندوق سواء على مستوى الصندوق أو على مستوى مقدم الخدمات للصندوق وعوامل خارجية أخرى بخلاف مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة ومخاطر العملة ومخاطر السوق مثل تلك التي تنتج عن المتطلبات النظامية والتنظيمية.

إن هدف الصندوق هو إدارة المخاطر التشغيلية وذلك لتحقيق التوازن بين الحد من الخسائر المالية والأضرار التي قد تلحق بسمعتها مع تحقيق أهدافها الاستثمارية من تحقيق العوائد من حاملي الوحدات¹

المطلب الثاني: صندوق أصول وبخيت للمتاجرة بأسهم السوق الموازية.

يعد صندوق أصول وبخيت للمتاجرة بأسهم السوق الموازية من أهم الصناديق المهمة في سوق الأوراق المالية السعودي، والتي سوف نتعرف على أهم المعلومات الخاصة به في هذا المطلب.

الفرع الأول: تعريف الصندوق.

هو صندوق استثماري تم إنشاؤه من خلال اتفاقية بين شركة أصول وبخيت الاستثمارية (مدير الصندوق) والمستثمرين بالصندوق (مالكي الوحدات)، بموجب موافقة هيئة السوق المالية السعودية بتاريخ 11 جمادى الأولى 1438هـ (الموافق 8 فبراير 2017م)، وبدأ الصندوق عملياته في 6 أبريل 2017م .

قام الصندوق بتحديث الأحكام والشروط والتي وافقت عليها هيئة السوق المالية السعودية في 3 شعبان 1440 (الموافق 8 أبريل 2019).²

الفرع الثاني: أهداف الصندوق

الهدف الأساسي من الصندوق هو تنمية رأس المال من خلال تحقيق قيمة مضافة إيجابية مقارنة بالمؤشر الاسترشادي مع التقليل من المخاطر المحتملة من خلال الاستثمار في الشركات المدرجة أسهمها في السوق الموازية (نمو) وفي أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في السوق الرئيسية وذلك بما لا يزيد عن 50% من صافي أصول الصندوق. وبالإضافة إلى ذلك يسمح للصندوق باستثمار السيولة المتاحة في ودائع آجلة لدى البنوك المرخصة في المملكة العربية السعودية والتي تتوافق مع الضوابط الشرعية المعدة من قبل اللجنة الشرعية للصندوق، كما يمكن للصندوق الاستثمار في صناديق الأسهم السعودية وصناديق أسواق النقد المطروحة وحداتها طرعا عاما ومرخصا من قبل الهيئة (بما في ذلك الصناديق المدارة من قبل مدير الصندوق).³

الفرع الثالث: سياسة الصندوق.

يخضع الصندوق للائحة صناديق الاستثمار "اللائحة" الصادرة عن هيئة السوق المالية بتاريخ 03 ذوالحجة 1427هـ (الموافق 24 ديسمبر 2006م)، والتي تم تعديلها لاحقا وفقا لقرار مجلس إدارة هيئة السوق المالية رقم 1-61-2016 وتاريخ 16 شعبان 1437هـ (الموافق 23 مايو 2016م)، والتي تنص على الأمور التي يتعين على جميع الصناديق الاستثمارية العاملة في المملكة العربية السعودية إتباعها خلال العام. قامت هيئة السوق بإصدار لائحة جديدة لصناديق الاستثمار سارية المفعول بتاريخ 06 نوفمبر 2016م.

¹ - نفس المرجع السابق، ص12

² - التقرير السنوي لصندوق أصول وبخيت للمتاجرة بأسهم السوق الموازية ص7، على موقع تداول الرابط: <https://www.saudiexchange.sa> تاريخ الاسترداد: 22/05/2024 الساعة 08:30.

³ - نفس المرجع السابق، ص7

إن الصندوق مفتوح للاشتراك/ الاسترداد في كل يوم عمل (يوم التعامل) لسوق الأسهم السعودية، بحيث يتم تنفيذ الاشتراك بشكل أسبوعي أما الاسترداد فيتم تنفيذه بشكل شهري، كما يتم تحديد قيمة محفظة السوق في نهاية آخر يوم عمل من كل أسبوع، يتم تحديد صافي قيمة الموجودات لغرض شراء أو بيع وحدات الصندوق بتقسيم صافي قيمة الموجودات (القيمة العادلة لموجودات الصندوق بعد خصم مطلوبات الصندوق) على إجمالي عدد الوحدات القائمة في يوم التقييم.¹

الفرع الرابع: إدارة المخاطر.

إن نشاط الصندوق عرضه لمجموعة متنوعة من المخاطر المالية: مخاطر السوق، مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة، والمخاطر التشغيلية. ومدير الصندوق مسؤول عن تحديد المخاطر والرقابة عليها، ويشرف مجلس الصندوق على مدير الصندوق وهو مسؤول في نهاية الأمر عن الإدارة العامة للصندوق.

يتم تحديد المخاطر والرقابة عليها في المقام الأول لتنفيذها على الحدود التي يضعها مجلس الصندوق، وللصندوق شروط وأحكام توثق وتحدد استراتيجياته التجارية الشاملة، وتحمله للمخاطر، وفلسفته العامة لإدارة المخاطر، وهو ملزم باتخاذ إجراءات لإعادة توازن محفظته وفقاً لإرشادات الاستثمار.

ويستخدم الصندوق أساليب مختلفة لقياس وإدارة مختلف أنواع المخاطر التي يتعرض لها.

1- مخاطر السوق (مخاطر السعر): وتنشأ مخاطر السوق في المقام الأول من عدم التأكد من الأسعار المستقبلية للأدوات المالية التي يحتفظ بها الصندوق، وتتنوع مدير الصندوق لمحفظته الاستثمارية ومراقبة عن كثب حركة أسعار استثماراته في الأدوات المالية، وفي تاريخ قائمة المركز المالي كان لدى الصندوق استثمارات في الملكية في صناديق المستثمر.

2- مخاطر الائتمان: يتعرض الصندوق لمخاطر الائتمان وهي المخاطر المتمثلة في عدم مقدرة طرف ما على الوفاء بالتزاماته مما يتسبب في خسائر مالية للطرف الآخر. يتعرض الصندوق لمخاطر ائتمان في محفظته الاستثمارية، في أرصدة البنوك والمدينون.

سياسة الصندوق للدخول في عقود أدوات مالية مع أطراف ذو تصنيف جيد. يسعى الصندوق إلى الحد من مخاطر الائتمان عن طريق رصد التعرض لمخاطر الائتمان، والحد من المعاملات مع نظراء محددين، وتقييم الجدارة الائتمانية لنظرائهم باستمرار.

3- مخاطر السيولة: مخاطر السيولة هي خطر أن الصندوق قد لا يكون قادراً على توليد الموارد النقدية الكافية لتسوية التزاماته بالكامل عند استحقاقها أو لا يمكن أن يفعل ذلك إلا بشروط غير مواتية من الناحية المادية.

¹ - نفس المرجع السابق، ص 7

وتتص شروط الصندوق وأحكامه على الاكتتاب والاسترداد للوحدات في كل يوم عمل سعودي، و بالتالي فإنها معرضه لمخاطر السيولة المتمثلة في استرداد للوحدات في هذه الأيام. وتتألف التزامات الصندوق المالية في المقام الأول من المبالغ المستحقة الدفع التي يتوقع تسويتها في غضون شهر واحد من تاريخ قائمة المركز المالي.

ويقوم مدير الصندوق برصد متطلبات السيولة عن طريق ضمان توافر أموال كافية للوفاء بأي التزامات عند نشوئها، إما عن طريق الاشتراكات الجديدة أو تصفيه محفظة الاستثمارات أو عن طريق الحصول علي تمويلات قصيرة الأجل من مدير الصندوق.

4- المخاطر التشغيلية: هي خطر الخسارة المباشرة أو غير المباشرة الناجمة عن مجموعه متنوعة من الأسباب المرتبطة بالعمليات والتكنولوجيا والبنية التحتية التي تدعم أنشطه الصندوق سواء داخليا أو خارجيا عن طريق مقدم خدمات الصندوق ومن الخارج عوامل أخرى غير الائتمان والسيولة والعملية ومخاطر السوق مثل تلك الناشئة عن المتطلبات القانونية والتنظيمية.

ويتمثل هدف الصندوق في أداره المخاطر التشغيلية من أجل الموازنة بين الخسائر المالية والاضرار التي تلحق بسمعته وبين تحقيق هدفه الاستثماري المتمثل في توليد عوائد لمالكي الوحدات¹.

المطلب الثالث: صندوق تمويل التجارة الدولية(السنبله).

يعد صندوق تمويل التجارة الدولية (السنبله) من أهم الصناديق المهمة في سوق الأوراق المالية السعودي، والتي سوف نتعرف عل أهم المعلومات الخاصة به في هذا المطلب.

الفرع الأول: تعريف الصندوق.

صندوق تمويل التجارة الدولية (السنبله) هو صندوق استثمار مفتوح مصمم للمستثمرين الراغبين في تنمية رأس المال على المدى الطويل. يتم استثمار موجودات الصندوق في معاملات تمويل التجارة الدولية. يعاد استثمار كامل الدخل في الصندوق ويدرج في سعر الوحدة.

يدار الصندوق من قبل شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار ("المدير")، وهي شركة تابعة مملوكة بالكامل من مجموعة سامبا المالية " (البنك)"²

الفرع الثاني: أهداف الصندوق

توفير السيولة وزيادة رأس المال من خلال الاستثمار في أدوات النقد قصيرة الأجل المتوافقة مع الشريعة الاسلامية وأدوات الصكوك والمنتجات المركبة المقومة بالريال أو الدولار أو كلاهما المتوافقة مع الضوابط الشرعية، بالإضافة إلى الاستثمار في الصناديق الاستثمارية العامة والمرخصة من الهيئة والمتوافقة مع الضوابط الشرعية ذات الأهداف والمخاطر المماثلة.³

¹ - نفس المرجع السابق، ص 17
² - التقرير السنوي لصندوق تمويل التجارة الدولية(سنبله) ص 8، على موقع تداول الرابط: <https://www.saudiexchange.sa> تاريخ الاسترداد: 22/05/2024 الساعة 08:45 .
³ - نفس المرجع السابق، ص 8

الفرع الثالث: سياسة الصندوق.

يخضع الصندوق لأحكام لائحة صناديق الاستثمار ("اللائحة") الصادرة عن هيئة السوق المالية بتاريخ 3 ذي الحجة 1427هـ (الموافق 24 ديسمبر 2006) وتعديلاتها بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة في 16 شعبان 1437هـ (الموافق 23 ماي 2016)¹

الفرع الرابع: إدارة المخاطر:

لدى المدير سياسات وإجراءات لتحديد المخاطر التي تؤثر على استثمارات الصندوق ولضمان مواجهة هذه المخاطر في أقرب وقت ممكن، والتي تتضمن إجراء تقييم مخاطر مرة كل سنة على الأقل. كما يقوم المدير بتوزيع المخاطر بشكل حذر مع الأخذ بعين الاعتبار سياسات الاستثمار الخاصة بالصندوق والشروط والأحكام ومذكرة المعلومات. بالإضافة لذلك، يقوم المدير بكل ما في وسعه لضمان توفر سيولة كافية لمقابلة أي طلب استرداد متوقع. يؤدي مجلس إدارة الصندوق دوراً في ضمان قيام المدير بالمسؤوليات الموكلة إليه لمنفعة مالكي الوحدات وفقاً لأحكام لائحة صناديق الاستثمار والشروط والأحكام الخاصة بالصندوق ومذكرة المعلومات.

إن أنشطة الصندوق تعرضه لمجموعة متنوعة من المخاطر المالية: مخاطر السوق ومخاطر الائتمان ومخاطر السيولة.

يستخدم الصندوق أساليب مختلفة لقياس وإدارة مختلف أنواع المخاطر التي يتعرض لها، فيما يلي شرح هذه الأساليب:

1- مخاطر السوق

أ- مخاطر معدل العمولة الخاصة: تنشأ هذه المخاطر من احتمال تأثير التغيرات في معدل العمولة الخاصة في السوق على الربحية المستقبلية أو القيمة العادلة للأدوات المالية.

كما في تاريخ قائمة المركز المالي، لم يكن الصندوق معرضاً لمخاطر معدل العمولة الخاصة بشكل جوهري حيث أن معظم موجوداته محملة بسعر عمولة خاصة ثابت، أما المطلوبات فليست محملة بالعمولة.

ب- مخاطر العملة: هي مخاطر التغير في قيمة الأداة المالية نتيجة للتغيرات في أسعار تحويل العملات الأجنبية. إن الموجودات والمطلوبات المالية للصندوق مقومة بالريال السعودي وبالتالي لا يتعرض الصندوق لمخاطر العملة.

2- مخاطر السيولة:

إن مخاطر السيولة هي المخاطر المتعلقة بعدم قدرة الصندوق على توفير السيولة الكافية للوفاء بالالتزامات المتعلقة بالمطلوبات المالية.

تنص شروط وأحكام الصندوق على أن تتم الاشتراكات واسترداد الوحدات خلال الأسبوع، وبالتالي يتعرض الصندوق لمخاطر السيولة المتعلقة بعدم استيفاء استردادات مالكي الوحدات. وبشكل عام، يتم إيداع استثمارات التمويل التجاري على المدى القصير. يقوم المدير بمراقبة متطلبات السيولة بانتظام و التأكد من

¹ - نفس المرجع السابق، ص 8

توفير السيولة الكافية للوفاء بأيّة التزامات عند نشوئها. إن المطلوبات المالية للصندوق مستحقة خلال ثلاثة أشهر.

3- مخاطر الائتمان: هي مخاطر عدم مقدرة طرف ما لأداة مالية على الوفاء بالتزاماته مما يؤدي إلى تكبد الطرف الآخر لخسارة مالية.

يتعرض الصندوق لمخاطر الائتمان على موجوداته المالية. يسعى المدير إلى الحد من مخاطر الائتمان من خلال مراقبة التعرضات الائتمانية ووضع حدود لاستثمارات التمويل التجاري. إن الحد الأقصى للتعرض لمخاطر الائتمان للموجودات المالية هو قيمتها الدفترية¹.

¹ - نفس المرجع السابق، ص 15

المبحث الثاني:

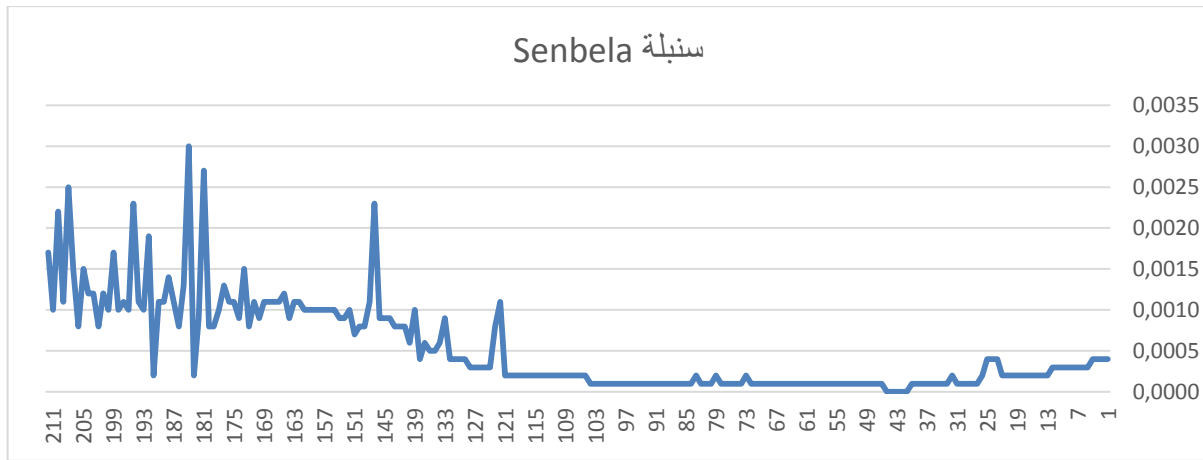
تحليل العلاقة بين صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية وسوق الأوراق المالية السعودي.

سوف يتم التطرق في هذا المبحث لعرض وتحليل النتائج المتحصل عليها والعمل على مناقشتها

المطلب الأول: تجميع وتمثيل البيانات الاحصائية

تم جمع البيانات الخاصة بالمتغيرات محل الدراسة من مصادرها الموثقة _ التقارير الرسمية الصادرة عن الصناديق _ وتخص 212 مشاهدة متواترة أسبوعياً بين عامي 2020 و 2024 وهي مرتبة وموضحة في الجدول بالملحق رقم (01) أدناه، ويمكن تمثيلها بيانياً كما يلي:

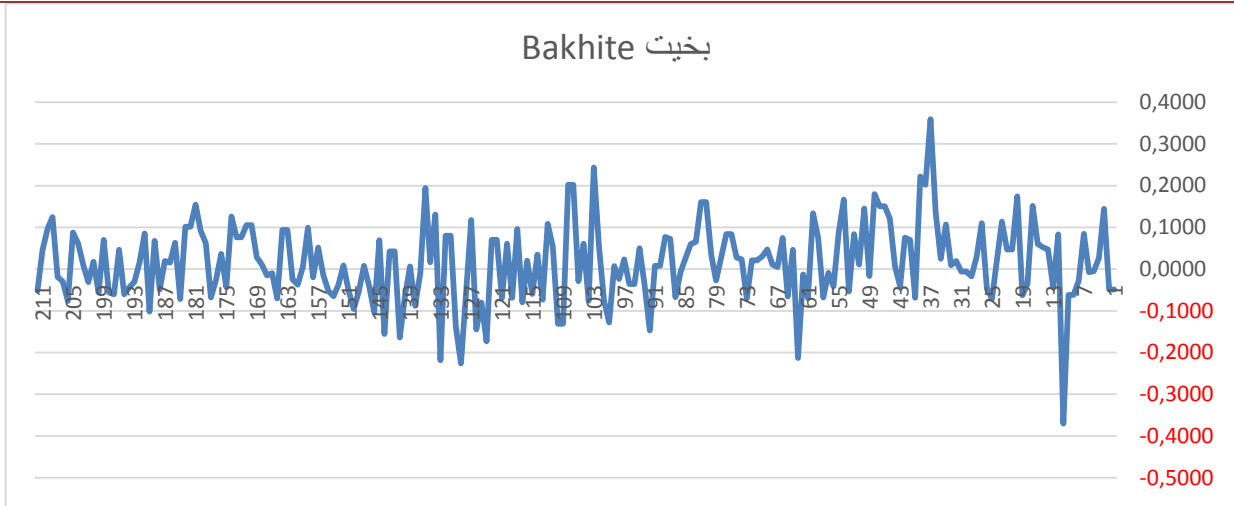
الشكل رقم (04): التمثيل البياني لمؤشر صندوق سنبله خلال الفترة 2024-2020



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على بيانات الجدول في الملحق رقم (01) وبرنامج Excel

نلاحظ من الشكل أعلاه أن كل مؤشر صندوق سنبله موازي لمحور الفواصل وهو في تذبذب مستمر صعوداً ونزولاً خلال فترة الدراسة ولكنه دائماً موجب، وقد كان أكثر استقراراً في الفترة 2020 إلى الأسبوع الثاني من 2022 وأكثر تذبذباً بين الأسبوع الثاني والثالث من عام 2023، وسجل أعلى قيمة له وهي (0.0030) وهذا في الأسبوع 184.

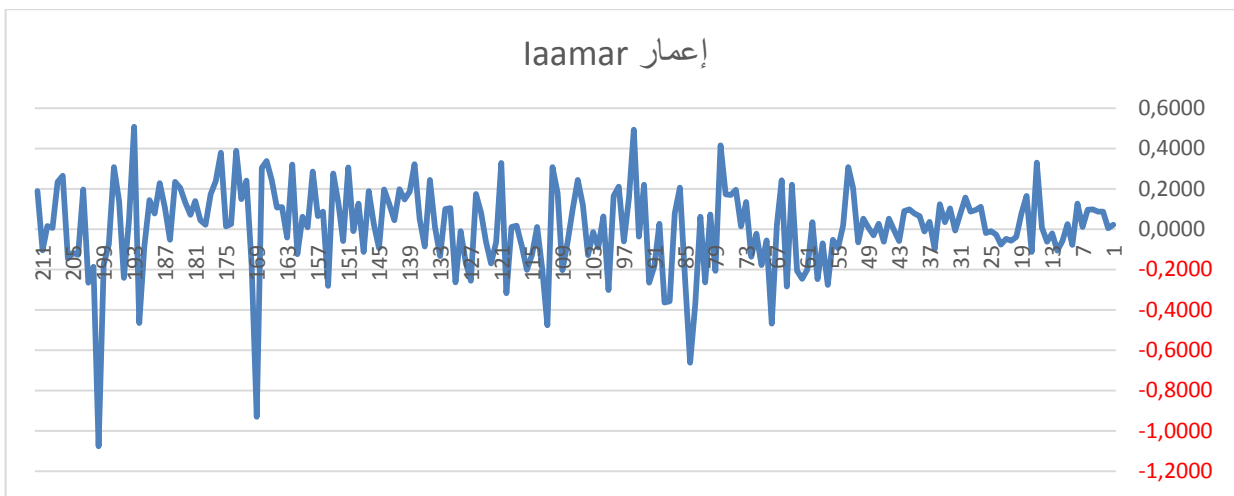
الشكل رقم (05): التمثيل البياني لمؤشر صندوق بخيت خلال الفترة 2024-2020



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الجدول في الملحق رقم (01) وبرنامج Excel

نلاحظ من الشكل أعلاه أن مؤشر صندوق بخيت في تذبذب مستمر صعودا ونزولا خلال فترة الدراسة، وقد حقق أعلى قيمة له وهي (0.3595) في الأسبوع 37 في حين كانت أسوء نتيجة تقدر بـ (-0.3704) الأسبوع 11.

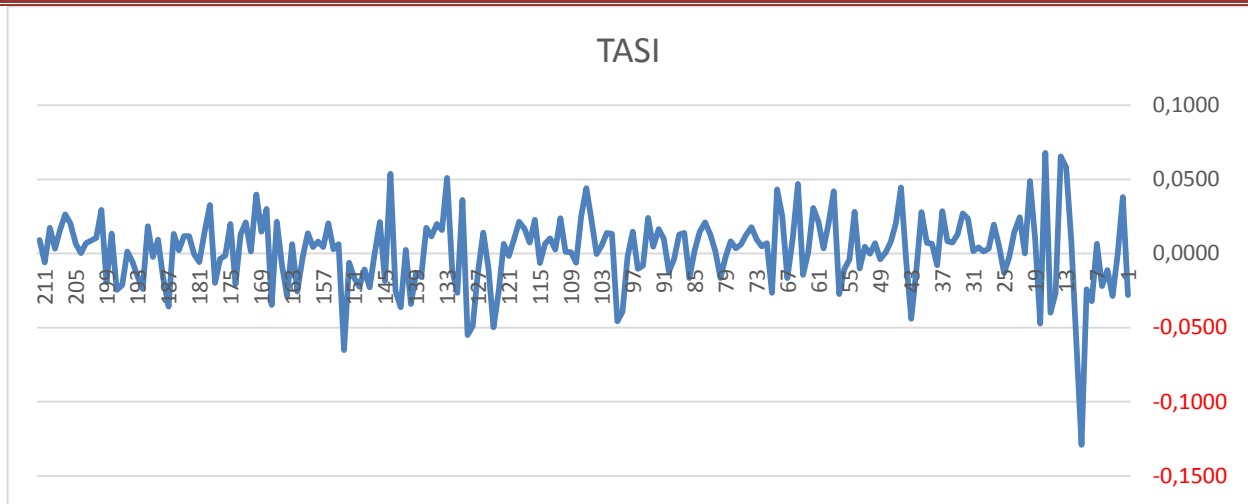
الشكل رقم (06): التمثيل البياني لمؤشر صندوق إعمار خلال الفترة 2020-2024



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الجدول في الملحق رقم (01) وبرنامج Excel

نلاحظ من الشكل أعلاه أن مؤشر صندوق إعمار متذبذب صعودا ونزولا طوال فترة الدراسة، وقد حقق أعلى قيمة له وهي (0.5077) في الأسبوع 193 في حين كانت أسوء نتيجة تقدر بـ (-1.0749) الأسبوع 200.

الشكل رقم (07): التمثيل البياني لمؤشر السوق TASI خلال الفترة 2020-2024



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الجدول في الملحق رقم (01) وبرنامج Excel

نلاحظ من الشكل أعلاه أن مؤشر السوق Tasi متذبذب صعوداً ونزولاً طوال فترة الدراسة، وقد حقق أعلى قيمة له وهي (0.0679) في الأسبوع 17 في حين كانت أسوأ نتيجة تقدر بـ (-0.1292)، الأسبوع 10.

المطلب الثاني: التحليل الإحصائي الوصفي للمتغيرات

يوضح الجدول أدناه مخرجات التحليل الإحصائي الوصفي لبيانات عينة الدراسة.

الجدول رقم (02): نتائج التحليل الإحصائي الوصفي للمتغيرات محل الدراسة

TASI	SENBELA	IAAMAR	BAKHITE	
مؤشر تاسي	سنبلة	إعمار	بخيت	
0.002069	0.000527	0.012618	0.015470	Mean المتوسط الحسابي
0.004450	0.000200	0.023700	0.015750	Median الوسيط الحسابي
0.067900	0.003000	0.507750	0.359500	Maximum الحد الأعلى
-0.129200	0.000000	-1.074950	-0.370400	Minimum الحد الأدنى
0.024217	0.000554	0.209694	0.092295	Std. Dev الانحراف المعياري
-0.831458	1.627248	-1.228764	-0.108756	Skewness الإلتواء
6.824650	6.081553	7.538648	4.616042	Kurtosis التفرطح
153.6403	177.4414	235.3092	23.48697	Jarque-Bera جاك بيرا
0.000000	0.000000	0.000000	0.000008	Probability
212	212	212	212	Observations المشاهدات

المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

- بلغ متوسط مؤشر صندوق بخيت (XB) في العينة محل الدراسة في الفترة من 2020/1/1 إلى 2024/1/17 قيمة 0.015470 بوسيط قيمته 0.015750 وكانت القيمة العليا للمؤشر 0.359500 والقيمة الدنيا 0.370400 -، وقيمة الانحراف المعياري 0.092295، فيما بلغ معامل الالتواء -0.108756، وبما أن القيمة سالبة فتدل على أن منحني التوزيع التكراري ملتوي يسارا بمعامل تفرطح 4.616042 .
- بلغ متوسط مؤشر صندوق إعمار (XI) في العينة محل الدراسة في الفترة من 2020/1/1 إلى 2024/1/17 قيمة 0.023700 بوسيط قيمته 0.012618 وكانت القيمة العليا للمؤشر 0.507750 والقيمة الدنيا 1.074950 -، وقيمة الانحراف المعياري 0.209694، فيما بلغ معامل الالتواء -1.228764، وبما أن القيمة سالبة فتدل على أن منحني التوزيع التكراري ملتوي يسارا بمعامل تفرطح 7.538648 .
- بلغ متوسط مؤشر صندوق سنبله (XS) في العينة محل الدراسة في الفترة من 2020/1/1 إلى 2024/1/17 قيمة 0.000527 بوسيط قيمته 0.00020 وكانت القيمة العليا للمؤشر 0.003000 والقيمة الدنيا 0.000000، وقيمة الانحراف المعياري 0.000554، فيما بلغ معامل الالتواء 1.627248، وبما أن القيمة موجبة فتدل على أن منحني التوزيع التكراري ملتوي إلى اليمين بمعامل تفرطح 6.081553 .
- بلغ متوسط مؤشر السوق تاسي (YT) في العينة محل الدراسة في الفترة من 2020/1/1 إلى 2024/1/17 قيمة 0.002069 بوسيط قيمته 0.004450 وكانت القيمة العليا للمؤشر 0.067900 والقيمة الدنيا -0.129200، وقيمة الانحراف المعياري 0.024217، فيما بلغ معامل الالتواء -0.831458، وبما أن القيمة سالبة فتدل على أن منحني التوزيع التكراري ملتوي إلى اليسار بمعامل تفرطح 6.824650 .

اختبار التوزيع الطبيعي Normal Distribution

للتحقق من مدى اقتراب بيانات عينة الدراسة من توزيعها الطبيعي تم استخدام اختبار "Jaque- Bera" وتكون قاعدة القرار لقبول الفرضية العدمية بأن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أكبر من 0.05.

يبين الجدول أعلاه أن جميع متغيرات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي حيث تتراوح قيمتها الاحتمالية بين (23.48697 - 235.3092) وهي أكبر بكثير من 0.05 وبذلك نقبل الفرضية العدمية القائلة بأن البيانات تتبع توزيعا طبيعيا.

المطلب الثالث: استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات

لقياس أثر كل من مؤشر صندوق سنبله (XS)، مؤشر صندوق إعمار (XI)، مؤشر صندوق بخيت (XB) على مؤشر السوق تاسي (YT) يتم صياغة النموذج التالي:

$$YT=f(XI, XB, XS)$$

حيث أن:

- المتغير التابع: مؤشر السوق تاسي YT

- المتغيرات المستقلة: وهي:

XS: مؤشر صندوق سنبله

XI: مؤشر صندوق إعمار

XB: مؤشر صندوق بخيت

اختبار الاستقرارية للسلسلة الزمنية

السلسلة الزمنية هي مجموعة المشاهدات أو القياسات التي تُؤخذ على ظاهرة معينة على فترات زمنية متتابعة متساوية الطول سواء سنوية، شهري، أسبوعية أو يومية، وتعد مشكلة الانحدار الزائف إحدى أكثر المشاكل شيوعاً في السلاسل الزمنية لأن المتغيرات غير المستقرة تعكس وجود علاقة زائفة، وعليه ومن أجل تحديد طريقة التقدير المناسبة لا بد من إجراء اختبارات جذر الوحدة Unit Root Test

يتم اختبار استقرارية السلسلة الزمنية أي عدم احتوائها على جذر الوحدة بمقارنة القيمة الجدولية مع قيمة T المحسوبة، فإذا كانت القيمة الجدولية أكبر من قيمة T المحسوبة بالقيمة المطلقة فإن ذلك يعني عدم استقرار المتغير والعكس صحيح، أي أن:

H0: الفرضية الصفرية تعني احتواء السلسلة الزمنية للمتغير على جذر الوحدة، أي أنها غير مستقرة.

H1: الفرضية البديلة ومفادها أن السلسلة الزمنية للمتغير لا تحتوى على جذر وحدة، فهي مستقرة.

وللكشف عن استقرارية السلاسل الزمنية لدينا طريقتان هما:

- الرسم البياني للسلسلة الزمنية ودالتها للارتباط الذاتي Correlogram؛
- الاختبارات الاحصائية الرسمية للكشف عن جذر الوحدة وأهمها اختبار ديكي فولر المطور ADF، واختبار فيليبس بيرون PP.

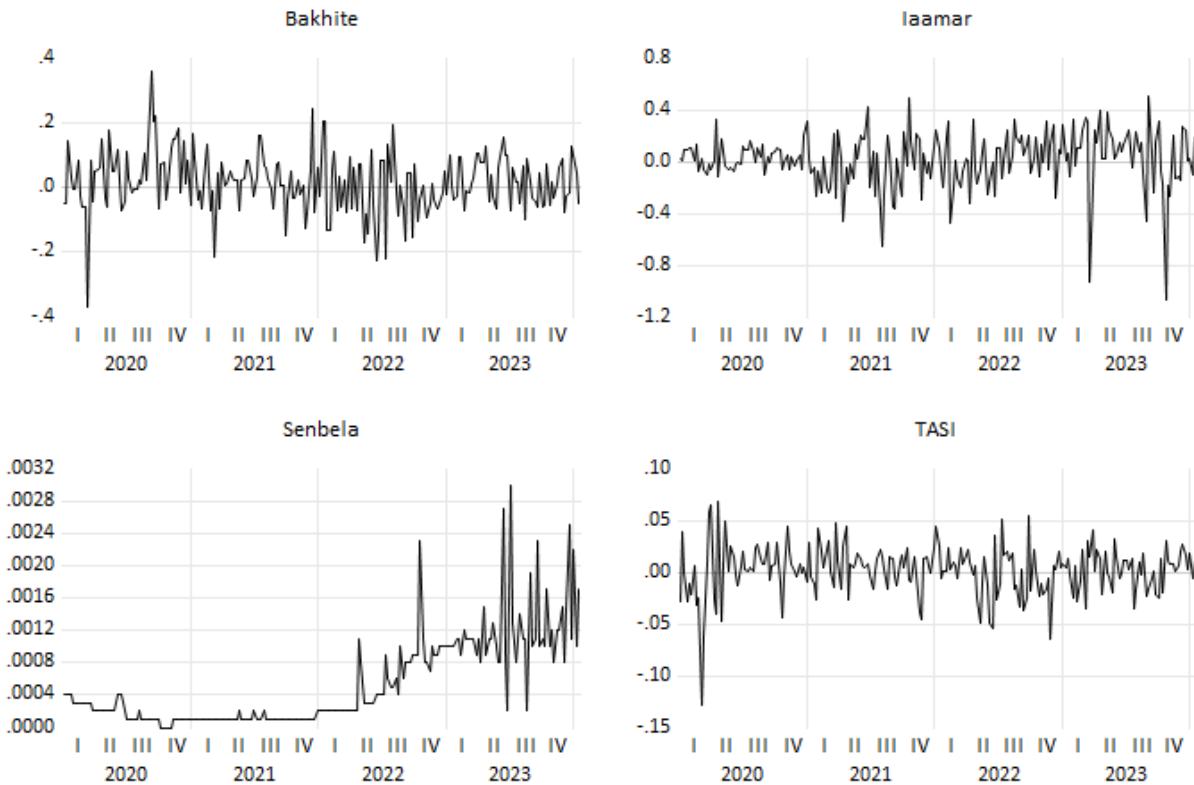
وتكون السلسلة الزمنية مستقرة بشكل تام إذا توفرت الشروط التالية:

- ثبات الوسط الحسابي عبر الزمن؛
- ثبات قيمة التباين عبر الزمن؛
- أن يكون التباين المشترك بين أي قيمتين لنفس المتغير معتمدا على الفجوة الزمنية بين القيمتين وليس على القيمة الفعلية للزمن الذي يحسب عند التباين.

أولاً: التمثيل البياني للسلاسل الزمنية

يبين الشكل الموالي التمثيل البياني للسلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة بين عامي 2020 و2024.

الشكل رقم (08): التمثيل البياني للمتغيرات محل الدراسة



المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

نلاحظ من الشكل أعلاه أن كل المتغيرات موازية لمحور الفواصل وهي في تذبذب مستمر صعودا ونزولا خلال فترة الدراسة وكان أكثرها استقرارا هو مؤشر سنبله في الفترة 2020 إلى الأسبوع الثاني من 2022 وأكثرها تذبذبا مؤشر سنبله بين الأسبوع الثاني والثالث من عام 2023.

ثانيا: اختبار جذر الوحدة

تم الاعتماد في اعداد هذه الدراسة على اختبارات ديكي فولر، ويسمح هذا الاختبار بإلغاء التحيزات الناتجة عن المميزات الخاصة للتذبذبات العشوائية، ويمكن تبسيط الاختبار في أربعة مراحل أساسية:

- تقدير بواسطة طريقة المربعات الصغرى OLS النماذج الأساسية الثلاثة لاختبار ADF مع حساب الاحصائيات المرافقة؛

- تقدير التباين قصير الأجل، $\delta^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n e^2$ حيث e_t تمثل البواقي؛

- تقدير العامل المصحح: δ_t^2 - ويسمى التباين قصير الأجل-

$$1 - \frac{i}{l+1} \frac{1}{N} \sum_{t=i+1}^n e_t e_{t-1} \delta_t^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n e_t^2 + 2 \sum_{i=1}^i ($$

من أجل تقدير هذا التباين يجب إيجاد عدد التأخيرات Lag حيث: L عدد التأخيرات المقدر بدلالة

$$L = 4 \left(\frac{T}{100} \right)^{2/9}$$

تبين الجداول الموالية نتائج اختبار ديكي فولر للمتغيرات المفسرة والمتغير التابع.

الجدول رقم (03): اختبار جذر الوحدة للمتغير مؤشر صندوق إعمار XI

Null Hypothesis: IAAMAR has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-12.95293	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.575968	
5% level	-1.942338	
10% level	-1.615698	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(IAAMAR)
Method: Least Squares
Date: 05/21/24 Time: 06:02
Sample (adjusted): 2 212
Included observations: 211 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IAAMAR(-1)	-0.890124	0.068720	-12.95293	0.0000
R-squared	0.444114	Mean dependent var		0.000786
Adjusted R-squared	0.444114	S.D. dependent var		0.280720
S.E. of regression	0.209299	Akaike info criterion		-0.285382
Sum squared resid	9.199237	Schwarz criterion		-0.269496
Log likelihood	31.10778	Hannan-Quinn criter.		-0.278961
Durbin-Watson stat	1.995568			

المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

تبين نتائج الجدول رقم () اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي فولر للمتغير مؤشر صندوق إعمار (XI)، أن المتغير ساكن عند المستوى عند درجة معنوية 1%، بدون اتجاه وبدون ثابت حيث كانت القيمة المحسوبة $t\text{-statistic} = -12.9529$ ، وبدون فترة إبطاء.

الجدول رقم (04): اختبار جذر الوحدة للمتغير مؤشر صندوق سنبله XS

Null Hypothesis: D(SENBELA) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 4 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.681855	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.576236	
5% level	-1.942376	
10% level	-1.615674	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(SENBELA,2)
Method: Least Squares
Date: 05/21/24 Time: 06:11
Sample (adjusted): 7 212
Included observations: 206 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(SENBELA(-1))	-3.691840	0.381315	-9.681855	0.0000
D(SENBELA(-1),2)	1.673851	0.338551	4.944167	0.0000
D(SENBELA(-2),2)	0.743129	0.261727	2.839325	0.0050
D(SENBELA(-3),2)	0.243661	0.162148	1.502710	0.1345
D(SENBELA(-4),2)	0.026587	0.074846	0.355217	0.7228
R-squared	0.848713	Mean dependent var		3.40E-06
Adjusted R-squared	0.845703	S.D. dependent var		0.000789
S.E. of regression	0.000310	Akaike info criterion		-13.29596
Sum squared resid	1.93E-05	Schwarz criterion		-13.21519
Log likelihood	1374.484	Hannan-Quinn criter.		-13.26329
Durbin-Watson stat	2.001358			

المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

تبين نتائج الجدول رقم () اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي فولر للمتغير مؤشر صندوق سنبله (XS)، أن المتغير ساكن عند الفرق الأول (1) عند درجة معنوية 1%، بدون اتجاه وبدون ثابت حيث كانت القيمة المحسوبة $t\text{-statistic} = -9.6818$ ، وقدرت فترة إبطاء بـ 5 فترات.

الجدول رقم (05): اختبار جذر الوحدة للمتغير مؤشر صندوق بخيت XB

Null Hypothesis: BAKHITE has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-12.70703	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.461327	
5% level	-2.875062	
10% level	-2.574054	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(BAKHITE)
Method: Least Squares
Date: 05/21/24 Time: 05:57
Sample (adjusted): 2 212
Included observations: 211 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BAKHITE(-1)	-0.871806	0.068608	-12.70703	0.0000
C	0.013750	0.006416	2.143062	0.0333
R-squared	0.435849	Mean dependent var		-1.37E-05
Adjusted R-squared	0.433150	S.D. dependent var		0.122014
S.E. of regression	0.091864	Akaike info criterion		-1.927583
Sum squared resid	1.763747	Schwarz criterion		-1.895812
Log likelihood	205.3600	Hannan-Quinn criter.		-1.914741
F-statistic	161.4685	Durbin-Watson stat		2.016042
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

تبين نتائج الجدول رقم () اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي فولر للمتغير مؤشر صندوق بخيت(XB)، أن المتغير ساكن عند المستوى ودرجة معنوية 1%، حيث كانت القيمة المحسوبة t -statistic = -12.7070، وبدون فترة إبطاء، بدون اتجاه وبوجود ثابت C قيمته 2.1430 وهو معنوي عند درجة معنوية أقل من 5%.

الجدول رقم (06): اختبار جذر الوحدة للمتغير مؤشر السوق تاسي YT

Null Hypothesis: TASI has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-12.58173	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.575968	
5% level	-1.942338	
10% level	-1.615698	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TASI)
Method: Least Squares
Date: 05/21/24 Time: 05:53
Sample (adjusted): 2 212
Included observations: 211 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TASI(-1)	-0.856786	0.068098	-12.58173	0.0000
R-squared	0.429795	Mean dependent var		0.000177
Adjusted R-squared	0.429795	S.D. dependent var		0.031829
S.E. of regression	0.024035	Akaike info criterion		-4.613924
Sum squared resid	0.121308	Schwarz criterion		-4.598038
Log likelihood	487.7689	Hannan-Quinn criter.		-4.607502
Durbin-Watson stat	1.949186			

المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

تبين نتائج الجدول رقم () اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي فولر للمتغير مؤشر السوق تاسي (YT)، أن المتغير ساكن عند المستوى درجة معنوية 1%، بدون اتجاه وبدون ثابت حيث كانت القيمة المحسوبة $t\text{-statistic} = -12.5817$ ، وبدون فترة إبطاء.

وبما أن المتغيرات هي خليط بين متغيرات ساكنة ومستقرة عند المستوى وأخرى ساكنة عند الفرق الأول (1) بعد التأكد من أن المتغيرات المستخدمة في الدراسة ليست متكاملة من الدرجة الثانية (2) أو عند الفرق الثاني، نستنتج أنه يمكننا تطبيق منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL

المطلب الرابع: تقدير نموذج ARDL

بعد التأكد من استقرارية متغيرات الدراسة تم استخدام منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع، ويتم تقديره إذا كانت السلسلة الزمنية مستقرة عند المستوى أو مستقرة عند الفرق الأول أو خليط بينهما، ويمكن استخدام هذا المنهجية إذا كان حجم العينة صغير لكن أكبر أو يساوي 25، أيضا تأخذ منهجية ARDL في الاعتبار الديناميكيات الزمنية- زمن التعديل، التوقعات- في تفسير المتغير ذو السلسلة الزمنية المعنية بالدراسة وبالتالي فهي تحسن عملية التنبؤ وفعالية السياسات والقرارات الناتجة عنها، من ناحية أخرى

فإن النموذج البسيط - غير الديناميكي - يستعيد جزءاً فقط من تباين المتغير المراد تفسيره للتفسير اللحظي ما يعني تأثيراً فورياً أو غير منتشر في الوقت.

يمكن كتابة الصيغة العامة لنموذج ARDL مكون من المتغير التابع (مؤشر تاسي) Y_t والمتغيرات المستقلة المتمثلة في مؤشرات الصناديق X_S X_B X_I وفق المعادلة التالية:

$$\Delta Y_t = a_0 + a_{1t} + \sum_{i=1}^p a_{2i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} a_{3i} \Delta X_{1t-i} + a_4 \Delta X_{2t-i} + a_5 X_{t-1} + \varepsilon_{1t} \dots \dots (1)$$

$$\Delta X_t = \beta_0 + \beta_{1t} + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} \Delta X_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} a_{3i} \Delta X_{1t-i} + a_4 \Delta Y_{t-i} + a_5 X_{t-1} + \varepsilon_{2t} \dots \dots (2)$$

حيث أن:

- C: الحد الثابت؛
- Δ : الفروق من الدرجة الأولى؛
- $q_1, q_2, q_3, \dots, q_k$: فترات إبطاء للمتغيرات المفسرة $X_1, X_2, X_3, \dots, X_k$ على التوالي؛
- P: فترة إبطاء المتغير التابع Y؛
- a_{2i}, a_{3i} : معامل العلاقة قصيرة المدى؛
- a_{4i}, a_{5i} : معامل العلاقة طويلة المدى؛
- ε_t : حد الخطأ العشوائي.

الفرع الأول: تحديد فترات الإبطاء الزمني المثلى

لتحديد فترات الإبطاء الزمني المثلى وفقاً لنموذج ARDL، تم استخدام معيار (Akaike) وهو الأكثر شيوعاً والذي يعتمد على أقل قيمة إحصائية في تحديد النموذج المناسب في الدراسة كما هو موضح في الشكل الموالي.

الجدول رقم (07): فترات التباطؤ المثلى لنموذج ARDL

Dependent Variable: TASI
 Method: ARDL
 Date: 05/21/24 Time: 06:16
 Sample (adjusted): 3 212
 Included observations: 210 after adjustments
 Maximum dependent lags: 10 (Automatic selection)
 Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
 Dynamic regressors (10 lags, automatic): SENBELA BAKHITE IAAMAR
 Fixed regressors: C
 Number of models evaluated: 13310
 Selected Model: ARDL(2, 0, 0, 0)
 Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
TASI(-1)	0.069680	0.074631	0.933662	0.3516
TASI(-2)	-0.065220	0.068226	-0.955949	0.3402
SENBELA	-1.147522	2.960663	-0.387590	0.6987
BAKHITE	0.049207	0.019594	2.511372	0.0128
IAAMAR	-0.013848	0.007835	-1.767468	0.0786
C	0.002015	0.002287	0.880935	0.3794
R-squared	0.072266	Mean dependent var		0.002042
Adjusted R-squared	0.049527	S.D. dependent var		0.024115
S.E. of regression	0.023511	Akaike info criterion		-4.634581
Sum squared resid	0.112760	Schwarz criterion		-4.538949
Log likelihood	492.6310	Hannan-Quinn criter.		-4.595920
F-statistic	3.178115	Durbin-Watson stat		1.974817
Prob(F-statistic)	0.008734			

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

يبين الشكل أعلاه أن النموذج ARDL(2.0.0.0) هو الأنسب من بين 13310 نموذج تم اختبارها من طرف البرنامج، حيث أخذ أقل قيمة إحصائية لمعيار (Akaike)، كما تظهر أن معامل التحديد بلغت قيمته

$R^2 = 0.0722$ ، مما يعني أن مجمل مؤشرات الصناديق تفسر فقط 7.22% من التغيرات في مؤشر السوق تاسي، أما النسبة المتبقية فهي لعوامل أخرى لم تدرج في النموذج؛ أما بالنسبة للمعنوية الكلية فقد بلغت قيمة فيشر المحسوبة $F\text{-statistic}=3.1781$ وهي معنوية ($P= 0.003$) أقل من 5% أي أن النموذج المقدر يتمتع بمعنوية كلية وهذا ما يبرر إمكانية الاعتماد عليه في تحليل العلاقة بين كل من مؤشرات الصناديق سنبله إعمار بخيت على مؤشر السوق تاسي.

الفرع الثاني: نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك The Bound Test to Co-integration

للكشف عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة يتم استخدام اختبار الحدود للتكامل المشترك وفق منهجية ARDL والذي يعتمد على إحصائية فيشر التي يتم مقارنتها مع القيم الجدولية، ويتم اختبار علاقة التكامل المشترك من خلال فرضيتين:

- الفرضية الصفرية H_0 : عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة

$$H_0: \beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 = 0$$

- الفرضية البديلة H_1 : وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة

$$H_1: \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \beta_4 \neq 0$$

إذا كانت:

- $F_{upper\ critical} < F_{cal}$ تقبل الفرضية البديلة أي وجود تكامل مشترك بين المتغيرات.
- $F_{upper\ critical} > F_{cal}$ تقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات.
- $F_{upper\ critical} > F_{cal} > F_{lower\ critical}$ نتيجة الاختبار غير محددة لوقوعه في منطقة الشك.

كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (08): نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك The Bound Test

ARDL Long Run Form and Bounds Test
 Dependent Variable: D(TASI)
 Selected Model: ARDL(2, 0, 0, 0)
 Case 2: Restricted Constant and No Trend
 Date: 05/21/24 Time: 06:31
 Sample: 1 212
 Included observations: 210

Conditional Error Correction Regression				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002015	0.002287	0.880935	0.3794
TASI(-1)*	-0.995540	0.096227	-10.34577	0.0000
SENBELA**	-1.147522	2.960663	-0.387590	0.6987
BAKHITE**	0.049207	0.019594	2.511372	0.0128
IAAMAR**	-0.013848	0.007835	-1.767468	0.0786
D(TASI(-1))	0.065220	0.068226	0.955949	0.3402

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

** Variable interpreted as $Z = Z(-1) + D(Z)$.

Levels Equation Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SENBELA	-1.152663	2.974668	-0.387493	0.6988
BAKHITE	0.049427	0.018401	2.686132	0.0078
IAAMAR	-0.013910	0.008045	-1.729038	0.0853
C	0.002024	0.002298	0.881005	0.3794

$$EC = TASI - (-1.1527*SENBELA + 0.0494*BAKHITE - 0.0139*IAAMAR + 0.0020)$$

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	22.93125	10%	2.37	3.2
k	3	5%	2.79	3.67
		2.5%	3.15	4.08
		1%	3.65	4.66
Finite Sample: n=80				
Actual Sample Size	210	10%	2.474	3.312
		5%	2.92	3.838
		1%	3.908	5.044

المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

تظهر نتائج الجدول أن القيمة المحسوبة لاختبار فيشر $F=22.93125$ وهي أكبر من القيم الحرجة الجدولية العليا عند مستويات معنوية 1%، 5%، 10%، ووفقا لذلك يتم رفض الفرضية الصفرية، وقبول الفرضية البديلة القائلة بوجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشر تاسي (YT) كمتغير تابع ومؤشرات الصناديق: سنبله (XS)، إعمار (XI) وبخيت (XB) كمتغيرات مستقلة.

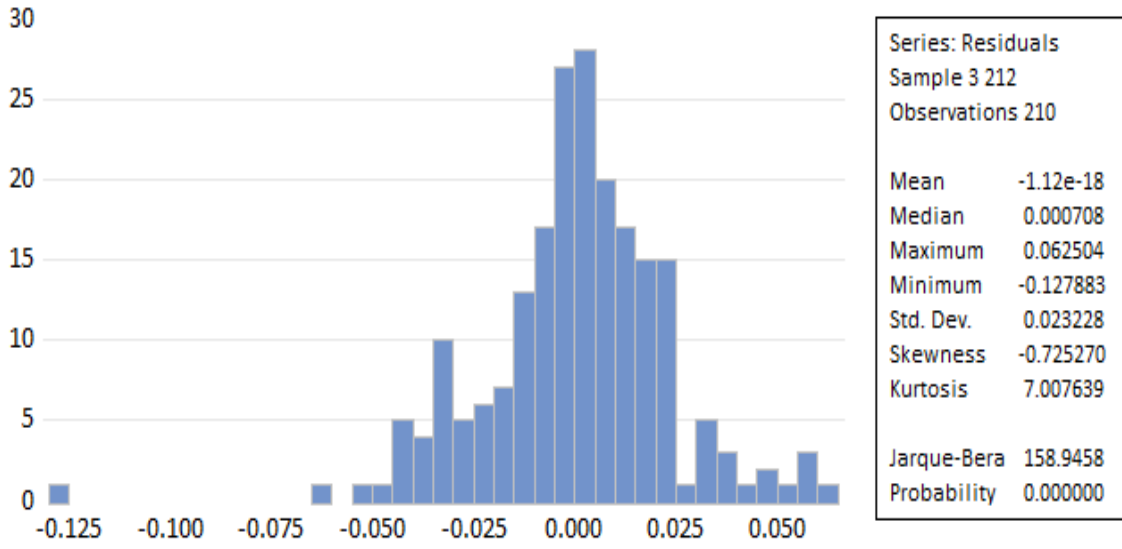
ومن الجدول أعلاه نستطيع تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL بالمعادلة

التالية:

$$YT = (-1.1527)XS + (0.0494)XB + (-0.0139)XI + 0.0020$$

الفرع الثالث: اختبار توزيع البواقي وجودة النموذج

الشكل رقم (09): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

بينت نتائج الشكل اختبار توزيع البواقي أن احتمالات إحصائية جاك-بيرا Jaque-Bera أكبر من مستوى المعنوية 5%، ومنه قبول الفرضية الصفرية أي البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

نستنتج مما سبق ما يلي:

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر صندوق سنبله (XS) ومؤشر السوق تاسي (YT) في المدى الطويل لأن عند مستوى المعنوية يساوي 0.6988 وهو أكبر من 5%.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر صندوق إعمار (XI) ومؤشر السوق تاسي (YT) في المدى الطويل لأن عند مستوى المعنوية يساوي 0.0853 وهو أكبر من 5%.
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر صندوق بخيت (XB) ومؤشر السوق تاسي (YT) في المدى الطويل لأن عند مستوى المعنوية يساوي 0.0078 وهو أقل من 5%.

ومنه نستطيع القول أن مؤشر صندوق بخيت يؤثر بشكل إيجابي ومعنوي على مؤشر السوق تاسي (YT) في الأجل الطويل، حيث أن ارتفاع مؤشر بخيت بوحدة واحدة 1% يؤدي لارتفاع مؤشر السوق تاسي (YT) بـ 0.0494%.

خاتمة الفصل:

تعتبر صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية المذكورة في هذا الفصل من بين الأدوات الأساسية في سوق الأوراق المالية السعودي، وذلك نظرا لاعتباره من بين الأسواق المالية الناشئة التي تضم أكبر عدد من هذه الصناديق، لقدرتها على كسب ثقة المستثمرين، وذلك وفق المعايير الاجتماعية والبيئية والحوكمة. من خلال استخدام منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL وذلك من خلال برنامج Eviews12 بينت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر صندوق سنبله (XS) ومؤشر السوق تاسي (YT) في المدى الطويل لأن عند مستوى المعنوية يساوي 0.6988 وهو أكبر من 5%، كما بينت النتائج أيضا عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر صندوق إعمار (XI) ومؤشر السوق تاسي (YT) في المدى الطويل لأن عند مستوى المعنوية يساوي 0.0853 وهو أكبر من 5%، أما بالنسبة لمؤشر صندوق بخيت فإنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر صندوق هذا السوق ومؤشر السوق تاسي (YT) في المدى الطويل لأن عند مستوى المعنوية يساوي 0.0078 وهو أقل من 5%. ومنه نستطيع القول أن مؤشر صندوق بخيت يؤثر بشكل إيجابي ومعنوي على مؤشر السوق تاسي (YT) في الأجل الطويل، حيث أن ارتفاع مؤشر بخيت بوحدة واحدة 1% يؤدي لارتفاع مؤشر السوق تاسي (YT) بـ 0.0494%.

خاتمة عامة

خاتمة عامة:

تلعب صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية دورًا محوريًا في تعزيز الريادة في سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال دمج معايير الاستدامة والمسؤولية الاجتماعية في استراتيجياتها الاستثمارية. من خلال توجيه رأس المال نحو الشركات التي تلتزم بممارسات بيئية واجتماعية وحوكمة جيدة (ESG)، تسهم هذه الصناديق في دفع الشركات لتبني سياسات أكثر استدامة ومسؤولية، مما يرفع من مستوى الثقة والشفافية في السوق.

هذه الصناديق تعزز الابتكار وتدفع الشركات إلى تحسين أدائها ليس فقط من الناحية المالية بل أيضًا في جوانب متعددة تتعلق بالبيئة والمجتمع والحكومة الرشيدة. وتوفر صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية للمستثمرين فرصة للمشاركة في دعم التنمية المستدامة، مما يجعل السوق أكثر جاذبية للمستثمرين الذين يهتمون بالقيم الأخلاقية والاجتماعية بجانب العوائد المالية.

علاوة على ذلك، فإن الاهتمام المتزايد بالاستثمار المستدام يعزز من قدرة السوق على التكيف مع التغيرات العالمية والمتطلبات التنظيمية، مثل تلك المتعلقة بتغير المناخ وحقوق الإنسان. ونتيجة لذلك، تزداد فرص الابتكار والنمو الاقتصادي المستدام، مما يسهم في تحسين الاستقرار المالي على المدى الطويل.

في الختام، يمكن القول أن صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية تسهم بشكل فعال في تعزيز الدور الريادي لسوق الأوراق المالية، من خلال دمج القيم الأخلاقية والاستدامة في قرارات الاستثمار. هذا الدور الريادي لا يساعد فقط في تحقيق عوائد مالية مجزية، بل يسهم أيضًا في بناء اقتصاد أكثر استدامة وعدالة، مما يعزز من قدرة السوق على مواجهة التحديات المستقبلية وتحقيق النمو الشامل والمستدام.

النتائج:

- يشكل المناخ الاستثماري الملائم الخاص بسوق الأوراق المالية مطلبًا أساسيًا في قيام السوق وتطورها كما أن توفر مؤسسات مالية قادرة على تعبئة الادخار وتوفير الفرص الاستثمارية يعد مطلبًا أساسيًا لقيام سوق للأوراق المالية؛

- تعد صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية وعاء استثماري لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية فهي بذلك تخاطب قاعدة عريضة من المستثمرين صغار المستثمرين محدودي الموارد وكذا كبار المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بخبايا السوق المالي، إذ لاتعد محدودية الموارد السبب الوحيد للإحجام عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية فقد تتوفر الموارد وتتعدم الخبرة اللازمة لإدارتها؛

- توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية كمتغيرات مستقلة ومؤشرات سوق الأوراق المالية كمؤشرات تابعة؛
- تعد المملكة العربية السعودية سباقة إلى خوض تجربة صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية على مستوى الدول العربية وبذلك تعد الأكثر تطوراً في مجال صناديق الاستثمار من حيث العدد، الأصول والتنظيم.

اختبار الفرضيات:

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر صندوق سنبله (XS) ومؤشر السوق تاسي (YT) في المدى الطويل لأن عند مستوى المعنوية يساوي 0.6988 وهو أكبر من 5%.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر صندوق إعمار (XI) ومؤشر السوق تاسي (YT) في المدى الطويل لأن عند مستوى المعنوية يساوي 0.0853 وهو أكبر من 5%.
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر صندوق بخيت (XB) ومؤشر السوق تاسي (YT) في المدى الطويل لأن عند مستوى المعنوية يساوي 0.0078 وهو أقل من 5%.
- ومنه نستطيع القول أن مؤشر صندوق بخيت يؤثر بشكل إيجابي ومعنوي على مؤشر السوق تاسي (YT) في الأجل الطويل، حيث أن ارتفاع مؤشر بخيت بوحدة واحدة 1% يؤدي لارتفاع مؤشر السوق تاسي (YT) بـ 0.0494%.

التوصيات:

- اعتماد على النتائج المستوحاة من هذه الدراسة يمكن الخروج بمجموعة من الاقتراحات قد تساهم الى حد ما في تجاوز تلك العقبات التي تقف أمام تطور صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية في سوق الأوراق المالية و ذلك من خلال ما يلي:
- ضرورة الأخذ بعين الاعتبار البنية السياسية والاقتصادية التي تعمل في ظلها سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية؛
- ضرورة العمل على رفع مستوى الوعي الاستثماري، لما لذلك من اثر في تنشيط سوق الأوراق المالية السعودي وانعكاس ذلك على زيادة النمو الاقتصادي؛
- إدراج أدوات استثمارية متعددة ومتنوعة لتطور سوق في بورصة المملكة العربية السعودية؛
- إقناع المؤسسات بمزايا الإدراج في سوق الأوراق المالية ومساعدتها على الدخول في أحسن الظروف وبالقيم المالية المناسبة؛
- تشجيع صغار المستثمرين الذين لا تتوفر لديهم خبرة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية

باعتمادهم على صناديق الاستثمار كأداة استثمارية آمنة وأقل مخاطر.

آفاق الدراسة:

- تناولنا دراسة دور صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية في تعزيز الدور الريادي لسوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى بعض الصناديق ودراسة علاقتها مع مؤشر السوق، وفي الأخير تبقى الإشارة إلى هذا البحث ما هو إلا جزء بسيط من هذا الموضوع الواسع، ومن خلال دراستنا تبين أنه يمكن لأبحاث أخرى أن تقوم بتناوله من جوانب أخرى، حيث حاولنا الإجابة عن بعض التساؤلات والتي يمكن أن تشكل انطلاقة لدراسات وأبحاث أخرى من شأنها أن تكون مكملة لهذا البحث والتي يمكن إن تتناول الإشكاليات التالية:
- دراسة تأثير صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية على سوق الأوراق المالية وعلى الشركات المدرجة فيها؛
 - دراسة أداء صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية في سوق الأوراق المالية ومقارنته بصناديق الاستثمار التقليدية؛
 - دراسة تأثير صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية على تطور ونمو سوق الأوراق المالية؛
 - دراسة التحديات والعوائق التي تواجه صناديق الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية في تعزيز دورها الريادي في سوق الأوراق المالية.

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

المراجع باللغة العربية:

أولاً: الكتب

- (1) عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- (2) عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت لبنان، 2009.
- (3) محمد أحمد عبد النبي، الأوراق المالية (الأصول العلمية والتحليلية الأساسية)، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، كلية الدراسات العليا القاهرة، 2009.

ثانياً: رسائل ومذكرات جامعية

- (1) أشواق سليمان، أثر عمليات الاندماج والاستحواذ على تطور سوق الأوراق المالية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحفيظ بوالصوف ميلة، 2015/2016.
- (2) آيات حسين علي الخفاجي، أثر بعض المتغيرات النقدية على أداء الاسواق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، 2016.
- (3) آية لبرش، مروة عوار، الآليات الحديثة لتداول المشتقات المالية غير المدرجة في البورصة كآلية للحد من الأزمات المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقدي وبنكي، كلية الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي جيجل، 2019/2020.
- (4) إيمان الشايب، هاجر السخري، المشتقات المالية في التشريع الجزائري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في ميدان الحقوق والعلوم السياسية، تخصص قانون الأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2021/2022.
- (5) بلال شيخي، تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية واقع وآفاق، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010/2011.

- (6) جميلة بوشلوخ، هبة زيماموش، الأسواق المالية كآلية فعالة في تمويل الاستثمارات، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف، ميلة، 2017/2018.
- (7) دانيا ابراهيم غيا، دور المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدية تجاه المخاطر المالية ومدى إمكانية تطبيقها في المصارف السورية، مشروع بحث مقدم لنيل شهادة الماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2012/2013.
- (8) رشيد بسكاني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005/2006.
- (9) زهرة بن قمجة، دور مناخ الاستثمار في تفعيل أداء أسواق الأوراق المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2019، 3/2020.
- (10) سامية عقون، دور الوساطة في تنشيط سوق الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص مالية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ، ميلة، سنة 2012/2013.
- (11) سماح شوف، سهيلة بوكراع، دور الابتكار المالي في تحقيق أبعاد التوجه الريادي، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميلة، 2022.
- (12) سمية بلعدي، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة 2، قسنطينة، 2013/2014.
- (13) صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر العاصمة، جامعة الجزائر 3، سنة 2011/2012.
- (14) عائشة حيمود، هاجر حيمورة، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الناشئة، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص تمويل التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، سنة 2015/2016.

- 15) عبد القادر بن عيسى، حتمية تكامل أسواق الأوراق المالية العربية في ضوء المتغيرات الراهنة وأثرها في تنشيط الاستثمار في الأدوات المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر -3، الجزائر، 2018/2019.
- 16) عبلة بلقيرة، واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر وسبل تطويرها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، اقتصاد مالي وتقنيات كمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2020/2021.
- 17) عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلوي بالشلف، 2015/2016.
- 18) فريدة همال، دراسة سلوك أهم مؤشرات الأسواق المالية المتطورة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع اقتصاد كمي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016/2017.
- 19) هند دلاخ، مريم فنور، دور الاسواق المالية في تمويل المؤسسات السياحية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف، ميلة، سنة 2018/2019.
- ثالثا: المجلات والملتقيات**
- 1) إيمان رحال، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية لتمويل مشاريع النمو الاقتصادي، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، المجلد 10، العدد 01، جوان 2016.
- 2) جابر دهيمي، دور الاستثمار المسؤول اجتماعيا في تفعيل الاستدامة المالية مع الإشارة إلى تجارب دولية، مجلة التمويل والاستثمار والتنمية المستدامة، مخبر التطبيقات الكمية والنوعية جامعة غرداية جامعة سطيف 1، الجزائر، المجلد 06، العدد 02، 2021.
- 3) دلال بن سميحة، جهاد بوضياف، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المجلد 03، العدد 01، جامعة محمد خيضر، بسكرة، سنة 2017.
- 4) سارة ميسي، محمد لمين ميرة، الاستثمار المسؤول اجتماعيا (تجارب دولية)، ورقة بحث مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول: التوجهات الحديثة للسياسة المالية للمؤسسة، مكان انعقاد الملتقى جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، المحور الرابع، تجارب دولية، 2016.

- (5) سفيان بن عبد العزيز، سعاد يوسفوي، نماذج دولية ناجحة في الاستثمار المسؤول اجتماعيا (عرض تجارب شركات دولية)، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 01، العدد 01، جامعة بشار، 2016.
- (6) عبد الحفيظ خزان، الأسواق المالية الناشئة في الدول النامية، مجلة الاقتصاد الصناعي، المجلد 07، العدد 03، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي، 2017.
- (7) عبد الغاني بركاني، الاستثمار المسؤول آلية التفعيل أبعاد التنمية المستدامة، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، المجلد 12، العدد 03، 2021.
- (8) عبد الكريم قندوز، المشتقات المالية، صندوق النقد العربي، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 38، 2022.
- (9) عبد الله غانم، عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 8، العدد 11، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2016.
- (10) عبد الله قلوب، سمير سحنون، الاستثمار المسؤول اجتماعيا كأحد أساليب حوكمة المنظمات لتحقيق الأداء المتميز، المجلة المغربية للاقتصاد والماجنت، المجلد 08، العدد 01، 2021.
- (11) عيسى محمد الغزال، تحليل الأوراق المالية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، 2004.
- (12) لمياء عماني، وآخرون، دور صناديق الاستثمار المسؤول اجتماعيا في تعزيز النظام المالي المستدام، مجلة التنمية الاقتصادية، المجلد 7، العدد 2، جامعة الشهيد محمد لخضر، الوادي، 2022.
- (13) محمد براق، وآخرون، أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية، الملتقى الدولي الأول، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية، 23-24 فيفري 2011.
- (14) مسعود بن لخضر، وآخرون، الاستثمار المسؤول اجتماعيا فرص للتمويل الإسلامي في ظل تحقيق التنمية المستدامة، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، المجلد 01، العدد 01، جامعة لمسيلة، 2017.
- (15) مصطفى قمان، متطلبات إدماج الاستثمار المسؤول والمستدام في السوق المالية الجزائرية (تجارب دولية)، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 10، العدد 01، جامعة الجلفة، 2017.

- 16) مليكة مدفوني، شهلة قدرى، دعم ريادة الأعمال بالمملكة العربية السعودية تجربة مركز واعد، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 04، العدد 01، جامعة العربي التبسي، 2021.
- 17) نبيل بهوري، معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية وسبل تنشيطها، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية دراسات اقتصادية، المجلد 13، العدد 01، جامعة خميس مليانة، 2019.

رابعاً: المطبوعات

- 1) رفيق شرياق، أسواق الأوراق المالية، مطبوعة بيداغوجية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2018.
- 2) نورين بومدين، محاضرات في الهندسة المالية، موجهة لطلبة السنة الاولى ماستر، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حبيبة بن بوعلی، الشلف، السنة 2021.
- 3) راشدة عزيزو، المؤسسة والأسواق المالية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة ابن خلدون، تيارت، 2022/2021.

المواقع الإلكترونية:

- 1) اتحاد العرف العربية، <http://www/biac.com.sa>، المملكة العربية السعودية، تاريخ الاطلاع: 2024/05/27، الساعة 08:15
- 2) الاستثمار المستدام أو المسؤول يشمل النقد والأسهم والسندات ويتوافق مع الأدوات الاسلامية، <https://www.emaratallyoum.com>، تاريخ الاطلاع: 2024/02/17، الساعة 15:20
- 3) مبادئ الأمم المتحدة للاستثمار المسؤول والاستثمار المؤثر، <https://fastercapital.com>، 2024/02/19، الساعة 20:00.
- 4) محمد محمود الامام ، الاستثمارات المستدامة حلول بيئية ومناخية اجتماعية، <https://islamonline.net>، تاريخ الاطلاع 2024/02/16 الساعة 14:30
- 5) معهد الريادة في الأعمال، <https://ei.kfupm.edu.sa>، تاريخ الاطلاع: 2024/05/27، الساعة 08:00 .
- 6) التقرير السنوي لصندوق إعمار، على موقع تداول، الرابط: <https://www.saudiexchange.sa> تاريخ الاطلاع: 22/05/2024 الساعة 08:12 .

(7) التقرير السنوي لصندوق أصول وبخيت للمتاجرة بأسهم السوق الموازية، على موقع تداول الرابط: <https://www.saudiexchange.sa> تاريخ الاسترداد: 22/05/2024 الساعة 08:30 .

المراجع باللغة الأجنبية:

- 1) Bridts, Margot, **L'investissement socialement responsable: critères et performances**, HEC-Ecole de gestion de l'ULG, Master en sciences économiques, orientation générale, à finalité spécialisée en Economies and Society, 2017.
- 2) Max Pianck, Stock Exchange Law: Concept, History, challenges, Virginia Law & Business Review, volume7, Number 3.
- 3) Michalczuk, G., & Konarzewska, U. (2020). Socially responsible investing in the European Union's capital markets. *Ekonomia i Prawo. Economics and Law*.

قائمة الملاحق

الملحق رقم (1)

البيانات الأسبوعية للصناديق ومؤشر تاسي بين عامي 2020 و 2024

الرقم	سنبله Senbela	بخيت Bakhite	إعمار Iaamar	مؤشر تاسي TASI
1	0,0004	-0,0488	0,0229	-0,0281
2	0,0004	-0,0488	0,0055	0,0380
3	0,0004	0,1448	0,0881	-0,0005
4	0,0004	0,0263	0,0880	-0,0288
5	0,0003	-0,0052	0,0991	-0,0111
6	0,0003	-0,0071	0,0969	-0,0221
7	0,0003	0,0845	0,0116	0,0066
8	0,0003	-0,0275	0,1280	-0,0322
9	0,0003	-0,0617	-0,0771	-0,0242
10	0,0003	-0,0617	0,0264	-0,1292
11	0,0003	-0,3704	-0,0588	-0,0607
12	0,0003	0,0833	-0,1065	0,0087
13	0,0002	-0,0425	-0,0210	0,0581
14	0,0002	0,0472	-0,0623	0,0654
15	0,0002	0,0528	0,0077	-0,0265
16	0,0002	0,0605	0,3299	-0,0399
17	0,0002	0,1517	-0,1124	0,0679
18	0,0002	-0,0347	0,1656	-0,0473
19	0,0002	-0,0623	0,0775	0,0099
20	0,0002	0,1743	-0,0374	0,0489
21	0,0002	0,0473	-0,0568	0,0001
22	0,0002	0,0473	-0,0466	0,0244
23	0,0004	0,1140	-0,0765	0,0146
24	0,0004	0,0198	-0,0267	-0,0025

-0,0132	-0,0090	-0,0708	0,0004	25
0,0055	-0,0181	-0,0460	0,0002	26
0,0194	0,1117	0,1099	0,0001	27
0,0032	0,0962	0,0295	0,0001	28
0,0013	0,0875	-0,0176	0,0001	29
0,0042	0,1574	-0,0060	0,0001	30
0,0015	0,0757	-0,0060	0,0001	31
0,0235	-0,0069	0,0194	0,0002	32
0,0271	0,1041	0,0097	0,0001	33
0,0130	0,0358	0,1066	0,0001	34
0,0073	0,1247	0,0248	0,0001	35
0,0083	-0,0984	0,1360	0,0001	36
0,0286	0,0370	0,3595	0,0001	37
-0,0080	-0,0109	0,2018	0,0001	38
0,0066	0,0652	0,2221	0,0001	39
0,0072	0,0787	-0,0688	0,0001	40
0,0279	0,0991	0,0700	0,0000	41
-0,0111	0,0903	0,0754	0,0000	42
-0,0440	-0,0589	-0,0413	0,0000	43
-0,0042	-0,0043	0,0061	0,0000	44
0,0446	0,0523	0,1208	0,0000	45
0,0203	-0,0609	0,1506	0,0001	46
0,0078	0,0276	0,1506	0,0001	47
0,0006	-0,0306	0,1796	0,0001	48
-0,0039	0,0083	-0,0168	0,0001	49
0,0070	0,0527	0,1453	0,0001	50
-0,0001	-0,0652	0,0108	0,0001	51
0,0045	0,2051	0,0840	0,0001	52
-0,0102	0,3076	-0,0533	0,0001	53
0,0281	0,0194	0,1670	0,0001	54
-0,0040	-0,0939	0,0871	0,0001	55

-0,0106	-0,0514	-0,0413	0,0001	56
-0,0275	-0,2757	-0,0089	0,0001	57
0,0420	-0,0697	-0,0682	0,0001	58
0,0205	-0,2473	0,0749	0,0001	59
0,0035	0,0358	0,1340	0,0001	60
0,0213	-0,2002	-0,0693	0,0001	61
0,0306	-0,2458	-0,0128	0,0001	62
0,0007	-0,2063	-0,2128	0,0001	63
-0,0144	0,2202	0,0460	0,0001	64
0,0469	-0,2845	-0,0653	0,0001	65
0,0107	0,2434	0,0750	0,0001	66
-0,0166	0,0230	0,0051	0,0001	67
0,0252	-0,4681	0,0111	0,0001	68
0,0432	-0,0546	0,0473	0,0001	69
-0,0265	-0,1772	0,0304	0,0001	70
0,0069	-0,0218	0,0213	0,0001	71
0,0048	-0,1360	0,0213	0,0001	72
0,0095	0,1348	-0,0702	0,0002	73
0,0177	0,0139	0,0230	0,0001	74
0,0125	0,1950	0,0278	0,0001	75
0,0061	0,1707	0,0837	0,0001	76
0,0035	0,1740	0,0837	0,0001	77
0,0083	0,4155	0,0280	0,0001	78
-0,0023	-0,2059	-0,0273	0,0002	79
-0,0165	0,0732	0,0339	0,0001	80
0,0015	-0,2635	0,1603	0,0001	81
0,0129	0,0628	0,1603	0,0001	82
0,0209	-0,3726	0,0652	0,0002	83
0,0146	-0,6616	0,0604	0,0001	84
0,0018	-0,2421	0,0275	0,0001	85
-0,0166	0,2067	-0,0072	0,0001	86

0,0138	0,0798	-0,0670	0,0001	87
0,0128	-0,3573	0,0723	0,0001	88
-0,0039	-0,3628	0,0768	0,0001	89
-0,0123	0,0267	0,0077	0,0001	90
0,0100	-0,1831	0,0077	0,0001	91
0,0165	-0,2641	-0,1470	0,0001	92
0,0046	0,2209	-0,0394	0,0001	93
0,0240	-0,0355	0,0504	0,0001	94
-0,0081	0,4936	-0,0358	0,0001	95
-0,0103	0,1581	-0,0358	0,0001	96
0,0147	-0,0606	0,0231	0,0001	97
-0,0020	0,2120	-0,0237	0,0001	98
-0,0392	0,1659	0,0073	0,0001	99
-0,0457	-0,3005	-0,1277	0,0001	100
0,0131	0,0630	-0,0756	0,0001	101
0,0138	-0,0899	0,0562	0,0001	102
0,0055	-0,0138	0,2434	0,0001	103
-0,0004	-0,1287	-0,0755	0,0001	104
0,0226	0,1196	0,0608	0,0002	105
0,0440	0,2442	-0,0289	0,0002	106
0,0253	0,0984	0,2022	0,0002	107
-0,0063	-0,0655	0,2022	0,0002	108
0,0008	-0,2031	-0,1306	0,0002	109
0,0011	0,1798	-0,1306	0,0002	110
0,0237	0,3077	0,0542	0,0002	111
0,0026	-0,4751	0,1084	0,0002	112
0,0101	-0,1967	-0,0731	0,0002	113
0,0066	0,0122	0,0345	0,0002	114
-0,0065	-0,1274	-0,0595	0,0002	115
0,0228	-0,2017	0,0200	0,0002	116
0,0073	-0,0823	-0,0797	0,0002	117

0,0167	0,0172	0,0961	0,0002	118
0,0214	0,0108	-0,0686	0,0002	119
0,0095	-0,3177	0,0612	0,0002	120
-0,0018	0,3290	-0,0697	0,0002	121
0,0066	-0,0636	0,0699	0,0011	122
-0,0258	-0,1700	0,0699	0,0008	123
-0,0498	-0,0596	-0,1733	0,0003	124
-0,0098	0,0817	-0,0801	0,0003	125
0,0141	0,1748	-0,1449	0,0003	126
-0,0133	-0,2551	0,1180	0,0003	127
-0,0490	-0,1653	-0,0569	0,0003	128
-0,0550	-0,0089	-0,2262	0,0004	129
0,0360	-0,2635	-0,1378	0,0004	130
-0,0265	0,1043	0,0801	0,0004	131
-0,0111	0,1006	0,0801	0,0004	132
0,0509	-0,1325	-0,2187	0,0009	133
0,0158	0,0097	0,1310	0,0006	134
0,0199	0,2441	0,0162	0,0005	135
0,0114	-0,0855	0,1945	0,0005	136
0,0173	0,0504	-0,0099	0,0006	137
-0,0160	0,3227	-0,0876	0,0004	138
-0,0129	0,1881	0,0061	0,0010	139
-0,0342	0,1474	-0,0655	0,0006	140
0,0025	0,1984	-0,1638	0,0008	141
-0,0363	0,0448	0,0424	0,0008	142
-0,0254	0,1258	0,0424	0,0008	143
0,0537	0,1977	-0,1554	0,0009	144
-0,0186	-0,0931	0,0694	0,0009	145
0,0211	0,0245	-0,1031	0,0009	146
0,0003	0,1899	-0,0392	0,0023	147
-0,0228	-0,1131	0,0081	0,0011	148

-0,0107	0,1265	-0,0536	0,0008	149
-0,0224	-0,0092	-0,0959	0,0008	150
-0,0167	0,3062	-0,0508	0,0007	151
-0,0062	-0,0581	0,0087	0,0010	152
-0,0653	0,1298	-0,0379	0,0009	153
0,0062	0,2769	-0,0646	0,0009	154
0,0028	-0,2813	-0,0523	0,0010	155
0,0203	0,0870	-0,0143	0,0010	156
0,0044	0,0657	0,0514	0,0010	157
0,0081	0,2859	-0,0197	0,0010	158
0,0044	0,0090	0,0994	0,0010	159
0,0136	0,0617	0,0053	0,0010	160
-0,0024	-0,1232	-0,0373	0,0010	161
-0,0256	0,3205	-0,0251	0,0011	162
0,0062	-0,0409	0,0941	0,0011	163
-0,0287	0,1095	0,0941	0,0009	164
-0,0075	0,1083	-0,0704	0,0012	165
0,0214	0,2427	-0,0100	0,0011	166
-0,0347	0,3375	-0,0150	0,0011	167
0,0301	0,3043	0,0113	0,0011	168
0,0147	-0,9290	0,0290	0,0011	169
0,0397	-0,1739	0,1053	0,0009	170
0,0014	0,2411	0,1053	0,0011	171
0,0209	0,1501	0,0760	0,0008	172
0,0129	0,3890	0,0760	0,0015	173
-0,0207	0,0254	0,1262	0,0009	174
0,0199	0,0138	-0,0434	0,0011	175
-0,0014	0,3796	0,0366	0,0011	176
-0,0037	0,2389	-0,0250	0,0013	177
-0,0198	0,1730	-0,0680	0,0010	178
0,0326	0,0217	0,0614	0,0008	179

0,0141	0,0447	0,0919	0,0008	180
-0,0058	0,1403	0,1547	0,0027	181
-0,0006	0,0720	0,1014	0,0009	182
0,0116	0,1324	0,1014	0,0002	183
0,0117	0,2052	-0,0715	0,0030	184
0,0022	0,2353	0,0631	0,0013	185
0,0131	-0,0516	0,0153	0,0008	186
-0,0359	0,1088	0,0193	0,0011	187
-0,0167	0,2289	-0,0491	0,0014	188
0,0094	0,0788	0,0678	0,0011	189
-0,0023	0,1442	-0,1016	0,0011	190
0,0183	-0,0831	0,0857	0,0002	191
-0,0239	-0,4644	0,0163	0,0019	192
-0,0156	0,5078	-0,0307	0,0010	193
-0,0055	0,0450	-0,0431	0,0011	194
0,0014	-0,2417	-0,0603	0,0023	195
-0,0214	0,1407	0,0460	0,0010	196
-0,0247	0,3080	-0,0605	0,0011	197
0,0134	-0,0747	-0,0554	0,0010	198
-0,0195	-0,1744	0,0699	0,0017	199
0,0295	-1,0750	-0,0565	0,0010	200
0,0105	-0,1866	0,0171	0,0012	201
0,0086	-0,2650	-0,0313	0,0008	202
0,0070	0,1970	0,0100	0,0012	203
0,0003	-0,1269	0,0620	0,0012	204
0,0064	-0,1179	0,0875	0,0015	205
0,0204	-0,1447	-0,0767	0,0008	206
0,0264	0,2645	-0,0298	0,0015	207
0,0159	0,2358	-0,0189	0,0025	208
0,0033	0,0060	0,1245	0,0011	209
0,0174	0,0164	0,0974	0,0022	210

قائمة الملاحق

-0,0061	-0,1045	0,0466	0,0010	211
0,0092	0,1887	-0,0517	0,0017	212

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية للصناديق

UTILISATUTILISAT\APA.XSL

Courier New

Courier New

C