République Algérienne Démocratique et Populaire
inistère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique
Université Echahid Cheikh Larbi Tébessi de Tébessa
Faculté Sciences économiques, sciences
commerciales et sciences de gestion

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي تبسة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

محضر مداولة مناقشة أطروحة دكتوراه الطور الثالث

التاريخ: 29 نوفمبر 2025 الساعة: الرابعة (16:00 سا)مساءا

اسم ولقب المترشح: بوطرفة رشيد

الميدان: علوم اقتصادية التسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم التسيير

التخصص: الإدارة المالية

تاريخ الميلاد: 1982/01/25 مكان الميلاد: لخزارة ولاية : قالمة

عنوان الأطروحة: تقييم الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETTs)في ظل تبني معايير الاستثمار المستدام(ESG) دراسة مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة .

رقم وتاريخ مقرر الترخيص بالمناقشة: رقم 259 المؤرخ في 21 أكتوبر 2025

تشكيلة لجنة المناقشة

الرقم	الاسم واللقب	الرتبة	مؤسسة الانتساب	الصفة	التوقيع
01	أ.د فضيلة بوطورة	أستاذ	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة	رئيسا	
02	أ.د صالح محرز	أستاذ	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة	مقررا	
03	أ.د. نصر الدين ساري	أستاذ	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة	ممتحنا	
04	أ.د.توفيق حناشي	أستاذ	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة	ممتحنا	
05	د.عيسى جديات	أستاذ محاضر "أ"	جامعة جيلالي بونعامة - خميس مليانة	ممتحنا	
06	د.طارق راشي	أستاذ محاضر "أ"	جامعة محمد الشريف مساعدية – سوق أهراس	ممتحنا	

قرار وتوصيات لجنة المناقشة

بعد المداولة، قررت لجنة المناقشة أن المترشح قد استوفى متطلبات المناقشة، ومنحته درجة دكتور في علوم التسيير تخصص إدارة مالية
بتقدير مشرف جدا ..... كما توصي بـ : لا شيء .....
.....
.....
.....

توقيع العميد

توقيع رئيس القسم

Scanné avec CamScanner

République Algérienne Démocratique et Populaire

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

جامعة العربي التبسي - تبسة

Université Larbi Tébessi –Tébessa

نيابة المديرية مكلفة بالتكوين العالي في الطور الثالث والتاهيل الجامعي و البحث العلمي وكذا التكوين العالي فيما بعد التدرج

Vice Rectorat chargé de la Formation Supérieure de troisième Cycles Habilitation Universitaire, la Recherche Scientifique, Et la Formation de Post-Graduation

الملحق رقم 6

استمارة رفع التحفظات بعد المناقشة

السنة الجامعية: 2026/2025

الكلية أو المعهد: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

القسم: علوم التسيير

معلومات خاصة بطالب الدكتوراه:

اسم ولقبالمترشح: [illegible]

عنوان الرسالة: [illegible]

معلومات خاصة برئيس اللجنة (الخبير):

الاسم واللقب: [illegible]

الرتبة: [illegible]

مكانالعمل: [illegible]

بناء على محضر مناقشة الأطروحة المذكورة أعلاه، الذي سجل التحفظات التالية:

لا شيء

وبعد متابعة التعديلات والتصحيحات التالية:

لا شيء

أصرح بصفتي رئيس لجنة المناقشة، أن الأطروحة المذكورة قد استوفت شروط مناقشتها، وتؤهل صاحبها لتقديم ملفه للحصول على شهاد الدكتوراه.

في: 2025/11/29

رئيس لجنة المناقشة: (الاسم واللقب والإمضاء)

أ.د. عبلة بوطورة

Scanné avec CamScanner

الجمهوريـــة الجزائريـــة الديمقراطيـــة الشعبيـــة

وزارة التعليـم العالـي والبحث العلمـي

جامعة العربي التبسي –تبسة–

كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم: علوم التسيير

الرقم التسلسلي:...../2025

الموضوع:

تقييم الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) في ظل تبني معايير الاستثمار المستدام (ESG)

دراسة مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إعداد الطالب:
رشيد بوطرفة

تحت إشراف:
أ.د صالح محرز

أعضاء لجنة المناقشة

الإسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
أ.د فضيلة بوطورة	أستاذ	جامعة الشهيد العربي التبسي – تبسة	رئيسا
أ.د صالح محرز	أستاذ	جامعة الشهيد العربي التبسي – تبسة	مشرفا
أ.د نصر الدين ساري	أستاذ	جامعة الشهيد العربي التبسي – تبسة	مناقشا
أ.د توفيق حناشي	أستاذ	جامعة الشهيد العربي التبسي – تبسة	مناقشا
د. عيسى جديات	أستاذ محاضر أ	جامعة الجيلالي بونعامة – خميس مليانة	مناقشا
د. طارق راشي	أستاذ محاضر أ	جامعة محمد الشريف مساعدية – سوق أهراس	مناقشا

السنة الجامعية: 2026/2025


بسم الله الرحمن الرحيم

قال تعالى :وَقُلْ رَبِّ زِدْنِي عِلْماً (طه:114)،

وقال تعالى (قُلْ هَلْ يَسْتَوِي الَّذِينَ يَعْلَمُونَ وَالَّذِينَ لَا يَعْلَمُونَ إِنَّمَا يَتَذَكَّرُ أُوْلُوا الْأَلْبَابِ) (الزمر: 9)،

وقال تعالى (فَاعْلَمْ أَنَّهُ لَا إِلَهَ إِلَّا اللَّهُ وَاسْتَغْفِرْ لِذَنبِكَ (محمد: 19).

الشكر والتقدير

قال الله تعالى في كتابه الكريم: " ومن يشكر فإنما يشكر لنفسه"

وفي بداية كلمتي لا بد لي من أتوجه أولا **بالشكر لله عزوجل** الذي وفقني للوصول إلى

هذه المرحلة العلمية العالية، ومهد لي الطريق لإتمام هذه الأطروحة

أتقدم بالشكر للأستاذة الدكتور "**صالح محرز** " لإشرافه على إنجاز هذا العمل

لا يسعني كذلك سوى تقديم الشكر الجزيل للزميل " **عماد صغير**" الذي كان له دور

فعال جدا في انجاز الأطروحة والاستفادة من خبرته في التحليل الاحصائي

إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد

الباحث

الإهـــداء

نحمد الله عز وجل الذي وفقنا في إتمام هذا البحث العلمي والذي الهمنا الصحة والعافية والعزيمة، فالحمد لله حمدا كثيرا أهدي عملي هذا:

إلى روح **أمي** الطاهرة، اللهم تغمدها برحمتك واسكنها فسيح جناتك

إلى من وضع المولى سبحانه وتعالى الجنة تحت قدميها، ووقرها في كتابه العزيز ... "**أبي**" أطال الله عمره وحفظه،،،

إلى كل العائلة الكريمة التي ساندتني ولا تزال من "**الزوجة والأبناء**"؛ أحمد بهاء الدين، رنيم والكتكوت عبد الرحمان

"**إخوة وأخوات**"

وكل من تربطني بهم صلة رحم

إلى زملاء العمل الذين شجعوني على الدراسة

إلى من كان دائما سندا لي في إنجاز هذه الأطروحة زميلي وصديقي " **عماد صغير**" الذي أتمنى له التوفيق في حياته المهنية

إلى كل أصدقائي وأخص بالذكر **فيصل، عبد العالي وخالد** الذين شجعوني على الدراسة، وفقهم الله

إلى **زملاء العمل** وكل من شجعني على إتمام هذا الأطروحة

إلى طلبة العلم من بعدي أهدي ثمرة جهدي هذه ...

الباحث

فهرس المحتويات

فهرس المحتـويات	الصفحة
الشكر والتقدير	I
الإهداء	II
فهرس المحتويات	III
قائمة الجداول	IV
قائمة الأشكال	V
قائمة الملاحق	VI
قائمة الاختصارات	VII
المقدمة العامة	**02**
الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)	
تمهيد	**21**
I. ماهية صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)	**22**
1. نشأة وتطور صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)	22
1.1 الخلفية التاريخية لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)	22
2.1 نمو وتطور صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)	24
2 . مفهوم وخصائص صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)	30
1.2 مفهوم صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)	30
2.2 خصائص صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)	32
3.2 التمييز بين صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) وصناديق الاستثمار المشتركة	34
3. أنواع صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)	34
1.3 صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) حسب فئة الأصول	34
2.3 صناديق الاستثمار المتداولة **في البورصة** (ETFs) حسب نطاق التنوع	36
3.3 صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) حسب استراتيجية الاستثمار	36
4.3 صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) حسب هدف المستثمر	37
4. ايجابيات وسلبيات صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)	38
1.4 الإيجابيات	38
2.4 السلبيات	40
II. آلية عمل صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)	**41**

1. الأطراف المشاركة في إنشاء (ETFs)	41
1.1 مدير الصندوق	42
2.1 صانع السوق	43
2. سعر السوق لصناديق (ETFs) مقابل صافي قيمة أصول صناديق (ETFs)	44
1.2 سعر سوق صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)	44
2.2 صافي قيمة أصول صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)	44
3.2 الاختلافات الرئيسية	45
4.2 لماذا يمكن أن يختلف سعر السوق لصناديق (ETFs) عن صافي قيمة الأصول	45
5.2 الفرق الرئيسي بين سعر السوق وصافي قيمة الأصول	45
3. إنشاء واسترداد صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)	45
1.3 ما أهمية عملية الانشاء / الاسترداد	46
2.3 طريقة فعالة للوصول إلى السوق	47
3.3 المزايا الضريبية	49
4.3 آلية التحكيم	50
4. استراتيجيات تداول صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)	51
1.4 متوسط التكلفة	51
2.4 تخصيص الأصول	51
3.4 التداول المتأرجح	51
4.4 التناوب القطاعي	52
5.4 البيع على المكشوف	52
6.4 المراهنة على الاتجاهات الموسمية	52
7.4 التحوط	53
III. تحليل أداء صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)	**53**
1. نموذج العائد والمخاطرة	53
2 مقاييس أداء صناديق (ETFs)	56
3. العوامل المؤثرة على أداء صناديق (ETFs)	58
1.3 تتبع كفاءة التكلفة	58
2.3 الرسوم الإدارية وتكاليف المعاملات	58
3.3 إسناد الضريبة	59

4.3 سعر الإغلاق مقابل صافي قيمة الأصول	60
4. مخاطر الاستثمار في صناديق (ETFs)	60
1.4 المخاطر الضريبية لصناديق (ETFs)	60
2.4 مخاطر تسعير صناديق (ETFs)	61
3.4 خطر الاغلاق	61
4.4 مخاطر المحفظة	61
5.4 مخاطر السيولة في صناديق (ETFs)	62
6.4 صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) والمخاطر النظامية	62
خلاصة الفصل	**64**
الفصل الثاني: الاستثمار المستدام وعوامل (ESG)	
تمهيد	**66**
I. مفاهيم عامة حول الاستثمار المستدام وعوامل (ESG)	67
1. مفهوم الاستثمار المستدام	67
2. نمو وتطور الاستثمار المستدام	68
1.2 نشأة الاستثمار المستدام	68
2.2 منتجات سوق رأس المال التي تركز على الاستدامة	71
3.2 مستقبل الاستثمار المستدام	73
3. أفضل الأدوات الاستثمارية المستدامة	75
1.3 الصناديق ذات المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة	75
2.3 الأسهم المستدامة	75
3.3 المستشارون الآليون الذين يقدمون استثمارات مستدامة	76
4. دمج المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) كأحد مكونات الاستثمار المستدام	76
1.4 المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG)	76
2.4 المبادئ الأساسية لدمج المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG)	77
5. استراتيجيات الاستثمار في معايير (ESG)	79
1.5 الفحص القائم على المعايير Norm-based screening	79
2.5 الاستبعاد Exclusions	80

3.5 التكامل البيئي، الاجتماعي والحوكمة ESG integration	81
4.5 الأفضل في الفئة Best-in-Class	82
5.5 الاختيار الإيجابي Positive Selection	83
6.5 تحت عنوان الاستدامة Sustainability themed	84
7.5 الاستثمار المؤثر Impact investing	84
II. المعايير البيئية، الاجتماعية، الحوكمة والأداء المالي	**85**
1. تصنيفات الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG)	85
1.1 تصنيف Arabesque S-Ray	86
2.1 تصنيف Bloomberg	87
3.1 تصنيف Sustainalytics	88
4.1 تصنيف CPD Climate, Water and Forest Scores	88
5.1 تصنيف MSCI	89
6.1 تصنيف FTSE Russell	89
7.1 تصنيف Institutional Shareholder Services (ISS)	90
8.1 تصنيف Moody's	90
9.1 تصنيف Refinitiv	91
10.1 تصنيف RepRisk	91
11.1 تصنيف Robeco SAM	92
12.1 تصنيف S&P	93
2. قياس أثر أداء العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG)	93
1.2 قياس تأثير العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG)	93
2.2 فهم دوافع المستثمرين	94
3.2 قياس المستوى المقبول للتعرض لمخاطر الأرباح	95
4.2 أداء المحفظة البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG)	97
3. تحديات الاستثمار البيئي، الاجتماعي والحوكمة	101
1.3 الخوف	101
2.3 الغسل الأخضر	101
3.3 ضغط المستهلك وتنظيمه	101

III. صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة المستدامة (ETFs ESG)	**102**
1. مفهوم صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة المستدامة	102
2. صعود صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة ذات المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة	103
1.2 صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ESG)	103
2.2 آفاق ESG ETFs	105
3. أفضل صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ESG)	105
1.3 الأفضل من حيث التكلفة المنخفضة والتنويع	106
2.3 الأفضل للتعرض العالمي	106
3.3 أفضل صندوق بيئي: المستقبل المستدام	107
4.3 أفضل صندوق للطاقة النظيفة	107
5.3 أفضل صندوق استثماري متداول خاص بالجنسين	107
6.3 التركيز على تمكين الأقليات	107
7.3 التركيز على حقوق الحيوان	107
4. أداء صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ESG) ماليا	108
5. مقاييس الأداء المالي ETF ESG	109
1.5 مقاييس الأداء المستندة إلى ألفا	109
2.5 مقاييس الأداء المستندة إلى ألفا باستخدام متغير وهمي	110
خلاصة الفصل	**111**
الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لمؤشر (MSCI) للأسواق الناشئة والمتقدمة	
تمهيد	**113**
I. تقديم مؤشر (MSCI) للأسواق الناشئة والمتقدمة	**114**
1. تعريف مؤشر MSCI	114
2. تطور مؤشرات MSCI الرئيسية	115
1.2 مؤشرات MSCI الرئيسية	115
2.2 الأداء التاريخي لمؤشر MSCI	116
3.2 مؤشرات الأداء الرئيسية لمؤشر قادة MSCI ACWI ESG	117
3. أفضل صناديق الاستثمار المتداولة MSCI ACW ETF	118

1.3 صندوق iShares MSCI ACWI ETF	118
2.3 صندوق SPDR MSCI ACWI UCITS ETF	122
3.3 صندوق Amundi MSCI All Country World UCITS ETF EUR Acc	125
4.3 صندوق Amundi MSCI All Country World UCITS ETF US Acc	127
II. تحليل ومقارنة الأداء المالي لصناديق iShares MSCI ACWI ETF	**129**
1. عينة وأساليب الدراسة التطبيقية	129
1.1 عينة الدراسة	129
2.1 أساليب واختبارات الدراسة	129
2. تحليل استراتيجيات الاستثمار المستدام لمؤشر ishares MSCI ACWI ETF	130
1.2 في الأسواق الناشئة	130
2.2 في الأسواق المتقدمة	132
3.2 لائحة توحيد إفصاحات العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة (SFDR)	135
4.2 أهداف التنمية المستدامة SDGs لـ (ishares MSCI ACWI ETFs)	136
3. تحليل ومقارنة الأداء المالي لصناديق ishares MSCI ACWI ETFs بواسطة الاحصاء الوصفي	137
1.3 تحليل ومقارنة العائد (Return)	137
2.3 تحليل ومقارنة نسبة شارب (Sharp Ratio)	138
3.3 تحليل ومقارنة التقلبات (Volatility)	140
4.3 تحليل ومقارنة الأداء (Performance)	142
5.3 تحليل ومقارنة التدفقات (Flows)	143
6.3 تحليل ومقارنة خطأ التتبع (T/E)	145
7.3 تحليل ومقارنة العائد على الأسهم (E/R)	146
III. تحليل الارتباط، الانحدار واختبار الفرضيات	**146**
1. تحليل علاقات الارتباط	147
1.1 تحليل الارتباط بين الأداء والتدفقات	147
2.1 تحليل الارتباط بين التقلبات، العائد، نسبة شارب	148
2. تحليل نموذج الانحدار الخطي	150
1.2 تأثير الأداء على التدفقات	151
2.2 تأثير التقلبات على العائد	154
3.2 تأثير التقلبات على نسبة شارب	156

3. دراسة استقرار واتجاه السلاسل الزمنية (Trends Analysis)	159
1.3 دراسة استقرار السلاسل الزمنية	159
2.3 تحليل اتجاه السلاسل الزمنية	160
4. ملخص اختبار الفرضيات	164
1.4 الفرضيات الوصفية	164
2.4 فرضيات العلاقة بين المتغيرات	165
3.4 الفرضيات التنبؤية (التوقعات)	168
خلاصة الفصل	**170**
خاتمة عامة	**172**
1.نتائج الدراسة التطبيقية	172
2.التوصيات والمقترحات	177
3.دراسات مستقبلية مقترحة	178
قائمة المراجع	
الملاحق	
الملخص	

قائـــمة الجـــداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	تحليل الدراسات السابقة	14
02	المعالم الرئيسية في تاريخ صناديق الاستثمار المتداولة	23
03	الأطراف المشاركة في إنشاء (ETFs)	41
04	كيفية تحليل الشركات من منظور (ESG)	82
05	معايير تصنيف الاستدامة حسب Arabesque S-Ray	86
06	معايير تصنيف الاستدامة حسب Bloomberg	87
07	معايير تصنيف الاستدامة حسب Sustainalytics	88
08	معايير تصنيف الاستدامة حسب CPD Climate, Water and Forest Scores	88
09	معايير تصنيف الاستدامة حسب MSCI	89
10	معايير تصنيف الاستدامة حسب FTSE Russell	89
11	معايير تصنيف الاستدامة حسب Institutional Shareholder Services (ISS)	90
12	معايير تصنيف الاستدامة حسب Moody's	91
13	معايير تصنيف الاستدامة حسب Refinitiv	91
14	معايير تصنيف الاستدامة حسب RepRisk	92
15	معايير تصنيف الاستدامة حسب Robeco SAM	92
16	معايير تصنيف الاستدامة حسب S&P	93
17	كيفية حساب نسبة المخاطر المعدلة	98
18	أفضل صناديق الاستثمار المتداولة (ESG) سنة 2024	106
19	أداء صناديق الاستثمار المتداولة (صافي العائد وصافي العائد الزائد) سنة 2019 (بالنسبة المئوية)	109
20	نمو الأداء السنوي (%)	117
21	مؤشرات الأداء الرئيسية لمؤشر قادة MSCI ACWI ESG	117
22	بيانات وحقائق حول صندوق iShares MSCI ACWI ETF	119
23	إجمالي العائد مقارنة بالمؤشر المعياري لصندوق iShares MSCI ACWI ETF	119
24	المخاطر في iShares MSCI ACWI ETF	120
25	الاستدامة لصندوق iShares MSCI ACWI ETF	121
26	بيانات وحقائق حول صندوق SPDR MSCI ACWI UCITS ETF	122
27	لعوائد السنوية والأداء التقويمي لصندوق SPDR MSCI ACWI UCITS ETF	123
28	التقلبات والمخاطر في SPDR MSCI ACWI UCITS ETF	124
29	بيانات وحقائق حول صندوق Amundi MSCI ACW UCITS ETF - Acc (EUR)	125

30	تطور أداء صندوق Amundi MSCI ACW UCITS ETF - Acc (EUR)	126
31	مؤشرات المخاطر Amundi MSCI ACW UCITS ETF -Acc (EUR)	126
32	بيانات وحقائق حول صندوق Amundi MSCI ACW UCITS ETF - Acc (US)	127
33	تطور أداء صندوق Amundi MSCI ACW UCITS ETF - Acc (USD)	128
34	مؤشرات المخاطر Amundi MSCI ACW UCITS ETF -Acc (US)	128
35	استراتيجيات الاستثمار المستدام لمؤشر ishares MSCI ACWI ETF	130
36	استراتيجيات الاستثمار المستدام لمؤشر ishares MSCI ACWI ETF	132
37	لائحة توحيد إفصاحات ESG لمؤشر ishares MSCI ACWI ETF	135
38	تطبيق أهداف التنمية المستدامة SDGs للأسواق الناشئة والمتقدمة	136
39	الإحصاء الوصفي لعائد صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة	137
40	الإحصاء الوصفي لنسبة شارب	138
41	الإحصاء الوصفي لمؤشر التقلب	140
42	الإحصاء الوصفي لأداء صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة	142
43	الإحصاء الوصفي لتدفقات صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة	144
44	معامل الارتباط بين الأداء والتدفقات	147
45	نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ DM ETFS NON ESG (Flows versus Performance)	151
46	نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ DM ETFS ESG (Flows versus Performance)	152
47	نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ EM ETFS NON ESG (Flows versus Performance)	153
48	نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ EM ETFS ESG (Flows versus Performance)	153
49	نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ DM ETFS NON ESG (Volatility versus Return)	154
50	نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ DM ETFS ESG (Volatility versus Return)	155
51	نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ EM ETFS NON ESG (Volatility versus Return)	155
52	نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ EM ETFS ESG (Volatility versus Return)	156
53	نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ DM ETFS NON ESG (Volatility versus Sharp Ratio)	157
54	نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ DM ETFS ESG (Volatility versus Sharp Ratio)	157
55	نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ EM ETFS NON ESG (Volatility versus Sharp Ratio)	158
56	نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ EM ETFS ESG (Volatility versus Sharp Ratio)	158
57	نتائج اختبار Dicky-Fuller GLS لاستقرار السلاسل الزمنية	159
58	التوقعات للأداء لـ DM ETFs Non ESG	160
59	التوقعات للأداء لـ DM ETFs ESG	161
60	التوقعات للأداء EM ETFs Non ESG	162
61	التوقعات للأداء EM ETFs ESG	163

62	نتائج اختبار الفرضيات الوصفية	164
63	نتائج اختبار فرضيات العلاقة بين المتغيرات	165
64	نتائج اختبار فرضيات التنبؤ	169

قائـــمة الأشـــكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	النموذج الافتراضي للدراسة	07
02	تطور سوق صناديق الاستثمار المتداولة حسب قطاع المنتج	25
03	توقعات سوق صناديق الاستثمار المتداولة	26
04	حجم صناديق الاستثمار المتداولة في الصين (2019-2022): الوحدة بليون يوان	29
05	معنى كلمة (ETFs)	31
06	عملية الإنشاء والاسترداد لـ(ETFs)	48
07	العوامل التمكينية التي ساهمت في تطور الاستثمار المستدام	69
08	الأموال والأصول المستدامة الخاضعة للإدارة، 2010-2021 (مليارات الدولارات وعددها)	71
09	نظرة عامة على مستقبل الاستدامة في إدارة الاستثمار	74
10	دوافع المستثمرين	95
11	ملامح المخاطر والعائد والاستدامة المالية	96
12	الحد الأدنى للتباين ومؤشر الأسعار التابع لـ MSCI بقيمة أساسية 100: (2014-2019)	100
13	عدد صناديق الاستثمار المتداولة ذات الحوكمة البيئية والاجتماعية والحوكمة في جميع أنحاء العالم والأصول الخاضعة للإدارة (AUM)، 2009-2019	103
14	النمو المتوقع لصناديق الاستثمار المتداولة ذات المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة 2019-2030 (مليارات الدولارات)	105
15	الأداء المالي: مؤشر الحوكمة البيئية، الاجتماعية والحوكمة مقابل المؤشر التقليدي، 2009-2018 (عوائد السنة التقويمية والأداء النسبي في المائة)	108
16	مؤشر MSCI بالأرقام	115
17	التقلب على مدى سنة SPDR MSCI ACWI UCITS ETF	125
18	استراتيجيات الاستثمار في (ESG) للأسواق الناشئة	131
19	نتيجة تصنيف (ESG) للأسواق الناشئة	132
20	استراتيجيات الاستثمار في (ESG) للأسواق المتقدمة	134
21	نتيجة تصنيف (ESG) للأسواق المتقدمة	134
22	متوسط العائد لصناديق الاستثمار المتداولة	138
23	متوسط نسبة شارب لصناديق الاستثمار المتداولة	139

24	متوسط التقلبات لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة	141
25	معدل نمو الأداء السنوي % لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة	142
26	تدفقات صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (مليون)	144
27	قيم خطأ التتبع %	145
28	قيم العائد على الأسهم (E/R)	146
29	مصفوفة الارتباطات بين المتغيرات DM ETFS NON ESG	148
30	مصفوفة الارتباطات بين المتغيرات DM ETFS ESG	149
31	مصفوفة الارتباطات بين المتغيرات EM ETFS NON ESG	149
32	مصفوفة الارتباطات بين المتغيرات EM ETFS ESG	150
33	معادلة الانحدار الخطي البسيط لـ DM ETFS NON ESG (Flows versus Performance)	152
34	معادلة الانحدار الخطي البسيط لـ EM ETFS ESG (Flows versus Performance)	154
35	تحليل الاتجاه للأداء DM ETFs Non ESG	160
36	تحليل الاتجاه للأداء DM ETFs ESG	161
37	تحليل الاتجاه للأداء EM ETFs Non ESG	162
38	تحليل الاتجاه للأداء EM ETFs ESG	163

قائـــمة الملاحق

الملحق	العنوان
الملحق رقم 01	قاعدة البيانات DM ETFs NON ESG
الملحق رقم 02	قاعدة البيانات DM ETFs ESG
الملحق رقم 03	قاعدة البيانات EM ETFs NON ESG
الملحق رقم 04	قاعدة البيانات EM ETFs ESG
الملحق رقم 05	الإحصاء الوصفي Return, Sharp, Volatility
الملحق رقم 06	الإحصاء الوصفي Performance
الملحق رقم 07	الإحصاء الوصفي Flows
الملحق رقم 08	Regression Analysis: Flows versus Performance
الملحق رقم 09	Regression Analysis: Volatility versus Return
الملحق رقم 10	Regression Analysis: Volatility versus Sharp ratio
الملحق رقم 11	اختبار Dicky Fuller
الملحق رقم 12	اختبار تحليل الاتجاه: Trends Analysis

قائـــمة الرموز والإختصارات

الاختصار	التفسير
ETFs	Exchange Traded Funds
ESG	Environmental, Social and Gouvernance
MSCI	Morgan Stanly Capital International
DM	Developed Markets
EM	Emerging Markets
SP	Sharp Ratio
ACWI	All Country World Index
TE	Traking Error
AuM	Assets under Management

المقدمـــة العامـــة

تشهد الاستثمارات المالية طفرة نوعية في الاستثمار السلبي، حيث يضع المستثمرون بشكل متزايد الأموال في الصناديق التي تتبع مؤشرا معياريا معينا بدلا من إدارة المحفظة. حيث الصناعة المالية الحديثة تطورت بشكل متسارعا في المنتجات المالية. وكان هناك ابتكار مستمر في الأسواق المالية يسمح للمستثمرين باختيار الاستثمار في العديد من المنتجات المختلفة التي تتكون من أنواع مختلفة من المخاطر (التقلبات)، الأسعار وتركيبة الأوراق المالية. أحد الأمثلة على هذا الابتكار هو صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs). ومنذ طرحها قبل حوالي 25 عاما، أصبحت صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة الآن واحدة من أسرع قطاعات إدارة الاستثمار نموا. حيث توفر إمكانية الوصول إلى السيولة في كل ركن من أركان الأسواق المالية تقريبا، مما يسمح للمستثمرين الكبار والصغار ببناء محافظ ذات عيار مؤسسي برسوم إدارة أقل بكثير من تلك النموذجية لصناديق الاستثمار المشتركة. تساعد المستويات العالية من الشفافية لكل من الحيازات واستراتيجية الاستثمار المستثمرين على تقييم العائدات والمخاطر المحتملة لصندوق الاستثمار المتداول في البورصة بسهولة.

تعد صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة منتجات استثمارية هجينة، حيث تشرك العديد من ميزات الاستثمار في صناديق الاستثمار المشتركة مع ميزات التداول في الأسهم العادية. وكما هي الحال مع صناديق الاستثمار المشتركة، يشتري المستثمر أسهما في صندوق متداول في البورصة لامتلاك حصة متناسبة في الأصول المجمعة. ومثل صناديق الاستثمار المشتركة، تدار صناديق الاستثمار المتداولة عموما بواسطة مستشار استثماري مقابل رسوم وتخضع للتنظيم بموجب قانون شركات الاستثمار لعام 1940. وعلى عكس صناديق الاستثمار المشتركة، يتم تداول أسهم صناديق الاستثمار المتداولة في أسواق مستمرة في البورصات العالمية، ويمكن شراؤها وبيعها من خلال حسابات الوساطة، وتتمتع بأسعار وسيولة مستمرة طوال يوم التداول. وبالتالي، يمكن تمويلها أو إقراضها أو بيعها على المكشوف أو إخضاعها لأي استراتيجية أخرى يستخدمها مستثمرو الأسهم المتمرسون.

إن العالم يتغير بسرعة ويتسارع بوتيرة هائلة، وتتطلب هذه التغييرات المهمة اتباع أساليب جديدة في الاستثمار تأخذ في الاعتبار مفاهيم التمويل المستدام بجدية. يتطلب الاحتفاظ باستثمارات طويلة الأجل فهم المخاطر والفرص المالية طويلة المدى وتحديدها وإدارتها. بالنسبة لبعض المؤسسات الاستثمارية، غالبا ما تكون آفاقها الاستثمارية غير محددة. ولذلك يجب أن تقوم عمليات وقرارات توزيع أصولها وإنشاء المحافظ وإدارة المخاطر بتقييم منتظم وصارم ما إذا كانت استثماراتها مرنة ويمكن استدامتها إلى أجل غير مسمى. يفهم اليوم أفضل من أي وقت مضى، كيف يمكن للاعتبارات البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) أن تؤثر على المخاطر والفرص طويلة المدى في الأسواق المالية.

وفي الوقت نفسه الذي يطالب فيه الجمهور بشكل متزايد بأن تقوم جميع المؤسسات في المجتمع بدمج الاعتبارات البيئية، الاجتماعية والحوكمة، تتآكل ثقة الجمهور بشكل كبير لأن التقدم في هذه المساعي كان بطيئا وهناك نقص في الشفافية. كشفت الأزمات المالية عن تفاوت الفرص التي يعتقد الكثيرون أنها تحفز الأرباح على

المدى القصير للقلة على حساب خلق قيمة مستدامة وشاملة على المدى الطويل للكثيرين. علاوة على ذلك، يسلط عالمنا المترابط رقميا بانتظام الضوء على الشركات وقادتها الذين يفشل سلوكهم في تلبية التوقعات المتزايدة لأصحاب المصلحة للمساعدة في الحفاظ على اقتصاد عالمي شامل. يطلب بشكل متزايد من المستثمرين، باعتبارهم المزودين الرئيسيين لرأس المال، التعامل مع هذه الشركات لإيجاد حلول لهذه القضايا الملحة البيئية، الاجتماعية والحوكمة وحرمان أولئك الذين يتجاهلونها من رأس المال. ولهذا يحث جميع المستثمرين على دمج الاعتبارات البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) في جميع عملياتهم الاستثمارية من أجل تحديد فرص استثمارية جديدة وإدارة المخاطر الناشئة وتحقيق أداء استثماري مستدام طويل الأجل. وسيتطلب ذلك تغييرا مبتكرا وتحويليا من العالم.

تمثل مبادئ الاستثمار المستدام دعوة عاجلة من "MSCI" لجميع المؤسسات الاستثمارية في جميع أنحاء العالم لاحتضان هذا العالم الجديد، والاستفادة من الفرص الهائلة التي يوفرها والتخفيف من المخاطر الكامنة التي يجلبها. وهي تعرض آراء وتوصيات "MSCI " بشأن المبادئ الأساسية وأفضل الممارسات لتكامل البيئة، المجتمع والحوكمة من قبل المستثمرين على مستوى العالم.

على مدى العقد الماضي، أصبحت صناعة صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة منافسا رئيسيا لصناديق الاستثمار المدارة بنشاط. منذ التوجه نحو استراتيجيات الاستثمار السلبي، كان إجمالي الأصول الصافية لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة ينمو بسرعة. لقد درس العديد من الباحثين صعود سوق صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة، ولكن لم يتم إيلاء سوى القليل من الاهتمام للعلاقة بين سياسات البيئة، المجتمع والحوكمة والاستثمارات في سوق صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة.

هناك حاجة ملحة لتعبئة الموارد المالية من أجل التنمية المستدامة، وفي الوقت نفسه ينمو سوق التمويل المستدام بسرعة، مع تركيز المستثمرين بشكل متزايد على العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة في اختيار وإدارة المحافظ. تتمتع صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة التي تتبع معايير (ESG) على الرغم من صغر حجمها، بإمكانية النمو لتصبح أداة استثمارية في السوق الشاملة للتنمية المستدامة. تتمتع صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ESG) في المتوسط بتصنيفات استدامة أعلى من نظيراتها غير (ESG) ويمكن أن تتفوق على نظيراتها غير (ESG) ماليا. يمكن أيضا تكييف صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ESG) للاستثمار الموجه نحو أهداف التنمية المستدامة. ومع ذلك تحتاج صناديق الاستثمار المتداولة (ESG) إلى التغلب على ثلاثة تحديات: الافتقار إلى الاتساق في المعايير والبيانات، اختلال التوازن الإقليمي والتغطية المحدودة لأهداف التنمية المستدامة لتصبح ممولا ذا مغزى للتنمية المستدامة. يتعين على مقدمي ومصدري صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة، الجهات التنظيمية والمنظمات الدولية أن يعملوا معا لتحسين الاستدامة الشاملة لجميع صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة، والسعي إلى جعلها تلبي الحد الأدنى من معايير الامتثال البيئي، الاجتماعي والحوكمة في الأمد البعيد،

وخلق بيئة مواتية لبدء تشغيل صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة التي تراعي البيئة، المجتمع والحوكمة في الأسواق الناشئة والمتقدمة، وزيادة تغطية أهداف التنمية المستدامة لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة. وتحقيقا لهذه الغاية، فإن تحسين توافر البيانات وجودتها أمر أساسي لزيادة تأثير التنمية المستدامة لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة، فضلا عن معالجة القضايا المتعلقة بالتماسك والاتساق والشفافية في مقاييس ومعايير وتصنيفات تقارير البيئة، المجتمع والحوكمة.

1. مشكلة الدراسة:

يعتقد عدد متزايد من المستثمرين أن العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة ستؤثر بشكل متزايد على أداء الاستثمار، وأن صناديق ESG ETFs يمكن أن تتفوق على نظيراتها من حيث العوائد المالية، البيانات القادمة من مقدمي مؤشر (ESG) أظهروا أن هذا ممكن على سبيل المثال، تفوق مؤشر قادة (MSCI ESG) في الأسواق الناشئة على معياره التقليدي في ثمانية من أصل عشر سنوات تكشف النتائج الأولية لتحليل الأداء المالي لصناديق ESG ETFs أيضا عدم وجود عقوبة أداء منهجية حقيقة نتيجة للاستثمار المستدام، كان أداء (ESG) (ETFs) أفضل في المتوسط من نظرائهم من غير أصحاب البيئة، المجتمع والحوكمة خلال فترة عام واحد، على الرغم من أن ESG ETFs – سلبية في الغالب – أرخص من الصناديق المدارة بنشاط، عادة ما يتم تسعير صناديق ESG ETFs أعلى من نظيراتها غير التابعة لها. لا يزال هذا الوضع يمثل عقبة لأن العديد من المستثمرين لا يزالون قلقين بشأن عقوبة "منهجية"، إما علاوة سعرية أعلى أو أداء متوقع أقل أو مخاطر أقل أو تقلب منخفض، مرتبطة بذلك بأدوات استثمارية تركز على الاستدامة على الرغم من رغبتها في ذلك للنظر في المعايير المتعلقة بالاستدامة بشكل أكثر إيجابية.

لذا تتمحور هذه الدراسة حول التقييم المالي لـ ESG ETFs من خلال العائد، المخاطر ودرجة التقلب ودراسة أداء استدامة هذا النوع من الصناديق في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة بالاعتماد على مؤشر MSCI.

ونظرا لكل هذه الاعتبارات ارتأينا طرح التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى مساهمة معايير الاستثمار المستدام (ESG) في تعزيز الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) بالتطبيق على مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة؟

وينبثق عن التساؤل الرئيسي التساؤلات الفرعية التالية:

- هل تبني معايير الاستثمار المستدام (ESG) يعتبر مقايضة للأداء؟
- هل تعتبر صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) أحسن توفيقة لتبني الاستثمار المستدام (ESG)؟
- هل صناديق الاستثمار المتداولة أداة مثالية لمسايرة الطلب المتزايد على معايير البيئة، المجتمع والحوكمة (ESG)؟

- كيف تساهم صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة المستدامة ESG ETFs في تحقيق العائد المالي؟
- كيف تصنف MSCI صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة إلى مستدامة وغير مستدامة؟

2. فرضيات الدراسة:

تتحدد فرضيات الدراسة في ضوء المشكلة، الأهداف والأهمية بما يلي:

1.2 الفرضيات الوصفية: وتنقسم إلى ثلاثة فرضيات هي:

الفرضية الأولى: تعتبر تقنية التكامل البيئي والاجتماعي والحوكمة من أهم استراتيجيات الاستثمار المستدام التي يتبناها صندوق ishares MSCI ACWI ETF.

الفرضية الثانية: الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة المستدامة أعلى من الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة في صندوق ishares MSCI ACWI ETF.

الفرضية الثالثة: الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة في الأسواق المتقدمة أعلى من الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة في الأسواق الناشئة لصندوق ishares MSCI ACWI ETF.

2.2 فرضيات العلاقة بين المتغيرات: وتنقسم إلى ثلاثة فرضيات هي:

الفرضية الأولى: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير الأداء المالي على التدفقات النقدية لصندوق ishares MSCI ACWI ETF.

الفرضية الثانية: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على العوائد النقدية لصندوق ishares MSCI ACWI ETF.

الفرضية الثالثة: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على نسبة شارب لصندوق ishares MSCI ACWI ETF.

3.2 الفرضيات التنبؤية: وتنقسم إلى فرضيتين هي:

الفرضية الأولى: في الأسواق المتقدمة ينمو أداء صندوق ishares MSCI ACWI ETF. وفق اتجاه صعودي في السنوات القادمة.

الفرضية الثانية: في الأسواق الناشئة ينمو أداء صندوق ishares MSCI ACWI ETF. وفق اتجاه صعودي في السنوات القادمة.

3. أهمية الدراسة: بالنظر إلى الاهتمام المتزايد من جانب المستثمرين بالاستثمار في أسواق الأسهم الأجنبية خلال السنوات الأخيرة، ومع تزايد القلق بشأن القضايا المتعلقة بالبيئية، المجتمع والحوكمة (ESG). وهو ما أبرزته جائحة كوفيد-19 حول زيادة توقعات توجيه الاستثمارات لهذه المجالات حول العالم، فإن هذه الدراسة هي محاولة لتقديم نموذج بحثي حول تغيرات أداء صناديق الاستثمار المتداولة بالنسبة للمستثمرين المهتمين بمراعاة العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة، بالإضافة إلى ذلك لم تقم أي دراسة سابقة بتقييم الأداء المالي لصناديق

الاستثمار المتداولة في البورصة وعلى وجه الخصوص مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة في ظل تبني معايير الاستثمار المستدام.

4. أهداف الدراسة: نسعى من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق هدف رئيسي يتمثل في التحقق مما إذا كانت الاستدامة تنطوي على إمكانية إضافة قيمة مع استثمارات (ETFs)، بعبارة أخرى توسيع نطاق البحث عن الاستثمارات المستدامة إلى أداء صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة ومعرفة كيفية أدائها مقارنة بنظيراتها غير المستدامة. بالإضافة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- دراسة خصائص الصناديق المتداولة في البورصة والتعرف على العوامل الحاسمة التي تؤثر على نمو (ETFs)؛
- تقييم ديناميكيات أداء صناديق الاستثمار المتداولة من خلال التحقيق التجريبي في سلوك العوائد والتقلبات وتتبع القدرة، وعدم كفاءة التسعير الخاصة بصناديق الاستثمار المتداولة لمؤشر MSCI؛
- تقييم الأداء المعدل حسب المخاطر لصناديق الاستثمار المتداولة مقارنة بمؤشراتها المعيارية في ظل تبني معايير الاستدامة (البيئية، الاجتماعية، الحوكمة)؛
- مراجعة أداء العائد لصناديق الاستثمار المتداولة المستدامة الخاصة بمؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة؛
- تقديم الدعم للمستثمرين الذين يأخذون في الاعتبار عوامل الاستدامة والمسؤولية في قراراتهم الاستثمارية.

5. منهج الدراسة: إن طبيعة موضوع الدراسة تحتم علينا استخدام المنهج الوصفي التحليلي في شقها النظري من خلال عرض مفاهيم عامة عن صناديق الاستثمار المتداولة وعن الاستثمار المستدام، وتعريف مؤشرات قياس الأداء المالي لمحفظة الاستثمار، والاستفادة من المراجع وخاصة الأجنبية منها والدراسات السابقة من أجل التوصل إلى معرفة أثر تبني معايير الاستثمار المستدام (ESG) على الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة. أما في الجانب التطبيقي والذي ركز على مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة كنموذج لدراسة الحالة، سنعتمد على العديد من الأساليب الإحصائية والقياسية من خلال استخدام نماذج الارتباط والانحدار الخطي وتحليل الاتجاه...الخ، لاختبار التقلبات في العائد والمخاطر، وبالتالي الأداء المالي واختبار فرضيات الدراسة.

6. نطاق وحدود الدراسة: حدود البحث العلمي هي الحدود التي يلتزم الباحثين بها أثناء كتابة البحث العلمي، حيث يقوم الباحث بوضعها لنفسه لكي يلتزم بمعايير جودة البحث، ويضع قيود على مجال تطبيق الدراسة من خلالها. ويمكن تقسيم حدود دراستنا هذه إلى ثلاثة أقسام كما يلي:

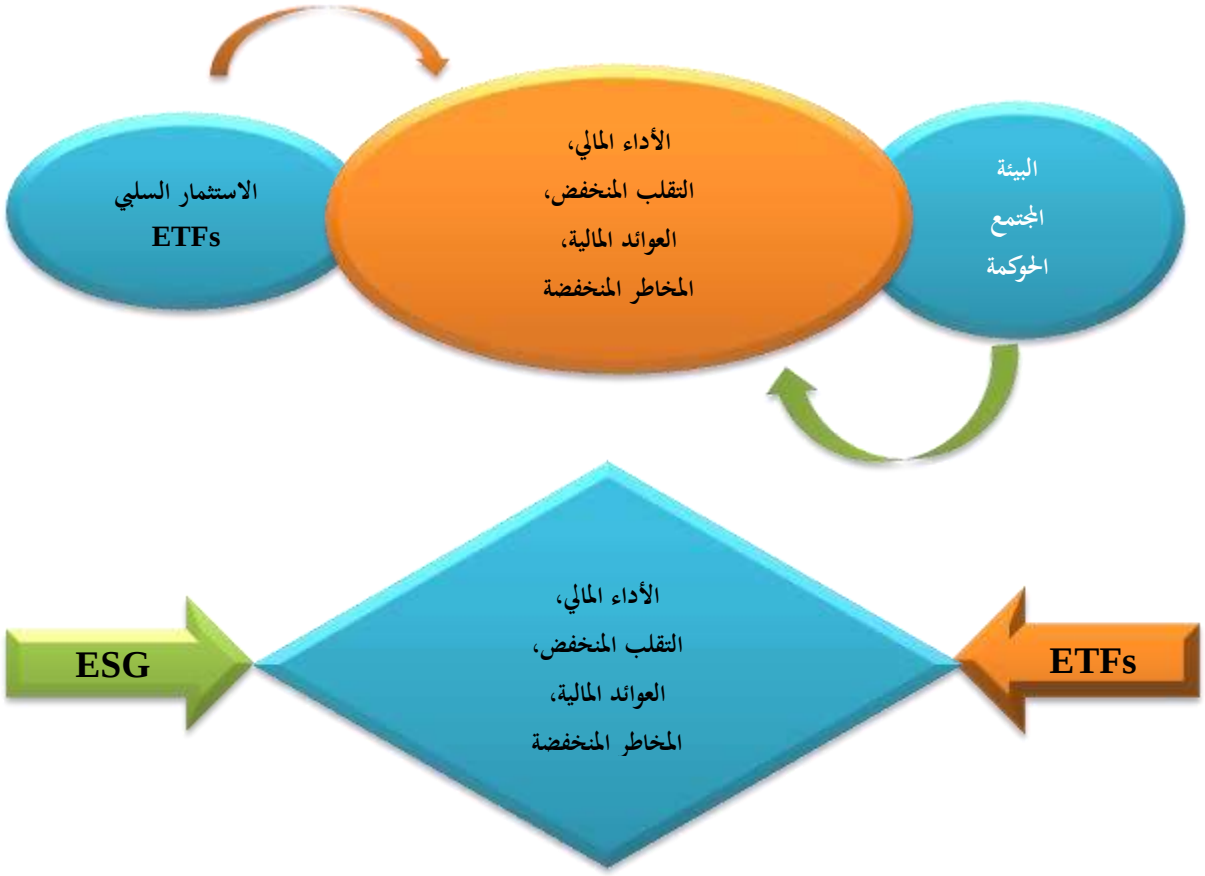
الحدود المكانية: وتشمل مكان تطبيق الدراسة، وتتمثل هنا في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة؛

الحدود الزمانية: وتعني هذه وقت وزمان تطبيق الدراسة، فبالنسبة لدراستنا سنقوم بتقييم الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة لمؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة في ظل تبني معايير الاستثمار المستدام، خلال فترة ما قبل وبعد جائحة كوفيد -19.

الحدود الموضوعية: وهي أن يحدد الباحث العناصر الأساسية التي سيدرسها في بحثه، إذ تفرض على الباحث أن يحدد عينة محددة مثلا تساعده في التطبيق، وعليه سوف تقتصر الدراسة الحالية على تحليل الأداء المالي لـ (ESG) (ETFs) مع أخذ الشركات المدرجة في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة كعينة للدراسة.

7. الأنموذج الافتراضي للدراسة: من خلال مشكلة وفرضيات الدراسة يمكن وضع نموذج الدراسة التالي:

الشكل رقم 01: النموذج الافتراضي للدراسة



المصدر: من إعداد الباحث

8. الدراسات السابقة

خصص هذا الجزء من الفصل الأول لعرض بعض الدراسات السابقة ذات العلاقة بالدراسة الحالية، وهي كلها عبارة عن مجموعة من الدراسات الأجنبية التي تناولت متغيرات الدراسة أو إحداها فقط. لذا قمنا أولا بتقديم أهم الدراسات ثم مناقشة وتحليل هذه الدراسات والوقوف على ما يميز دراستنا الحالية عن الدراسات السابقة.

1.8 عرض الدراسات السابقة:

– دراسة Elina Mitikka (2017) بعنوان: " Doing well by doing good ? Performance of sustainable and socially responsible ETFs": تعالج هذه الدراسة أداء صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة والمسؤولة اجتماعيا في سوق الأسهم الأمريكية. حيث هدفت إلى التحقق مما إذا كانت صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة لديها القدرة على إضافة قيمة للمستثمرين، وتغطي الدراسة بيانات شهرية على مدى 5 سنوات: من 01-03-2012 إلى 01-03-2017. واستخدمت الدراسة تصنيف الاستدامة Morningstar لتحديد الاستدامة وعدم الاستدامة لصناديق الاستثمار المتداولة في العالم. بالإضافة إلى الاستدامة يتم إنشاء المحافظ النموذجية بخصائص صندوق مطابقة ومقسمة بشكل أكبر حسب سمات الاستثمار المحلية (الأمريكية) والعالمية. ويتم تنفيذ البحث التجريبي من خلال التحقيق فيما إذا كانت صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة تحقق عوائد غير طبيعية وكيف تؤدي مقارنة بنظيراتها غير المستدامة. ويتم استخدام نموذج عوامل CAPM، ونموذج العوامل الثلاثة Fama French ونموذج العوامل الخمسة ونموذج العوامل الأربعة Carhart للحصول على معامل ألفا للمحافظ. كما يتم استكمال التحليل بمقياس أداء آخر معدل حسب المخاطر وهو نسبة شارب. ولقد أظهرت النتائج التجريبية تفوق صناديق الاستثمار المتداولة المحلية المستدامة على نظيراتها حيث كان أداء المحافظ المستدامة العالمية دون المستوى، وبالتالي تظهر الأدلة أنه من خلال اختيار صناديق الاستثمار المتداولة المستديمة للاستثمار في سوق الولايات المتحدة يمكن للمستثمرين الحصول على قيمة إضافية من خلال تقييد خسائرهم وأن الأداء المالي والأداء المستدام لا يستبعدان بعضهما البعض.

– دراسة Kriti Avasthi (2017) بعنوان: " The Performance of Exchange Traded Funds (ETFs) in Indian Stock Market: An Empirical Analysis": انطلقت مشكلة الدراسة من كون أن أحدث الابتكارات في السوق المالية الهندية كانت صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) ويتم تمثيل (ETFs) الرئيسي في الهند بواسطة BENCHMARK وهي شركة لإدارة الأصول في 8 يناير 2002. وتمثلت أهداف هذه الدراسة أولا في دراسة ملف صناديق الاستثمار المتداولة وتحديد العوامل الحاسمة التي تؤثر على نمو صناديق الاستثمار المتداولة في السوق المالية. وثانيا فحص نمو الصناديق المتداولة في البورصة في سوق الأسهم الهندية. ثالثا: تحليل أداء صناديق الاستثمار المتداولة في الأسهم لتحديد مخاطر السوق. ورابعا قياس أداء صناديق الاستثمار المتداولة في الأسهم لتحديد المخاطر الإجمالية، وأخيرا إيجاد العلاقة بين صناديق الاستثمار المتداولة في الأسهم وتقلب المؤشر. وتكونت الدراسة من سبعة أسهم (ETFs) وفقا لمؤشرات المقارنة المعيارية الأساسية، وتم جمع حجم العينة لعائدات صناديق الاستثمار المتداولة ومؤشرات المقارنة المعيارية من 01 جانفي 2009 إلى 31 ديسمبر 2014. ولدراسة نمو صناديق الاستثمار المتداولة في الأسهم المختارة في الهند سنويا تم تطبيق معدل النمو السنوي المركب، ولفحص أداء أسهم (ETFs) تم حساب نسبة Sharpe's ونسبة Treynor. إلى جانب ذلك تم تطبيق أدوات الاقتصاد القياسي لاختيار التقلب الطبيعي، والثبات، والتكامل المشترك، وسببية Granger، ونموذج

تصحيح الخطأ، ونماذج عائلة AR-GARCH لاختبار التقلبات. وكشفت الدراسة أن صناديق الاستثمار المتداولة هي أكثر المنتجات الاستثمارية شفافية وتتبع للمؤشرات، وتمكن المستثمرين من الاستثمار بتكلفة منخفضة، وفعالية ضريبية إلى جانب عملية إنشاء واسترداد فريدة لجذب العملاء، وقد وجد كل من المستثمرين الأفراد أو المؤسسات أن صناديق الاستثمار المتداولة تعتبر منتجا ماليا استثمارا ماليا ممتازا.

– دراسة Thanarerk Thanakijsombat &Treerapot Kongtoranin (2017) بعنوان: " Performance and diversification benefits of foreign - equity ETFs in emerging markets": قدمت هذه الدراسة مراجعة شاملة لخصائص المخاطر والعوائد والأداء وفوائد التنويع الدولي لقطاع سريع النمو من سوق الصناديق المتداولة في البورصة العالمية (ETF) من خلال فحص 17 صندوقا متداولا للأسهم الأجنبية المتداولة في 6 أسواق ناشئة. وتوصلت الدراسة إلى نتائج عدة منها: أن عينة صناديق الاستثمار المتداولة التي يقع مقرها في هذه الاقتصاديات تقدم أداء ضعيفا وتوفر عوائد منخفضة نسبيا بينما تعرض مستثمري الأسواق الناشئة لمخاطر كلية ومخاطر نظامية، بالإضافة إلى ذلك وجد أن صناديق الاستثمار المتداولة هذه أكثر حساسية لمخاطر الانحدار، مما يجعلها أكثر عرضة لتراجع السوق نسبيا. ووجدت الدراسة أنه بالرغم من أن صناديق الاستثمار المتداولة للأسهم الأجنبية مصممة لتزويد المستثمرين بمزايا التنويع الدولي الكاملة إلى أنها تتأثر بشكل كبير بظروف وحساسية السوق المحلية، مما يجعلها أدوات تنويع دولية غير فعالة.

– دراسة Vasiliki A. Basdekidou & Artemis A. Styliadou(2018) بعنوان: " Corporate Social Responsibility Performance & ETF Historical Market Volatility ": انطلقت مشكلة الدراسة من أنه في مجال الاستثمار والتجارة، قد تكون الشركات الأخلاقية المختلفة للمسؤولية الاجتماعية للشركات، المصنفة في عدد من المجموعات مناسبة لمختلف الأدوات المالية (مثل صناديق الاستثمار المتداولة في قطاع الولايات المتحدة الأمريكية) ومواقف مختلفة لتقلبات السوق. وهدفت هذه الدراسة إلى تحليل أداء عائد التداول لأربع فئات من فئة المسؤولية الاجتماعية للشركات (على وجه الخصوص: النشاط، وتنمية المجتمع، وحوكمة الشركات، والبيئة)، وفحص العلاقة بين أداء السوق لعدد من الشركات المنتمية إلى فئات المسؤولية الاجتماعية للشركات الأربع وتقلبات سوق (ETFs) التاريخية. وخلصت هذه الدراسة إلى أنه في الأسواق الأقل تقلبا نسبيا، تظهر الشركات الأخلاقية في مجال المسؤولية الاجتماعية والبيئية نتائج أفضل، ومن ناحية أخرى في أوضاع السوق المتقلبة القوية من الأفضل تداول الشركات الأخلاقية لتنمية المجتمع في مجال المسؤولية الاجتماعية وحوكمة الشركات، كما أن شركات Activism CSR الأخلاقية لا ترتبط بتقلبات السوق، فضلا عن ضعف أدائها في جميع حالات السوق.

– دراسة Tomasz Miziolek & Ewa Feder-Sempach(2019) بعنوان: " Tracking ability of exchange traded funds. Evidence from Emerging Markets Equity ETFs ": هدفت هذه الدراسة إلى فحص كفاءة التتبع لـ 14 صندوقا متداولا في البورصة والمدرجة في السوق المالي الأوروبي والتي تحاول

عكس أداء مؤشر MSCI للأسواق الناشئة في 2012-2017، وتوصلت الدراسة إلى أن صناديق الاستثمار المتداولة يتم إدارتها بشكل فعال تماما حيث كانت قيم TE (كفاءة التتبع) بشكل عام أقل من تلك التي تناولتها دراسات أخرى. كما بينت النتائج أن قيم TE التي تم تحقيقها من خلال الانحراف المعياري للفرق بين عائد الصندوق وعائد مؤشره المعياري كانت مماثلة لتلك التي تم الحصول عليها من خلال طريقة الخطأ المعياري للانحدار، إلى جانب ذلك لوحظت أدنى قيم TE على فترات أسبوعية، في حين لوحظت أعلى قيم يومية.

– دراسة Stephen Bahadar (2019) بعنوان: " Market efficiency and Performance dynamics of International Exchange- Traded Funnds ": تناولت هذه الدراسة تحليل كفاءة السوق وديناميكيات أداء صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة الدولية، حيث استهدفت أولا دراسة كفاءة السوق من خلال تحليل السلوك العشوائي والشذوذ في التقويم لـ (ETFs)، وثانيا دراسة ديناميكيات أداء صناديق الاستثمار المتداولة الدولية من خلال تحليل عوائدها وتقلباتها وكفاءات التسعير. وتضمنت الدراسة عينة من 56 صندوقا متداولا دوليا، واستخدمت الدراسة نسبة التباين الفردي والتباين المشترك لفحص ما إذا كانت صناديق الاستثمار المتداولة الدولية تتبع سير عشوائي، كما استخدمت نماذج ARMA-GARCH للتحقق من وجود واستمرار انحرافات في العائد. ولقياس عدم كفاءة تسعير (ETFs) الدولية استخدمت طريقتين: طريقة النسبة المئوية للتغير في سعر إغلاق صناديق الاستثمار المتداولة وصافي القيمة المضافة وطريقة المربعات الصغرى OLS عن طريق تراجع سعر تداول صناديق الاستثمار المتداولة في صافي قيمة الأصول. وجاءت هذه الدراسة مفيدة للمستثمرين والممارسين المهتمين بفهم كفاءة السوق وديناميكيات أداء صناديق الاستثمار المتداولة الدولية، كما ساهمت هذه الدراسة في البحث التجريبي حول فرضية السير العشوائي، والشذوذ التقويمي، وفرضية السوق الفعالة والتكيف. وتساعد النتائج الشاملة حول سلوك المخاطرة والعائد وتتبع الخطأ وعدم كفاءة التسعير المستثمرين والممارسين على فهم آلية التداول بشكل أفضل والتكيف مع مقاييس الأداء التي تناولتها هذه الدراسة.

– دراسة Michael Rezec (2016) بعنوان: " Alternative Approaches in ESG investing : Four Essays on investment Performance & Risk ": هدفت هذه الدراسة إلى استكشاف ثلاثة أبعاد لاستثمار (ESG) وهي المسؤولية البيئية للشركات، والطاقة المتجددة، وجودة الإفصاح عن (ESG). وتناولت الدراسة القضايا المتعلقة بالقرارات الاستثمارية لصناديق المعاشات التقاعدية والعقبات القانونية الناتجة عن استخدام معلومات (ESG) والعائد المالي وآثار المخاطر للاستثمار في الطاقة المتجددة، واستبدال الطاقة المتجددة باستثمارات الوقود الأحفوري، وآثار جودة الإفصاح (ESG) على التكلفة المتوقعة لرأس المال، وللإجابة على تساؤلات الدراسة استخدمت العديد من الأساليب التجريبية القياسية والبديلة من تسعير الأصول والمخاطر ..الخ. وخلصت الدراسة إلى ما يلي: أولا، لا يعيق دمج المسؤولية البيئية في عملية اتخاذ قرارات الاستثمار في صناديق التقاعد الأداء المالي وأداء المخاطر لصناديق المعاشات التقاعدية، ثانيا: وجدت الدراسة أنه لا يوجد دليل على

قسط الإنصاف المستدام في مجال الطاقة المتجددة، علاوة على ذلك فإن الاستثمارات في حقوق الملكية في مجال الطاقة المتجددة أكثر خطورة بكثير من الاستثمار في الطاقة من الوقود الأحفوري. كما بينت الدراسة ان الشركات التي تتمتع بجودة عالية في الكشف عن الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية لديها خبرة في انخفاض التكلفة المتوقعة لحقوق الملكية وتكلفة تمويل الديون، وكل شيء آخر مماثل.

– دراسة Jasper Chan, Minchan Kim (2020) بعنوان: " ESG Performance in Exchange Income in the Context of Home Bias ": تناولت هذه الدراسة التحيز المنزلي وأداء صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) والسندات في سياق العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG)، إذ تحليل استراتيجيات الاستثمار التي تقودها المتغيرات غير المالية مثل الاستثمار المستدام والمسؤول وكيف يؤثر على العوائد والمخاطر المتوقعة وما إذا كانت ظاهرة التحيز للمنزل أضعف عند اتباع هذه الاستراتيجية. وكشفت النتائج الرئيسية أن التحيز المنزلي لا يزال قائما في سوق السندات (ESG)، والذي يمكن تفسيره من خلال تفضيل المستثمرين لاستخدام السندات كأداة تحوط، وقد أكد التحليل المتعمق لأصول صناديق الاستثمار المتداولة باستخدام الانحدار الثنائي يكشف أن نسب نقاط تقييم (ESG) الخاصة بالبلد كانت كبيرة ومرتبطة بشكل سلبي بتحيز المنزل. كما بينت النتائج المتعلقة بالتحيز المنزلي عند تحليل الأداء للفترة ما بين ماي 2018 إلى ماي 2020 أن: أداء صناديق الاستثمار المتداولة (ESG) كان أفضل من صناديق الاستثمار المتداولة غير (ESG). كما كشف المزيد من التحليل داخل (ESG) لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة أن قائمة (ETFs) ذات التوجه المحلي الكامل والتحيز الأجنبي كان أداءها أسوء من قائمة (ETFs) مع درجة معينة من التحيز المنزلي.

– دراسة Faeezah Peerbhai (2020) بعنوان: " The impact of Exchange Traded Funds on the microstructure of their constituent chares : A South African case ": هدفت هذه الدراسة إلى تقييم تأثير أنشطة السوق المالي ذات الصلة بصناديق الاستثمار المتداولة على عناصر البنية الدقيقة لكفاءة المعلومات والسيولة في سوق الأسهم في جنوب إفريقيا. حيث يهدف تحليل السيولة إلى تقييم تأثير إدخال صناديق الاستثمار المتداولة على السيولة النسبية لأصولها الأساسية. وتكونت عينة الدراسة من 147 شركة مدرجة في بورصة جوهانسبرغ والتي تم إدراجها بين عامي 2006 و2019، واستخدمت أساليب الدراسة منهج دراسة الحدث وتقديرات بيانات Panel، والطريقة المعممة للحظات. وتوصلت الدراسة إلى نتائج عدة منها: أن إدراج شركة ما في صناديق الاستثمار المتداولة يزيد من وعي المستثمرين، مما يسهل بالتالي المزيد من التداول المستنير في الأصول الأساسية. ويتجلى ذلك من خلال نتائج تحسين السيولة وكفاءة المعلومات في المكونات الأساسية لصناديق الاستثمار المتداولة التي شملتها الدراسة، كما خلصت الدراسة إلى أن الدليل على تحسن وظيفة السوق واستقراره بسبب صناديق الاستثمار المتداولة، مفيد للمستثمرين الذين يواجهون عادة آثارا سلبية على المحفظة بسبب التركيز العالي للشركات الكبيرة في بورصة جوهانسبورغ. وأوصت الدراسة على ضرورة مراجعة البيئة الضريبية

لصناديق الاستثمار المتداولة للسماح لفئة الأصول هذه بأن تصبح أكثر قدرة على المنافسة مقارنة بصناعة الصناديق المدارة بنشاط في جنوب إفريقيا.

– دراسة Otavio Augusto Fernandes Lopes (2022) بعنوان: " Two Studies in Green Finance : Have Green Bonds been delivering on their promise to make the environment more sustainable in the face of climate change ? And Do Environmental, Social And Governance labelled funds create a different investment alternative or are they more of the same ? ": هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير إصدارات السندات الخضراء في الولايات المتحدة الأمريكية على انبعاثات الغازات الدفيئة (GHG) التي تم الإبلاغ عنها على مستوى المنشأة إلى وكالة حماية البيئة. كما قارنت بين الصناديق المقومة بمعايير (ESG) والصناديق غير المقومة بمعايير (ESG) لتحديد ما إذا كانت مختلفة إحصائيا بينهما عند مقارنتها بـ SP500. وخلصت هذه الدراسة إلى أن إصدارات السندات الخضراء لأول مرة ترتبط بالتخفيضات الكبيرة إحصائيا في انبعاثات الغازات الدفيئة من قبل المرافق المرتبطة بالشركة الأم للسندات الخضراء حتى باستخدام فترات ثقة تبلغ 99%. وخلصت أيضا إلى أن صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة التي تراعي (ESG) غير قادرة على تمييز نفسها إحصائيا عن صناديق الاستثمار المتداولة غير (ESG) ولا SP500 من حيث تخصيص الصناعة. وعند تحليل درجات (ESG) وجدت الدراسة أنه لا يوجد دليل مهم على أن صناديق الاستثمار المتداولة (ESG) وصناديق الاستثمار المتداولة غير (ESG) لها نفس متوسط درجات S وG وE عند استخدام بيانات غير متوسطة في اختبار Wilcoxon Rank–Sum مما يعني أنها تفرق بما يكفي لتكون بديلا استثماريا مختلفا.

– دراسة Ana Cristina Leite Henriques (2022) بعنوان: " The performance of ETFs aligend with Sustainable Development Goals and ESG ETFs ": هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أداء صناديق الاستثمار المتداولة المتوافقة مع أهداف التنمية المستدامة (SGDs) وصناديق الاستثمار المتداولة البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) مقارنة بصناديق الاستثمار المتداولة الأخرى. وشملت مجموعة البيانات الخاصة بهذا البحث على صناديق استثمار متداولة للأسهم العالمية: 13 صندوقا متداولا لأهداف التنمية المستدامة، و 76 صندوقا متداولا للحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات، و 109 صناديق استثمار متداولة أخرى، والتي تشكل منها محافظ متساوية ومرجحة القيمة. ويتم تقييم أداء هذه المحافظ من خلال نموذج كارهارت (1997) المكون من أربعة عوامل، ونموذج فاما وفرنش (2015) المكون من خمسة عوامل، ونموذج فاما وفرنش (2018) المكون من ستة عوامل، كما تم تقييم أداء صناديق الاستثمار المتداولة قبل وبعد كوفيد –19. ولقد أظهرت النتائج خلال فترة الدراسة، أن أهداف التنمية المستدامة، والحوكمة البيئية والاجتماعية وصناديق الاستثمار المتداولة الأخرى، بشكل إجمالي تظهر أداء محايد أو ضعيفا مقارنة بالسوق العالمية، مع عدم وجود فروق كبيرة

بينهم في الأداء. كما أظهرت النتائج فيما يتعلق بالأداء قبل وبعد كوفيد 19 لم يكن له أي تأثير على العائدات المعدلة حسب المخاطر لصناديق الاستثمار المتداولة هذه.

– دراسة Jérémi ASSAEL (2023) بعنوان: " Machine learning for ESG data in the financial in dustry ": انطلقت مشكلة الدراسة من كون البيانات البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) تعتبر ذات أهمية خاصة في الصناعة المالية لأنها أصبحت أداة حاسمة لتقييم الاستثمارات المحتملة. لذا هدفت هذه الدراسة إلى اقتراح منهجيات وحلولا لتسخير البيانات البيئية والاجتماعية والحوكمة من خلال أساليب التعلم الآلي المصممة بعناية وتطبيقها على دراسة حالة ذات صلة بالصناعة المالية. وتوصلت هذه الدراسة إلى نتائج عدة منها: أنه من خلال اختيار خوارزميات التعلم الآلي بعناية وتكييفها مع خصوصيات وتحديات البيانات البيئية والاجتماعية والحوكمة من الممكن تحقيق نتائج ذات معنى خاصة في ظل توفر العديد من مصادر البيانات. كما يعتمد مفهوم (ESG) ذاته على ركيزة الشفافية، لذا يجب أن تكون المنهجيات المستخدمة دائما قابلة للتكرار والتفسير. وأوصت الدراسة على ضرورة تكييف المنهجيات الكلاسيكية للتحقق من صحة واختبار بيانات الحوكمة البيئية والاجتماعية نظرا لكونها حديثة جدا من أجل تحسين كميتها ونوعيتها بمرور الوقت.

– دراسة Jinlan (Iris) Chen (2023) بعنوان: " The Drivers of ESG Index Outperformance : A Transatlantic Analysis of US and European Markets ": الهدف من هذه الدراسة هو التحقيق الدقيق في التأثيرات المتنوعة لمناهج التكامل البيئي والاجتماعي والحوكمة المتنوعة (ESG) على الأداء المالي للأوراق المالية داخل الأسواق الأوروبية والأمريكية على مدار الفترة من 2013 إلى 2023. وتفحص الدراسة بشكل شامل أكثر من 200 عملية محاكاة للمحفظة، وذلك باستخدام مجموعة شاملة من 22 مؤشرا للأسهم والسندات تغطي الأسواق الأوروبية والأمريكية. وكشفت النتائج أن نهج الاختيار النسبي للقطاع " الأفضل في فئته" استنادا إلى تصنيفات (ESG) يتفوق عادة في أوروبا. وعلى العكس من ذلك، فإن النهج " الذي يركز على التحسين" والذي يميل نحو ترجيح القيمة السوقية بناء على نتائج المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة، يوفر أداء فائقا في الولايات المتحدة. ولتوفير منظور موجه نحو المستقبل، تضمنت الدراسة العديد من التطبيقات العملية لتكنولوجيا الذكاء الاصطناعي في مجال الاستثمار البيئي والاجتماعي والحوكمة. ولا توضح هذه الأفكار الإمكانات التحويلية للذكاء الاصطناعي فحسب، بل تؤكد أيضا على أهمية التكيف التكنولوجي في تحقيق نتائج الاستثمار المستدام.

– دراسة Erika Anderson (2023) بعنوان: " Corporate Social Responsibility : The Institutionalization of ESG": انطلقت مشكلة الدراسة من كون فهم تأثير المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) على أداء الشركة من حيث صلتها بالصناعات التي تعتمد على الابتكار التكنولوجي هو أمر معقد. لذا اعتمدت هذه الدراسة هيكلا قائما على الاقتصاد لمعالجة ثلاث فرضيات أساسية. إذ تستكشف الفرضية الأولى

تطور المسؤولية الاجتماعية للشركات حتى أدى التكرار الكمي الحديث للمعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) إلى إضفاء الطابع المؤسسي وتوحيد مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات. أما الفرضية الثانية تسد الثغرات التي تختبر العلاقة بين أداء الشركة والحوكمة البيئية والاجتماعية من خلال إيجاد أن العلاقة إيجابية بشكل كبير في المقاييس الاستراتيجية طويلة المدى، وأنه لا يوجد ارتباط في المقاييس قصيرة المدى. وأخيرا نصت الفرضية الثالثة على أنه إذا كان لدى الشركة خطة استراتيجية طويلة المدى تتعلق بالجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة، على النحو الذي يستند إلى نشر تقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات، فإنها تكون أكثر مرونة في مواجهة الأضرار الناجمة عن الخلافات. ويدعم ذلك النتيجة التي مفادها أن الشركات المؤيدة لمعايير (ESG) كانت دائما أفضل من نظيراتها في كل من الأداء المالي والأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة.

2.8 تحليل الدراسات السابقة:

من خلال عرض أهم الدراسات السابقة ذات العلاقة بموضوع الدراسة يلاحظ وجود اتفاق واختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم 01: تحليل الدراسات السابقة

الدراسة السابقة	أوجه التشابه والدراسة الحالية	أوجه الاختلاف والدراسات السابقة
1. دراسة Elina Mitikka (2017)	– معالجة أداء صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة والمسؤولة اجتماعيا في سوق الأسهم الأمريكية. – واستخدمت الدراسة تصنيف الاستدامة Morningstar لتحديد الاستدامة وعدم الاستدامة لصناديق الاستثمار المتداولة. – استخدام نموذج CAPM ونموذج العوامل الثلاثة والعوامل الأربعة والعوامل الخمسة لحساب معامل ألفا للمحافظ.	– عينة الدراسة الحالية تمثلت في دراسة مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة، في حين تناولت دراسة Elina Mitikka سوق الولايات المتحدة الأمركية. – استخدام أكثر من برنامج إحصائي لتحليل بيانات الدراسة: MinitaB، Stata، Evwies .
2. دراسة Kriti Avasthi (2017)	– تحليل أداء صناديق الاستثمار المتداولة في الأسهم لتحديد	– عينة الدراسة الحالية تمثلت في دراسة مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة،

	مخاطر السوق. – تم حساب نسبة Sharpe's ونسبة Treynor لفحص أداء أسهم ETFs. إلى جانب ذلك تم تطبيق أدوات الاقتصاد القياسي لاختبار التقلب الطبيعي، والثبات، والتكامل المشترك، وسببية Granger، ونموذج تصحيح الخطأ، ونماذج عائلة AR-GARCH لاختبار التقلبات.	في حين تناولت دراسة Kriti Avasthi السوق المالية الهندية. – الهدف الرئيسي للدراسة الحالية هو تقييم الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة قي ظل تبني معايير الاستثمار المستدام ESG.
3. دراسة Thanarerk Thanakijsombat &Treerapot Kongtoranin (2017)	– مراجعة شاملة لخصائص المخاطر والعوائد والأداء في سوق صناديق الاستثمار المتداولة.	– عينة الدراسة الحالية تمثلت في دراسة مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة، في حين تناولت دراسة Thanarerk Thanakijsombat &Treerapot Kongtoranin 17 صندوقا متداولا للأسهم الأجنبية المتداولة في 6 أسواق ناشئة.
4. دراسة Vasiliki A. Basdekidou & Artemis (2018) A. Styliadou	– تحليل العلاقة بين صناديق الاستثمار المتداولة وشركات المسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة. – فحص العلاقة بين أداء السوق لعدد من الشركات المنتمية إلى فئات المسؤولية الاجتماعية للشركات الأربع وتقلبات سوق ETF.	– عينة الدراسة الحالية تمثلت في دراسة مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة، في حين تناولت دراسة Vasiliki A. Basdekidou & Artemis A. Styliadou شركات Activism CSR الأخلاقية في الولايات المتحدة الأمريكية.
5. دراسة Tomasz Miziolek & Ewa Feder-	– دراسة كفاءة صناديق الاستثمار المتداولة والمدرجة في	– لم تكتفي الدراسة الحالية بتقييم الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة فحسب،

Sempach (2019)	البورصة، – تحليل أداء مؤشر MSCI للأسواق الناشئة.	بل ربطت أداء ETF بدمج عوامل الاستثمار المستدام ESG. – تناولت الدراسة الحالية مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة، في حين استخدمت دراسة Tomasz Miziolek & Ewa Feder- المقارنة بين السوق المالي الأوروبي وأداء مؤشر MSCI.
6. دراسة Stephen Bahadar (2019)	– دراسة أداء صناديق الاستثمار المتداولة من خلال تحليل عوائدها وتقلباتها وكفاءات التسعير. – استخدمت نماذج ARMA-GARCH للتحقق من وجود واستمرار انحرافات في العائد. – استخدام طريقة النسبة المئوية للتغير في سعر إغلاق صناديق الاستثمار المتداولة وصافي القيمة المضافة وطريقة المربعات الصغرى OLS لقياس عدم كفاءة تسعير ETF.	– ركزت الدراسة الحالية على مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة، فيما تضمنت دراسة Stephen Bahadar عينة من 56 صندوقا متداولا دوليا. – الدراسة الحالية تناولت أداء ETF مع دمج عوامل الاستثمار المستدام ESG.
7. دراسة Michael Rezec (2016)	– التطرق إلى الاستثمار المستدام ESG استخدام معلومات ESG وتأثيرها على العائد المالي والمخاطر.	– الدراسة الحالية تناولت ارتباط وتأثير عوامل ESG بصناديق الاستثمار المتداولة. – دراسة Michael Reze تناولت تأثير عوامل ESG على لصناديق المعاشات التقاعدية.
8. دراسة Jasper Chan, Minchan Kim (2020)	– أداء صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) والسندات في سياق العوامل	تناولت دراسة Jasper Chan, Minchan Kim التحيز المنزلي وأداء صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) في

	البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG). – تحليل استراتيجيات الاستثمار التي تقودها المتغيرات غير المالية مثل الاستثمار المستدام والمسؤول وكيف يؤثر على العوائد والمخاطر المتوقعة.	ظل تبني معايير ESG. – ركزت الدراسة الحالية على مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة لتقيم أداء ETF في ظل تبني معايير ESG.
9. دراسة Faeezah Peerbhai(2020)	– تقييم أنشطة السوق المالي ذات الصلة بصناديق الاستثمار المتداولة وتحليل السيولة.	– دراسة Faeezah Peerbhai : تكونت عينة الدراسة من147 شركة مدرجة في بورصة جوهانسبرغ والتي تم إدراجها بين عامي 2006 و2019. –استخدمت دراسة Faeezah Peerbhai منهج دراسة الحدث وتقديرات بيانات Panel، والطريقة المعممة للحظات.
10. دراسة Otavio Augusto Fernandes Lopes(2022)	– المقارنة بين الصناديق المقومة بمعايير ESG والصناديق غير المقومة بمعايير ESG.	هدفت دراسة Augusto Otavio Fernandes Lopes إلى تحليل تأثير إصدارات السندات الخضراء في الولايات المتحدة الأمريكية على انبعاثات الغازات الدفيئة (GHG) أيضا، وهو مختلف عن الهدف الرئيسي لدراستنا الحالية.
11. دراسة Ana Cristina Leite Henriques (2022)	– تحليل أداء صناديق الاستثمار المتداولة البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) مقارنة بصناديق الاستثمار المتداولة الأخرى.	دراسة Ana Cristina Leite Henriques هدفت أيضا إلى تحليل أداء صناديق الاستثمار المتداولة المتوافقة مع أهداف التنمية المستدامة (SGDs)، وكذا تقييم أداء صناديق الاستثمار المتداولة قبل وبعد كوفيد 19-.
12. دراسة Jérémi ASSAEL (2023)	دراسة البيانات البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG)،	دراسةJérémi ASSAEL: اقترحت منهجيات وحلولا لتسخير البيانات البيئية

	والتي تعتبر ذات أهمية خاصة في الصناعة المالية لأنها أصبحت أداة حاسمة لتقييم الاستثمارات المحتملة.	والاجتماعية والحوكمة من خلال أساليب التعلم الآلي المصممة بعناية وتطبيقها على دراسة حالة ذات صلة بالصناعة المالية.
13. دراسة Jinlan (Iris) Chen (2023)	أثر التكامل البيئي والاجتماعي والحوكمة المتنوعة (ESG) على الأداء المالي في الأسواق المالية.	دراسة Jinlan (Iris) Chen : تناولت مجموعة شاملة من 22 مؤشرا للأسهم والسندات تغطي الأسواق الأوروبية والأمريكية، عكس دراستنا الحالية التي تناولت مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة.
14. دراسة Erika Anderson (2023)	مراعاة المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) في الشركات.	دراسة Erika Anderson: تمثلت مشكلة الدراسة في كون فهم تأثير المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) على أداء الشركة من حيث صلتها بالصناعات التي تعتمد على الابتكار التكنولوجي هو أمر معقد.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الدراسات السابقة.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن أغلب الدراسات السابقة ركزت على تحليل أداء صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة العالمية، كدراسة Kriti Avasthi (2017) ودراسة Stephen Bahadar (2019) التي تناولت دراسة أداء صناديق الاستثمار المتداولة من خلال تحليل عوائدها وتقلباتها وكفاءات التسعير. ودراسة Thanarerk Thanakijsombat &Treerapot Kongtoranin (2017) التي تناولت مراجعة شاملة لخصائص المخاطر والعوائد والأداء في سوق صناديق الاستثمار المتداولة، وركزت دراسات أخرى على أهمية مراعاة المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) في تقييم الاستثمارات المالية، على غرار دراسة Erika Anderson (2023) ودراسة Ana Cristina Leite Henriques (2022). مع اختلاف في الأهداف والأساليب المستعملة. حيث كان الهدف الرئيسي للدراسة الحالية هو تقييم الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة في ظل تبني معايير الاستثمار المستدام ESG وهو ما تناولته إلى دراسات قليلة على غرار دراسة Jasper Chan, Minchan Kim (2020) ودراسة Elina Mitikka (2017) مع اختلاف كامل في عينة الدراسة حيث كانت

عينة الدراسة الحالية محصورة في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة على عكس بقية الدراسات التي شملت السوق المالي العالمي على نطاق واسع.

وعليه من خلال التحليل السابق لا يوجد تطابق بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة من حيث الأهداف والأساليب المستعملة والمتغيرات الرئيسية للدراسة، فإذا كان هناك تطابق بين المتغيرات اختلفت عينة الدراسة، وفي حالة ما إذا تشابهت عينة الدراسة إلى حد ما مع دراستنا الحالية نجد اختلاف في الهدف الرئيسي أو المتغيرات المدروسة. وهذا ما زاد من اهتمامنا بالموضوع الحالي الذي يعتبر مختلف عن بقية الدراسات السابقة.

في هذا الجزء تم تقديم الإطار المنهجي للدراسة بغية الوصول إلى أهداف البحث، إذ تم تحديد مشكلة الدراسة الرئيسية وأسئلتها الفرعية استطعنا من خلالها وصياغة فرضيات الدراسة، والتي بدورها مكن من تحديد نموذج الدراسة. مع الوقوف على المنهج المتبع في هذه الدراسة وتحديد المجال المكاني والزماني الذي يساعد على حصر مجال البحث والقدرة على الوصول إلى نتائج دقيقة تخدم موضوع الدراسة. وبما أن الأدبيات التطبيقية المتمثلة في مجموعة من الدراسات السابقة تم عرضها في هذا الجزء تساعد على فهم المتغيرات الحالية للدراسة، تمكنا من الوقوف على أهم أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات السابقة ودراستنا الحالية من حيث الأهداف المرجوة والعينة المدروسة. كل هذا يدفع إلى تخصيص الفصلين الأول والثاني لتقديم وصف دقيق عن متغيرات الدراسة وتحليل العلاقة النظرية بينهما، إذ يضم الفصل الأول التأصيل النظري لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)، والفصل الثاني يشمل ما تعلق بمعايير الاستثمار المستدام وهي المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) وارتباطها نظريا بصناديق الاستثمار المتداولة. أما الفصل الثالث فقد خصص للدراسة التطبيقية، لذا ستحاول هذه الدراسة التقييم المالي لـ ESG ETFs من خلال العائد، المخاطر ودرجة التقلب ودراسة أداء استدامة هذا النوع من الصناديق في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة بالاعتماد على مؤشر MSCI.

الفصل الأول:

التأصيل النظري لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)

تمهيد:

أنتج الانفجار التكنولوجي وتحرير أسواق المال العالمية إمكانية هائلة للابتكارات في المنتجات والأدوات المالية، حيث وجد المستثمرون المنتجات المتداولة في البورصة (ETFs) كبديل لصناديق الاستثمار، وتعمل المنتجات المتداولة في البورصة (ETFs) كمحفزات في نمو التجارة في السوق المالية وتعتبر المنتجات المتداولة في البورصة (ETFs) من أكثر المنتجات الاستثمارية الموجهة نحو ابتكار المنتج للمستثمرين في العقدين الماضيين.

كما يعد إنشاء صندوق الاستثمار المتداول (ETF) أحد هذه الأدوات الاستثمارية التي شهدت نموا هائلا في السنوات الأخيرة. فعندما يتم إدخال فئات أصول جديدة إلى السوق المالية، فإن هذه الفئات لديها القدرة على تحقيق فوائد واسعة النطاق مثل كفاءة السوق وسيولة السوق والتقلبات وتقاسم المخاطر، إلا أن لديها أيضا القدرة على التأثير سلبا على هذه العناصر ولذلك يبدأ هذا الفصل بخلفية تاريخية عن صناديق الاستثمار المتداولة، وبعد ذلك مفهوم وخصائص صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)، بالإضافة إلى أهم أنواع الصناديق المتداولة في البورصة (ETFs) ومن ثم الوقوف على أهم الإيجابيات والسلبيات. أما المبحث الثاني تضمن آلية عمل صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) بدء من الأطراف المشاركة في إنشاء (ETFs)، عملية الإنشاء والاسترداد بالإضافة إلى أهم استراتيجيات الاستثمار في صناديق (ETFs).

ويناقش هذا الفصل أولا تحليل أداء صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) من خلال اعتماد نموذج العائد والمخاطرة. الذي يساعد على تحديد المحفظة الاستثمارية الفعالة مع التطرق إلى أهم مقاييس الأداء، والعوامل المؤثرة في الأداء ثانيا، وفي الأخير المخاطر التي تتعرض إليها صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) مقارنة بالأدوات الاستثمارية الأخرى.

I. ماهية صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)

يمثل طرح الصناديق المتداولة في البورصة (ETFs) ابتكارا ماليا مهما في التاريخ الحديث، والذي أحدث ثورة في سوق منتجات إدارة الأصول. لذا يشكل هذا المبحث الأول مقدمة لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)، والتي تعد واحدة من أنجح الابتكارات المالية في العقدين الماضيين. حيث يقدم خلفية تاريخية مختصرة عن سوق صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) بالإضافة إلى نمو وتطور (ETFs) في السوق المالية العالمية. كما يتطرق إلى المفهوم والخصائص الفريدة التي جعلت (ETFs) تنتشر بين المستثمرين في جميع أنحاء العالم. بالإضافة إلى عرض أهم الأنواع المختلفة لصناديق (ETFs)، وفي الأخير مناقشة إيجابيات وسلبيات الاستثمار في هذا النوع من المنتجات المالية.

1. نشأة وتطور صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)

من أجل تقدير الصعود المذهل لاستراتيجية الاستثمار في (ETFs)، من الضروري التعرض بقدر من التفصيل، ما كانت عليه وما هو عليه الآن وما يمكن أن تكون عليه حياة هذه المنتجات الجديدة نسبيا التي يستخدمها عدد متزايد من المستثمرين.

1.1 الخلفية التاريخية لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)

وفقا لغاري جاستينو، مؤلف كتاب "**دليل الصناديق المتداولة في البورصة**"، فإن أول محاولة حقيقية لشيء مثل صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة كانت إطلاق أسهم المشاركة في المؤشر لمؤشر ستاندرد آند بورز 500 في عام 1989. ولكن لسوء الحظ، على الرغم من وجود قدر كبير من اهتمام المستثمرين قضت محكمة اتحادية في شيكاغو بأن الصندوق يعمل مثل العقود الآجلة، على الرغم من أنها كانت مهمشة ومضمونة مثل الأسهم، وبالتالي، إذا كان سيتم تداولها كان لا بد من تداولها في بورصة العقود الآجلة، وكان ظهور صناديق الاستثمار المتداولة الحقيقية ينتظر ظهوره في وقت لاحق (Simpson, 2023).

وبإجماع عام كانت أولى الأدوات الاستثمارية المقاربة لصناديق الاستثمار المتداولة اليوم هي **وحدات تورونتو للمشاركة في المؤشر** (**TIPS**) التي تم إطلاقها في 9 مارس 1990. وقد جمعت وحدات المشاركة في مؤشر تورونتو (TIPS) بين ميزات تتبع المؤشر وتكاليف الإدارة المنخفضة والمزايا الضريبية التي أصبحت من السمات المميزة لصناديق الاستثمار المتداولة. وكان المؤشر المحدد الذي تتبعه TIPS هو بورصة تورنتو 35، وهو المؤشر الرئيسي للشركات الكندية ذات رأس المال الكبير.

وفي عام 1993، أطلقت شركة ستيت ستريت جلوبال أدفايزرز أول صندوق استثمار متداول في الولايات المتحدة، وهو **إيصالات الإيداع القياسية والبورز(SPDR)**، يتتبع صندوق الاستثمار المتداول أداء مؤشر S&P 500 أعيدت تسميته في أغسطس من عام 2017، ولا يزال صندوق SPDR S&P 500 ETF هو أكبر صندوق استثمار متداول في البورصة في العالم وأكثره تداولا في العالم مع ما يقرب من 255 مليار دولار من الأصول الخاضعة للإدارة (Tamplin, 2023).

في عام 1996 بعد ثلاث سنوات من ظهور SPDR، تم إطلاق أول **صندوق استثماري متداول دولي**. استغرق الأمر ست سنوات أخرى قبل أن يصل أول صندوق استثماري متداول للسندات إلى السوق في عام 2002 (Tamplin, 2023).

في عام 2003، أطلقت iShares أول صندوق استثمار متداول لسندات الشركات في أوروبا، وهو صندوق **iBOXX Liquid Corporates ETF**. كما تم إطلاق أول صندوق استثمار متداول في البورصة يتتبع مؤشر S&P 500 للمستثمرين الأوروبيين بواسطة **iShares**. وبحلول عام 2004، كان هناك نحو 120 صندوق استثمار متداول في البورصة في أوروبا تبلغ أصولها 25 مليار يورو (Groves, 2011, p. 27).

وفيما يلي باقي المعالم الرئيسية في تاريخ صناديق (ETFs): (BlackRock, 2020)

- 2008 حصلت صناديق (ETFs) المدارة بشكل نشط على الضوء الأخضر من هيئة الأوراق المالية والبورصات؛
- 2010 ظهور صناديق (ETFs) ذات الأجل المحدد لأول مرة، حيث تحتوي على سندات تستحق جميعها في نفس العام؛
- 2015 تم إطلاق أول صناديق (ETFs) للسندات القائمة على العوامل؛

الجدول رقم (02): المعالم الرئيسية في تاريخ صناديق الاستثمار المتداولة

السنة	الحدث
1990	تم إطلاق أول (ETFs) في العالم في كندا، في بورصة تورنتو.
1993	أول صندوق (ETFs) في الولايات المتحدة SPDR S&P 500 Trust.
1995	أول صندوق (ETFs) خارج أمريكا الشمالية صندوق مدرج في مؤشر نيكاي 300 للأسهم في اليابان.
1999	أول صندوق (ETFs) في أوروبا iShares SMI ETF (CH)- في سويسرا.
1999	أول صندوق (ETFs) في آسيا والمحيط الهادئ (اليابان سابقا) صندوق تعقب صندوق هونج كونج (ETFs) في هونج كونج.

2000	أول صندوق (ETFs) ذو دخل ثابت وحدات (ETFs) لمؤشر iShares Core Canadian Universe Bond Index في كندا.
2002	أول صندوق (ETFs) في أمريكا اللاتينية iShares NAFTRAC- في المكسيك.
2003	أول (ETCs) في العالم.
2005	أطلقت ProShares أول صناديق (ETFs) معكوسة ومدعومة بالولايات المتحدة.
2006	أول (ETNs) في العالم.
2007	بدأت (ETFs) المدارة بنشاط في الولايات المتحدة.
2008	الأزمة المالية العالمية.
2016	الصناديق الهجينة من الصناديق المشتركة و(ETFs)، الصناديق المدارة المتداولة في البورصة، التي تم إطلاقها في الولايات المتحدة؛ (ETCs) السلع المتداولة في البورصة؛ (ETNs) الأوراق النقدية المتداولة في البورصة.

المصدر: (MARSZK & LECHMAN, 2019, p. 10)

2.1 نمو وتطور صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)

يمكن تقسيم نمو وتطور صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) حسب المناطق التالية:

1.2.1. الولايات المتحدة وأوروبا:

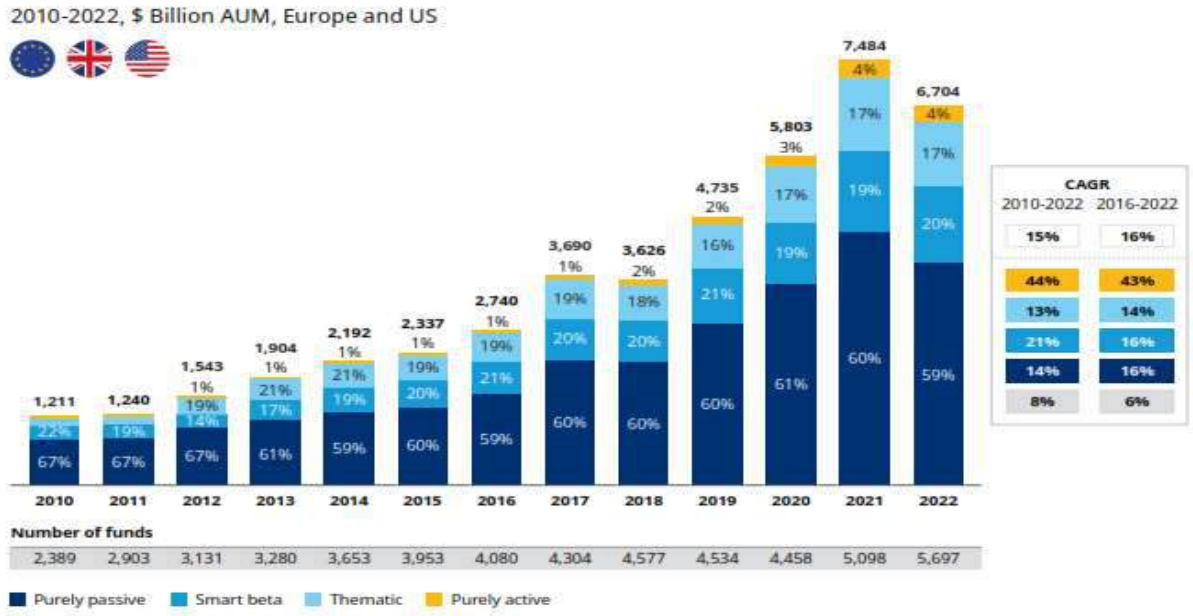
تتزايد أهمية صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) بشكل مطرد، حيث تكتسب صناديق (ETFs) حصة من جميع أحجام الصناديق في جميع أنحاء الولايات المتحدة وأوروبا. في حين ارتفعت جميع أصول الصناديق المدارة (AuM) بنسبة 7% سنويا. وخلال الفترة 2016-2022، زادت أحجام صناديق (ETFs) بنسبة 16% سنويا خلال نفس الفترة. ويكشف هذا عن اختلاف كبير في النمو الملحوظ في صناديق الاستثمار المشتركة، التي كانت تنمو بمعدل 5% سنويا خلال الفترة 2016-2022، وهو ما يمثل حوالي ثلث معدل النمو الملحوظ في صناديق (ETFs). واليوم تشكل صناديق الاستثمار المتداولة 17% من إجمالي أصول الصناديق الخاضعة للإدارة (AuM)، بزيادة قوية قدرها 7 نقاط مئوية مقارنة بـ 10% في عام 2016. (Kaczmarski, Farrar, Zelter, & van der Zee, 2023, p. 5)

أ. حجم السوق وصعود صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) النشطة:

يقدر الحجم الإجمالي لسوق صناديق (ETFs) في الولايات المتحدة وأوروبا بحوالي 6.7 تريليون دولار من الأصول الخاضعة للإدارة في عام 2022. وقد نما السوق بسرعة بمعدل 15% سنويا. خلال الفترة 2010-2021. لذا يمكن تمييز أربع فئات من صناديق (ETFs)، بما في ذلك (1) استراتيجيات (ETFs) السلبية البحتة، (2) بيتا الذكية، (3) الموضوعية، و (4) استراتيجيات (ETFs) النشطة البحتة (الشكل 02).

في حين أن صناديق (ETFs) السلبية البحتة تقوم ببساطة بتتبع وعكس مقتنيات مؤشر معين، فإن (ETFs) المدارة بشكل نشط تنحرف عن مؤشرها القياسي من خلال وجود مدير أو فريق يقوم بإجراء تغييرات على تخصيص ورقة المنفذ واختيار الأسهم الفردية على النحو الذي يرونه مناسبا. يمكن وضع الاستراتيجيات التجريبية والموضوعية الذكية على أنها هجين بين الاستراتيجية السلبية البحتة والاستراتيجية النشطة البحتة حيث تنحرف هذه الاستراتيجيات عن تتبع مؤشر السوق الأوسع، على الرغم من أنها تستلزم بشكل عام درجة أقل من الإدارة النشطة مقارنة بالاستراتيجية النشطة البحتة (Kaczmarski, Farrar, Zelter, & van der Zee, 2023, p. 7)

الشكل رقم 02: تطور سوق صناديق الاستثمار المتداولة حسب قطاع المنتج



Source : (Kaczmarski, Farrar, Zelter, & van der Zee, 2023, p. 8)

وبالنظر إلى الولايات المتحدة وأوروبا بشكل فردي، يلاحظ معدلات نمو مماثلة خلال السنوات الأخيرة، على الرغم من أن أوروبا لا تشكل سوى حوالي 20٪ من سوق صناديق الاستثمار المتداولة مجتمعة.

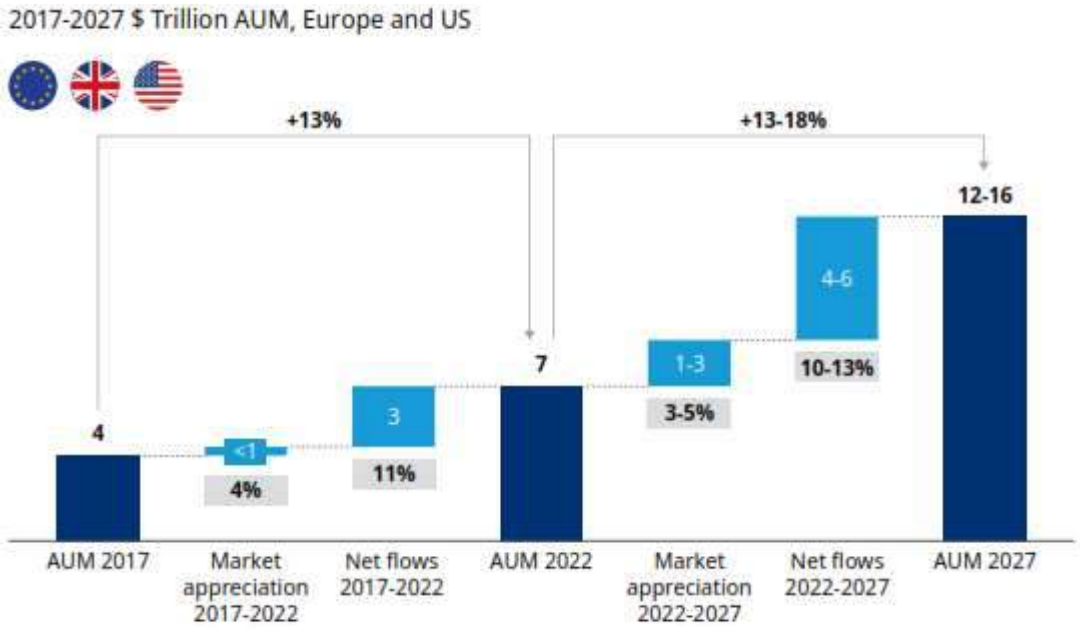
ومن المتوقع أن يكون حجم السوق الأمريكية أكبر بكثير مما يعكس الحجم الإجمالي لصناعة إدارة الأصول في الولايات المتحدة واللوائح الملائمة لصناديق الاستثمار المتداولة مقابل صناديق الاستثمار المشتركة، مما أدى إلى نمو كبير في سوق صناديق الاستثمار المتداولة في الولايات المتحدة.

ب. توقعات سوق صناديق الاستثمار المتداولة:

من المتوقع أن ينمو سوق صناديق الاستثمار المتداولة بنسبة تتراوح بين 13 و18% سنويا خلال الفترة من 2022 إلى 2027، مدفوعة في المقام الأول بصافي التدفقات الداخلة القوية مع استمرار التحول الهيكلي من

صناديق الاستثمار المشتركة إلى صناديق الاستثمار المتداولة. لقد تم توقع نمو السوق باستخدام نهج من أعلى إلى أسفل يجمع بين النمو المتوقع في جميع الصناديق والتحولات المتوقعة بين قطاعات المنتجات لاستخلاص النمو المتوقع في سوق صناديق الاستثمار المتداولة. ويفترض أن تقدير السوق يتماشى على نطاق واسع مع المتوسطات التاريخية. ومن المتوقع أن يكون ارتفاع قيمة السوق في الولايات المتحدة أعلى منه في أوروبا، وهو ما يتماشى مع القيم التاريخية والعوائد المتوقعة للمستثمرين. ويفترض أيضا أن صافي التدفقات ستشهد نموا مماثلا مقارنة بالأصول المدارة كما لوحظ في الفترة ما بين 2016 إلى 2021 (Kaczmarski, Farrar, Zelter, & van der Zee, 2023, p. 15).

الشكل رقم 03: توقعات سوق صناديق الاستثمار المتداولة



Source : (Kaczmarski, Farrar, Zelter, & van der Zee, 2023, p. 15)

ومن المتوقع أن تستمر في التحول نحو صناديق الاستثمار المتداولة، ومن المتوقع أن تكتسب صناديق الاستثمار المتداولة النشطة على وجه الخصوص زخما أكبر. وبشكل عام النمو المتوقع يتراوح بين 13 إلى 18% سنويا. يشكل تسارعا طفيفا مقارنة بالفترة ما بين 2017 إلى 2022، والتي تأثرت بشكل خاص بانكماش السوق في 2022. وبالنظر إلى معدلات النمو هذه من المتوقع أن تستمر صناديق الاستثمار المتداولة في الحصول على حصة كبيرة من صناديق الاستثمار المشتركة.

2.2.1 آسيا والمحيط الهادي:

بالرغم من أن منطقة آسيا والمحيط الهادئ لا تزال متخلفة إلى حد ما عن أسواق صناديق الاستثمار المتداولة في الولايات المتحدة وأوروبا من حيث الحجم والتطور، فقد شهدت السوق نموا قياسيا في السنوات الأخيرة وبدأت في الظهور كمعقل للابتكار.

زادت أصول صناديق الاستثمار المتداولة في منطقة آسيا والمحيط الهادئ بنسبة 229% منذ عام 2016، لتصل إلى 1.06 تريليون دولار في سبتمبر 2021، ويمثل هذا معدل نمو سنوي مركب مثيرا للإعجاب يبلغ 26.9%، متجاوزا معدلات النمو في أجزاء أخرى من العالم.

ويتوقع المشاركون في الاستطلاع الصعودي لمنطقة آسيا والمحيط الهادئ أن ترتفع الأصول الخاضعة للإدارة إلى 2 تريليون دولار على الأقل بحلول عام 2026، بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 15%. ويتوقع أكثر من ثلث المشاركين في الاستطلاع قفزة أكبر إلى 3 تريليون دولار وهو ما يمثل معدل نمو سنوي مركب يبلغ حوالي 25٪، وهو أقرب إلى معدل نمو صناديق الاستثمار المتداولة في آسيا والمحيط الهادئ منذ عام 2016. (ETFs 2026: The next big leap)

أ. تحليل سوق صناديق الاستثمار المتداولة في آسيا والمحيط الهادئ:

من المتوقع أن تسجل صناعة صناديق الاستثمار المتداولة في آسيا والمحيط الهادئ معدل نمو سنوي مركب يزيد عن 8.5٪ خلال الفترة المتوقعة (2024–2029). أصبحت منطقة آسيا والمحيط الهادئ (APAC) الآن ثابتة في أذهان مديري الأصول العالمية كسوق مستهدف.

لتحسين لوائح صناديق الاستثمار المتداولة في عام 2019، تم اعتماد قاعدة "صناديق الاستثمار المتداولة" من قبل هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية وتم تطبيقها على جميع صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة الأمريكية. في الهند، يتكون صندوق الاستثمار المتداول (ETF) من مجموعة من الأسهم أو الخيارات المدرجة في البورصة مثل البورصة الوطنية أو بورصة بومباي. يتم تعيين رمز بورصة لكل صندوق استثماري متداول ويمكن للمستثمرين شراؤه وبيعه بنفس الطريقة التي يشترون بها ويبيعون الأسهم.

يتطلع عدد متزايد من مصدري صناديق UCITS ETF الأوروبية إلى الاستفادة من سوق المستثمرين المتنامي في منطقة آسيا والمحيط الهادئ. وينطبق هذا بشكل خاص على الأماكن التي يشتري فيها الموزعون المحليون بالفعل الكثير من منتجات UCITS الأخرى. لا يوجد لدى العديد من الأسواق الرئيسية، بما في ذلك هونج كونج، نموذج توزيع قائم على الرسوم، وبالتالي فإن الموزعين، الذين غالبا ما يكونون بنوك تجزئة أو بنوك خاصة، لديهم حافز محدود لبيع صناديق الاستثمار المتداولة للعملاء (mordor intelligence, 2023).

ب. زيادة منتجات صناديق الاستثمار المتداولة للأسهم في منطقة آسيا والمحيط الهادئ:

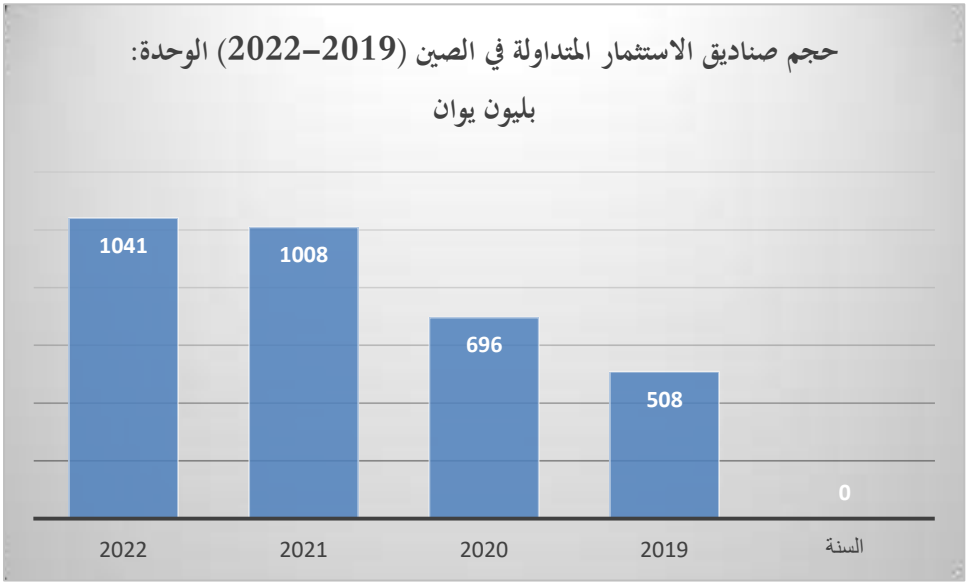
تعد دول آسيا والمحيط الهادئ مثل اليابان والصين والهند من بين أسواق الأسهم الرائدة في المنطقة حيث تمتلك الحصة الأكبر من قيمة سوق الأسهم في المنطقة مما يؤدي إلى ظهور منتجات صناديق الاستثمار المتداولة كقطاع رئيسي في المنطقة. تعد بورصة شنغهاي للأوراق المالية، ومجموعة بورصة اليابان، وبورصة شنتشن للأوراق المالية من بين البورصات الرائدة في المنطقة التي تقود سوق منتجات صناديق الاستثمار المتداولة للأسهم.

شهدت الأصول الخاضعة للإدارة في منطقة آسيا والمحيط الهادئ (AUM) في صناديق الاستثمار المتداولة زيادة مستمرة على مر السنين بقيمة تزيد عن 589 مليار دولار أمريكي في عام 2022، حيث تبلغ الحصة الكبرى من أصول صناديق الاستثمار المتداولة في المنطقة حوالي 352 مليار دولار أمريكي مقرها في اليابان، مدعومة من خلال برنامج شراء صناديق الاستثمار المتداولة التابع للبنك المركزي (mordor intelligence, 2023).

ج. الصين تقود سوق صناديق الاستثمار المتداولة:

شهد حجم سوق صناديق الاستثمار المتداولة في الصين نموا مستمرا على مدار السنوات الماضية عند مستوى يزيد عن 197.6 مليار دولار أمريكي في العام الماضي، ومن المتوقع أن يزيد حجم السوق بشكل مستمر خلال الفترة المقبلة. تعد صناديق الاستثمار المتداولة للأسهم المحلية وصناديق الاستثمار المتداولة بالعملة من بين صناديق الاستثمار المتداولة الرائدة في البلاد وتقود السوق. تؤدي الزيادة المستمرة في الدخل المتاح في الصين إلى زيادة حصة المستثمرين الذين يستثمرون في صناديق الاستثمار المتداولة. تعد iShares MSCI China وKraneShares CSI China Internet وiShares China ذات القيمة الكبيرة من بين بعض صناديق الاستثمار المتداولة في الصين الرائدة في إجمالي قيمة أصولها الحالية بقيمة تزيد عن 4 مليار دولار أمريكي لكل صندوق استثمار متداول (mordor intelligence, 2023).

الشكل رقم 04: حجم صناديق الاستثمار المتداولة في الصين (2019–2022): الوحدة بليون يوان



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على (mordor intelligence, 2023)

3.2.1 إفريقيا وأمريكا اللاتينية:

توسع صناديق الاستثمار المتداولة في مناطق جديدة مثل إفريقيا وأمريكا اللاتينية والشرق الأوسط ويتوقع مديرو صناديق الاستثمار المتداولة في الأسواق الأكثر نضجا استهداف الفرص غير المستغلة بشكل متزايد في إفريقيا وأمريكا اللاتينية والشرق الأوسط. في حين أن كل منطقة من هذه المناطق لديها حاليا اعتماد منخفض نسبيا لصناديق الاستثمار المتداولة بين المستثمرين، إلا أن هناك إمكانات كبيرة للنمو حيث أصبحت فوائد صناديق الاستثمار المتداولة مفهومة بشكل أفضل في هذه الأسواق (ETFs 2027, 2023).

أ. أكبر صناديق الاستثمار المتداولة في أفريقيا: صندوق Vanguard FTSE Africa Index Fund ETF

يعد صندوق Vanguard FTSE Africa Index Fund ETF (KWA):

أكبر صندوق استثمار متداول أفريقي من حيث الأصول الخاضعة للإدارة (AUM). ويمتلك الصندوق أسهما في 40 شركة من القارة، بما في ذلك أكبر الشركات في أفريقيا مثل بنك ستاندرد في جنوب أفريقيا وبنك فيرست في نيجيريا. وتبلغ الأصول المدارة للصندوق 2.5 مليار دولار.

تبلغ نسبة نفقات الصندوق 0.10٪، وهي أغلى قليلا من صناديق الاستثمار المتداولة الأفريقية الأخرى. وهي متاحة عبر صندوق تتبع مؤشر السلع (KWIA)، وهي شركة استثمار مسجلة (RIC). وهذا يعني أن مؤسسة التدريب الأوروبية تتم إدارتها بواسطة صندوق منفصل مطلوب لتتبع مؤشر السلع. هذه الطريقة أكثر

تكلفة من صناديق الاستثمار المتداولة المماثلة والتي لا تتوفر إلا من خلال صندوق استثمار مشترك تقليدي (African Land , 2020).

ب. صناديق الاستثمار المتداولة ذات رأس المال المتوسط في إفريقيا: مؤشر iShares MSCI Nigeria Investable Market Index ETF:

مؤشر iShares MSCI Nigeria Investable Market Index ETF (NGE) هو صندوق استثمار متداول واسع ومتنوع يتتبع مؤشر MSCI Nigeria Investable Market Index. ويمتلك الصندوق أسهما في أكثر من 100 شركة في 10 قطاعات في جميع أنحاء نيجيريا، التي تعد أكبر اقتصاد في أفريقيا. وتبلغ الأصول المدارة للصندوق 200 مليون دولار.

تبلغ نسبة نفقات الصندوق 0.65%، وهي ثاني أقل نسبة نفقات في أي صندوق استثمار متداول إفريقي. يتم تداوله مثل الأسهم، لذا يمكنك شرائه وبيعه مثل الأسهم، ولكنه صندوق، وليس سهما فعليا. يمكنك شراء هذا الصندوق من خلال أي وسيط يتداول صناديق الاستثمار المتداولة (African Land , 2020).

ج. صناديق الاستثمار المتداولة ذات رؤوس الأموال الصغيرة في إفريقيا: صندوق مؤشر iShares MSCI Ghana ETF:

يتتبع صندوق iShares MSCI Ghana Index Fund ETF (GFA) مؤشر MSCI Ghana Investable Market Index، والذي يتضمن أسهم الشركات الكبيرة الراسخة في غانا. ويمتلك الصندوق أسهما في أكثر من 50 شركة في البلاد، التي تعد واحدة من أكثر الديمقراطيات استقرارا في إفريقيا. وتبلغ الأصول المدارة للصندوق 72 مليون دولار.

تبلغ نسبة نفقات الصندوق 0.74%، وهي رابع أدنى نسبة نفقات في أي صندوق استثمار متداول أفريقي. وهي متاحة من خلال أي وسيط يتداول صناديق الاستثمار المتداولة (African Land , 2020) .

2.مفهوم وخصائص صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)

بستعرض في هذا العنصر مفهوم صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) حسب مجموعة من الكتاب والباحثين والهيئات المالية، ومحاولة الوصول إلى تعريف شامل لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة. بالإضافة إلى استخراج أهم الخصائص التي تتميز بها هذه الصناديق عن غيرها من المنتجات المالية الأخرى.

1.2 مفهوم صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs):

قبل تحديد مفهوم صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) يجب معرفة معنى كل حرف من حروف (ETFs) كما هي موضحة في الشكل التالي:

الشكل رقم 05: معنى كلمة (ETFs)

E: Exchange تبادل

يتم شراء وبيع صناديق الاستثمار المتداولة مثل الأسهم العادية في البورصة

T: Traded المتداولة

مثل الأسهم، يتم تداول صناديق الاستثمار المتداولة وتشهد تغيرات في الأسعار على مدار اليوم.

F: Funds أموال

تحتفظ صناديق الاستثمار المتداولة عموما بمجموعة من الأسهم أو السندات أو الأوراق المالية الأخرى في صندوق واحد أو تتعرض لمخزون أو سند واحد من خلال صندوق استثمار متداول ذو ضمان واحد.

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على: (schwab, 2024)

تعددت التعريفات التي قدمت لمفهوم صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة منها:

– الصناديق المتداولة في البورصة في البورصة (ETFs) هي سلة من الأوراق المالية التي تتبع أداء معايير سوق الأوراق المالية مثل مؤشر داو جونز الصناعي أو مؤشر S&P 500. يتم تداول صناديق الاستثمار المتداولة تماما مثل الأسهم والسندات، مما يعني أنه يمكن للمستثمرين شراء وبيع الأسهم طوال يوم التداول (Tamplin, 2023).

– الصناديق المتداولة في البورصة هي الأدوات المالية الجديدة الأكثر نجاحا وابتكارا، وهي أسهم تصدر عن شركة استثمار تمثل حافظة أساسية يتم التعامل بها خلال اليوم عندما تكون الأسعار محددة بالعرض والطلب. ولقد تتبعت الصناديق المتداولة بالبورصة الصادرة في التسعينيات مؤشرات الأسهم المعروفة فقط، ولكنها بدأت مؤخرا تتبع المؤشرات المعدلة جديدا، وحتى المحافظ الاستثمارية المدارة بشكل نشط (سيغل و بالمر، 2020، صفحة 375).

– الصندوق المتداول في البورصة (ETF) هو نوع من الأوراق المالية الاستثمارية المجمعة التي تعمل إلى حد كبير مثل صندوق الاستثمار المشترك. عادة ستتتبع صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة مؤشرا أو قطاعا أو سلعة أو أصولا أخرى معينة، ولكن على عكس صناديق الاستثمار المشتركة، يمكن شراء صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة أو بيعها في البورصة بنفس الطريقة التي يمكن بها للأسهم العادية (CHEN, 2023).

– صندوق الاستثمار المتداول في البورصة هو أداة استثمارية مجمعة بأسهم (وحدات) مدرجة ومتداولة في أسواق الأوراق المالية الثانوية المسجلة أو منصات التداول الأخرى أو خارج البورصة (OTC) (Miziołek , Feder-Sempach, & Zaremba, 2020, p. 67). يمكن شراؤها أو بيعها في البورصات طوال اليوم، في أي وقت أثناء جلسة التداول، من خلال وسطاء البورصة على أساس العمولة بسعر تحدده السوق، تماما مثل الأسهم المتداولة علنا أو غيرها من الأدوات المالية المدرجة في البورصات.

– صناديق الاستثمار المتداولة (أو الصناديق المتداولة في البورصة) هي أدوات استثمار هجينة يمكنها أن توفر تعرضا منخفض التكلفة نسبيا وفعالا من حيث الضرائب لمجموعة متنوعة من فئات الأصول واستراتيجيات الاستثمار (Wallace, 2021).

– صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) هي "سلة من الأوراق المالية التي يمكن شراؤها أو بيعها من خلال شركة وساطة في بورصة الأوراق المالية" وهو صندوق استثمار متداول مصنف ليكون له اعتبارات بيئية واجتماعية وحوكمة كجزء من استراتيجيته (Fernandes Lopes , 2022, p. 81).

– يشير الصندوق المتداول في البورصة (ETF) إلى صندوق استثمار مدرج في البورصة، والذي يتتبع توزيع أصوله عادة مؤشرا أو محفظة محددة يتم تداول صناديق الاستثمار المتداولة بشكل مشابه لأسهم الأسهم، أي كوحدات في البورصة طوال يوم التداول ويمكن للمستثمرين مراقبة عروض الأسعار في الوقت الفعلي (Mitikka, 2017, p. 5).

– صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة هي صناديق استثمار يتم تداولها في البورصات والأسواق الأخرى بنفس الطريقة التي يتم بها تداول الأسهم المدرجة (وبالتالي يمكن شراؤها في أي وقت خلال يوم التداول، ويمكن شراؤها على الهامش ويمكن بيعها على المكشوف). لأن صناديق الاستثمار المتداولة تمكن المستثمرين من تحقيق تعرض متنوع من خلال هيكل صندوق استثمار منظم، فإنها تستخدم من قبل المستثمرين الأفراد والمؤسسات على حد سواء. (Sommers, 2017, p. 2).

وعليه يمكن إعطاء تعريف شامل لصناديق الاستثمار المتداولة كما يلي: " **صناديق الاستثمار المتداولة هي الصناديق التي تتداول في البورصات، وتتبع عموما مؤشرا معينا. وعند الاستثمار في صندوق استثمار متداول نحصل على مجموعة من الأصول التي يمكن شراؤها وبيعها خلال ساعات السوق مما قد يقلل من التعرض للمخاطر ويساعد في تنويع المحفظة الاستثمارية**".

2.2 خصائص صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة:

تعد صناديق الاستثمار المتداولة الآن واحدة من أسرع القطاعات نموا في أعمال إدارة الاستثمار، إذ توفر الصناديق المتداولة في البورصة إمكانية وصول السيولة إلى كل ركن من أركان الأسواق المالية تقريبا، مما يسمح للمستثمرين الكبار والصغار ببناء محافظ استثمارية ذات مستوى مؤسسي مع رسوم إدارية أقل بكثير من تلك الخاصة بالصناديق المشتركة. كما تساعد المستويات العالية من الشفافية لكل من الحيازات واستراتيجية الاستثمار المستثمرين على تقييم العوائد والمخاطر المحتملة لصناديق الاستثمار المتداولة بسهولة. وعليه يمكن توضيح أهم خصائص صناديق الاستثمار المتداولة في النقاط التالية: (Bahadar, 2019, pp. 11-12).

1.2.2 الوفرة في التكاليف: وتأتي وفورات التكاليف، أولا وقبل كل شيء نظرا لأن معظم صناديق الاستثمار المتداولة هي صناديق مؤشر، وبالتالي لا تتحمل تكاليف إدارة المحافظ النشطة والتقديرية. والسبب الرئيسي لميزة تكلفة صناديق الاستثمار المتداولة يشير ضمنيا إلى اسمها: يتم تداول الأموال في البورصة. وهو ما أوضحته أيضا دراسات أخرى، بأن صناديق الاستثمار المتداولة توفر التنويع وبديل فعال من حيث التكلفة مقارنة بصناديق الاستثمار المشتركة.

2.2.2 التنويع: لقد خلقت صناديق الاستثمار المتداولة ثروة من فرص بناء المحافظ الجديدة لمجموعة واسعة من المستثمرين من خلال فتح فئات أصول جديدة للاستثمار. قبل نمو صناديق الاستثمار المتداولة، كان امتلاك أصول مثل سبائك الذهب أو سندات الأسواق الناشئة أو العملات أو التقلبات أو الأصول البديلة أمرا صعبا ومكلفا باستثناء المستثمرين المؤسسيين الكبار. لقد أتاحت صناديق الاستثمار المتداولة جميع مجالات أسواق رأس المال لأي مستثمر لديه حساب وساطة من خلال امتلاك أسهم صندوق استثمار متداول، يحصل المستثمر على تعرض فوري للعديد من الأوراق المالية، وهذا يقلل من المخاطر التي ينطوي عليها امتلاك الأوراق المالية الفردية.

3.2.2 الشفافية: يعرض معظم موفري صناديق الاستثمار المتداولة محافظهم الاستثمارية بالكامل بشكل يومي من خلال مواقعهم الإلكترونية، ويتم التقاط هذه المعلومات أيضا بواسطة خدمات البيانات المالية. يمكن أن تكون هذه الشفافية مفيدة للغاية في بناء المحفظة وتحليلها، وتتميز صناديق الاستثمار المتداولة بالشفافية لأن مدير الصندوق يكشف عن سلة الأسهم الأساسية للسوق كل يوم.

4.2.2 السيولة: يمكن شراء صناديق الاستثمار المتداولة أو بيعها في الأسواق الثانوية في أوقات مختلفة على مدار اليوم. وفقا لبرومان ينجذب المستثمرون الأفراد والمؤسسات إلى سيولة صناديق الاستثمار المتداولة، كما أن صناديق الاستثمار المتداولة عادة ما توفر سيولة قوية وتستقر مثل أي سهم آخر يتم تداوله في البورصة.

5.2.2 المرونة: نظرا لأن صناديق الاستثمار المتداولة قابلة للتداول في البورصات، يمكن للمستثمرين شراء أو بيع أسهم صناديق الاستثمار المتداولة في أي وقت خلال ساعات التداول. ونتيجة لذلك، توفر صناديق الاستثمار

المتداولة مستوى من المرونة يختلف عن صناديق الاستثمار المشتركة التقليدية التي يتم تداولها مرة واحدة يوميا. نظرا لأن المستثمر عادة ما يكون قادرا على التداول في السوق مع المشترين والبائعين الراغبين، فإن صناديق الاستثمار المتداولة نفسها لا تتطلب إخطارا باستثمارات أو عمليات سحب كبيرة، أو الاحتفاظ بالتزامات الفترة أو الحد الأدنى من الرسوم، وبالتالي تقليل التكاليف الاقتصادية الأخرى التي قد تقلل من قيمة السهم. (The Investment Association, 2018)

3.2 التمييز بين صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة وصناديق الاستثمار المشتركة

تمثل صناديق الاستثمار المشتركة أيضا سلالا من الأسهم أو السندات، أي أنهما أقرب إلى بعضهما البعض. فيما يلي بعض الاختلافات الكبيرة بين صناديق الاستثمار المتداولة وصناديق الاستثمار المشتركة: (Wild, 2022, p. 27)

– يتم شراء وبيع صناديق الاستثمار المتداولة تماما مثل الأسهم (من خلال شركة وساطة، إما عن طريق الهاتف أو عبر الإنترنت)، وتتغير أسعارها طوال يوم التداول. يمكن تقديم أوامر صندوق الاستثمار المشترك خلال اليوم، لكن التداول الفعلي لا يحدث إلا بعد إغلاق الأسواق؛

– تميل صناديق الاستثمار المتداولة إلى تمثيل المؤشرات –قطاعات السوق –ويميل مديرو صناديق الاستثمار المتداولة إلى القيام بقدر ضئيل جدا من تداول الأوراق المالية في صندوق الاستثمار المتداول. (يتم إدارة صناديق الاستثمار المتداولة بشكل سلبي) تتم إدارة معظم صناديق الاستثمار المشتركة بنشاط؛

– على الرغم من أنها قد تتطلب منك دفع رسوم تداول صغيرة، فإن صناديق الاستثمار المتداولة عادة ما تكلفك أقل بكثير من صناديق الاستثمار المشتركة لأن رسوم الإدارة المستمرة عادة ما تكون أقل بكثير، ولا توجد رسوم دخول و/أو خروج، وأحيانا رسوم باهظة، كما هو الحال مع العديد من صناديق الاستثمار المشتركة؛

– نظرا لانخفاض معدل دوران المحفظة وكذلك الطريقة التي يتم بها هيكلة صناديق الاستثمار المتداولة، فإن صناديق الاستثمار المتداولة تعلن عموما عن مكاسب رأسمالية خاضعة للضريبة أقل بكثير من صناديق الاستثمار المشتركة.

3. أنواع صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة

نظرا لأن صناديق الاستثمار المتداولة أصبحت أكثر شيوعا فقد ابتكر مديرو الصناديق أنواعا مختلفة من صناديق الاستثمار المتداولة لتحقيق أهداف مختلفة. ولعل أفضل طريقة للنظر في الأنواع المختلفة من صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة هي تصنيفها ضمن الفئات التالية:

1.3 صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة حسب فئة الأصول: وتنقسم إلى:

1.1.3 صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة الخاصة بالأسهم: في معظم الأحيان، تتبع صناديق الاستثمار المتداولة للأسهم، والتي تسمى أيضا صناديق الاستثمار المتداولة للأسهم، مؤشرا للأسهم، مثل مؤشر Nifty 50. تعد القيمة السوقية وأسلوب الاستثمار والاستراتيجية والتعرض الإقليمي هي الأساس لتصنيف أنواع مختلفة من صناديق الاستثمار المتداولة للأسهم. بفضل نمو صناديق الاستثمار المتداولة، أصبح لدى المستثمرين الآن خيار

ميسور التكلفة لتنويع محافظهم الاستثمارية. هناك صندوق استثمار متداول لكل شيء، سواء كنت ترغب في الاستثمار في صناعة معينة، أو سوق صغير، أو قسم معين من سوق الأسهم العالمية (Angel One, 2023).

2.1.3 صناديق الاستثمار المتداولة الخاصة بالسندات: تعرف صناديق الاستثمار المتداولة (ETFs) التي تضع الموارد في السندات باسم صناديق الاستثمار المتداولة في السندات. فهي تزدهر وسط التراجعات النقدية، حيث يقوم المضاربون بسحب أموالهم من أسواق المال إلى الأوراق المالية. على سبيل المثال، سندات الخزانة الحكومية أو تلك الصادرة عن المنظمات ينظر إليها على أنها ثابتة ماليا (AVASTSHI, 2017, p. 86).

3.1.3 صناديق الاستثمار المتداولة الخاصة بالعقارات: وهي عبارة عن صناديق استثمارية عقارية مطروحة وحداتها طرحا عاما وتتداول وحداتها في السوق المالية، ويتمثل هدفها الاستثماري الرئيسي في الاستثمار في عقارات مطورة تطويرا إنشائيا قابلة لتحقيق دخل دوري وتأجيري، وتوزع نسبة محددة من صافي أرباح الصندوق نقدا على مالكي الوحدات في هذا الصندوق وذلك بشكل سنوي كحد أدنى، ويقصد بالعقارات المطورة تطويرا إنشائيا أنها العقارات المطورة الجاهزة للاستخدام والمستوفية للمتطلبات النظامية وتشمل العقارات السكنية والتجارية والصناعية والزراعية وغيرها (هيئة السوق المالية، 2019، صفحة 6).

4.1.3 صناديق الاستثمار المتداولة الخاصة بالعملات: صناديق الاستثمار المتداولة بالعملة هي نوع آخر من الصناديق المتاحة اليوم والتي توفر للمستثمرين التعرض للعملات الأجنبية. يمكن أن يكون الاستثمار في صناديق الاستثمار المتداولة بالعملة طريقة رائعة للمستثمرين للتحوط ضد مخاطر العملة أو الاستفادة من التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية (Samuelsson, 2024).

5.1.3 صناديق الاستثمار المتداولة الخاصة بالذهب: الصندوق المتداول في بورصة الذهب أو(GETF) هو صندوق محفظة يهدف إلى تتبع أسعار الذهب. تمثل (ETF) هذه الذهب المادي المحتفظ به كمخزون جنبا إلى جنب مع المطالبة على وحدات الذهب هذه المحتفظ بها لدى أمين الحفظ. صناديق الاستثمار المتداولة في الذهب هي الاستثمار في المعادن الثمينة دون الاحتفاظ بها في شكل مادي حيث تتقلب أسعاره مع التغيرات في أسعار الذهب (AVASTSHI, 2017).

6.1.3 صناديق الاستثمار المتداولة الخاصة بالسلع: صناديق الاستثمار المتداولة للسلع عادة ما تتبع صناديق الاستثمار المتداولة للسلع حركة أسعار السلعة الأساسية أو مؤشر السلع الأساسية، مثل النفط أو الذهب أو المنتجات الزراعية، أو قد تتبع مؤشرا يمثل سلة من العديد من السلع. يمكن تقسيم الأنواع الرئيسية لصناديق

الاستثمار المتداولة للسلع إلى فئات حسب الاستراتيجية، بما في ذلك الصناديق المدعومة ماديا، والصناديق القائمة على العقود الآجلة، والصناديق القائمة على الأسهم، وصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة. (Thune, 2023).

7.1.3 صناديق الاستثمار المتداولة ذات الرافعة المالية والعكسية: تستخدم (ETFs) ذات الرافعة المالية والعكسية أدوات مشتقة مختلفة لتتبع مؤشر أو أكثر على وجه التحديد، مضاعف أو معكوس مؤشر في اليوم أساسا. تستثمر (ETFs) ذات الرافعة المالية عادة مبلغا كبيرا من أصولهم (أكثر من 80 في المائة) في الأوراق المالية للمؤشر المستهدف مع الأصول المتبقية المستثمرة نقدا أو ما يعادله من الأموال التي تدخل الأموال في مقابلها معاملات المشتقات (عادة العقود الآجلة والمقايضات) إلى الحصول على ما تبقى من التعرض المستهدف. أما الاستثمار في (ETFs) المعكوسة في المقام الأول يكون في النقدية أو النقدية المعادلة والمشتقات لتحقيق هدفهم الاستثماري. اعتبارا من يونيو 2014، كان هناك 190 صندوقا متداولا عكسيا وذات رافعة مالية بحوالي 35 مليار دولار في إجمالي صافي الأصول (Antoniewicz & Heinrichs, SEPTEMBER 2014, p. 5).

2.3 صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة حسب نطاق التنوع: حيث نجد نوعين:

1.2.3 صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة الخاصة بالقطاع: تتبع صناديق الاستثمار المتداولة في القطاع (الصناديق المتداولة في البورصة) مؤشرا يتكون من شركات تقدم منتجات أو خدمات مماثلة أو ذات صلة ضمن قطاع معين من الاقتصاد. تتخصص بعض صناديق الاستثمار المتداولة في القطاع بشكل أكبر من خلال التركيز على مجموعة فرعية معينة من الصناعة داخل القطاع أو تشمل فقط الشركات التي تلبي متطلبات حجم معين. (Charles, 2023)

2.2.3 صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة الدولية: هي الصناديق التي يتم فيها الاستثمار في صندوق الدولة الأساسي الذي يتألف من أسهم الشركات التي تمثل مجال الصناعة. توفر هذه الأنواع من (ETFs) الكشف عن المؤشرات الدولية من خلال تكرار أدائها. يمكن تداولها مثل أي سهم آخر في أسواق الأسهم (AVASTSHI, 2017, p. 85).

3.3 صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة حسب استراتيجية الاستثمار: وتتمثل في نوعين: (Sarwa, 2023)

1.3.3 صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة بشكل سلبي: قبل عام 2008، كان يتم تداول جميع صناديق الاستثمار المتداولة بشكل سلبي. وتم إنشاء صناديق الاستثمار المتداولة بناء على فلسفة الاستثمار السلبي لجون بوغل. ربما لم يتصور بوغل أن يأتي يوم يتم فيه تصنيف صناديق الاستثمار المتداولة على أساس استراتيجية الاستثمار.

تسعى صناديق الاستثمار المتداولة بشكل سلبي إلى تعقب أداء المؤشر الأساسي. ولا يتم إدارتها بشكل نشط من قبل مديري الصناديق الخبراء الذين يحاولون التفوّق على السوق أو جعل الصندوق أكثر ربحية في حالة السوق الهابطة.

2.3.3 صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة المدارة بشكل نشط: أطلق بنك ''بير ستيرنز'' أول صندوق استثمار متداول مدار بشكل نشط "كارنت ييلد (YYY)" في عام 2008. ويوجد حاليا أكثر من 500 صندوق استثمار متداول مدار بشكل نشط. تمكن صناديق الاستثمار المتداولة المدارة بشكل نشط مديريها من الاستجابة لظروف السوق وتغيير تركيبة صندوق الاستثمار (تغيير مخصصات القطاعات، على سبيل المثال) أو حتى الابتعاد عن المؤشر الأساسي.

4.3 صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة حسب هدف المستثمر: وتشمل ما يلي:

1.4.3 صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة الخاصة بتوزيعات الأرباح: تسمى أحيانا صناديق الاستثمار المتداولة للأرباح، بحكم تعريفها المتكيفة مع استراتيجية سلبية، بيتا أو بيتا الاستراتيجية، لأنها لا تختار الشركات وفقا للقاعدة الكلاسيكية لموضوع المؤشر و/أو القيمة السوقية، مثل CAC40 أو S&P500، ولكن على أساس مفرزة من الكوبونات. وبالتالي فإن صندوق الأرباح المتداول سيختار الشركات بناء على مبلغ الأرباح المدفوعة. (Yang, 2023) .بالإضافة إلى أنه لدى بعض صناديق الاستثمار المتداولة الخاصة استراتيجية اختيار الأسهم الأكثر سخاء، والتي نطلق عليها اسم "**صناديق الاستثمار المتداولة للأرباح**".

2.4.3 صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة الخاصة بالنمو: بدلا من توزيعات الأرباح، تركز صناديق الاستثمار المتداولة هذه على الشركات التي يمكنها زيادة أسعار أسهمها بشكل أسرع من غيرها من خلال أرباح أعلى من المتوسط. على سبيل المثال، يتبع صندوق الاستثمار المتداول ''فانغارد راسل 1000 للنمو مؤشر (VONG) راسل 1000 للنمو''، والذي يتألف من شركات أمريكية ذات إمكانات النمو العالية (Sarwa, 2023).

3.4.3 صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة الخاصة بالقيمة: تتعقب صناديق الاستثمار المتداولة هذه فلسفة الاستثمار لبنيامين جراهام ووارن بافيت من خلال الاستثمار في الأسهم التي يتم تقييمها بأقل من قيمتها السوقية (سعر السوق أقل من قيمتها الحقيقية). يتم الاحتفاظ بهذه الأسهم المقومة بأقل من قيمتها الحقيقية (بشرط أن يكون لها أساسيات جيدة) لفترة طويلة بينما يسعى سعر السوق إلى مساواة قيمتها الجوهرية (Sarwa, 2023).

يعد صندوق " آي شيرز MSCI فاليو فاكتور (VONG) " لسوق الولايات المتحدة مثالا على صندوق استثمار متداول خاص بالقيمة، حيث يتبع أداء "مؤشر MSCI للقيمة المعززة" والذي يتألف من أسهم أمريكية مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية مع أسس جيدة.

4.4.3 صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة المستدامة: تعرف صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة أيضا باسم صناديق الاستثمار المتداولة (ESG)، وهي صناديق متداولة في البورصة والتي تتبع عادة أداء مؤشر الأسهم أو السندات الصادرة عن الشركات التي لها خصائص بيئية واجتماعية وإدارية معينة. أكبر صندوق استثمار متداول مستدام في السوق هو iShares ESG Aware MSCI USA ETF (ESGU)

4. ايجابيات وسلبيات صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)

تتمتع (ETFs) بالعديد من الإيجابيات المعروفة على نطاق واسع، مما أدى إلى شعبيتها كفئة أصول. ومع ذلك، فإن السلبيات ليست معروفة أو معلن عنها بشكل عام، وتظهر في بعض الأحيان على أنها تهديدات للاستقرار المالي أو جودة السوق. وبالتالي يهدف العنصر التالي إلى مناقشة إيجابيات وسلبيات صناديق الاستثمار المتداولة.

1.4 الإيجابيات:

صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) تحل الكثير من المشاكل للمستثمرين، لذا تتمتع صناديق الاستثمار المتداولة، التي تتنافس مع صناديق الاستثمار المشتركة وتتاجر مثل الأسهم، ببعض الإيجابيات أهمها:

1.1.4 مرونة التداول: بما أن صناديق الاستثمار المتداولة هذه مدرجة في البورصة، فإن هذا يوفر مرونة التداول المتمثلة في القدرة على التداول في أي وقت خلال يوم التداول، والقدرة على البيع على المكشوف، أو الشراء بالرافعة المالية، أو حتى كتابة خيار على صندوق الاستثمار المتداول. وهذا يتناقض مع صناديق الائتمان التقليدية التي لا يمكن تداولها إلا في نهاية يوم الإغلاق، والتي لا يمكن شراؤها بالرافعة المالية أو بيعها على المكشوف. (Peerbhai, 2020, p. 28)

2.1.4 انخفاض التكاليف: على الرغم من أنها ليست مضمونة، (ETFs) في كثير من الأحيان أقل نسب المصروفات الإجمالية من صناديق الاستثمار المتنافسة. والسبب بسيط: عند شراء أسهم صناديق الاستثمار المشترك مباشرة من شركة صناديق الاستثمار المشترك، أن الشركة يجب التعامل مع الأوراق لا تعد ولا تحصى لتسجيل من أنت، المكان الذي تعيش فيه، ونرسل لك الوثائق. عند شراء أسهم (ETFs)، يمكنك القيام بذلك من خلال حساب الوساطة الخاص بك، ويتم حفظ جميع السجلات (ودفع ثمنها) من قبل شركة الوساطة الخاصة بك. أقل الأوراق يساوي انخفاض التكاليف أكثر من مرة (Bell, Carlson, & Murphy, 2021, p. 15).

3.1.4 ضرائب مخفضة على (ETF): يمكن أن يؤدي الاحتفاظ بأسهم (ETFs) في الحسابات الخاضعة للضريبة إلى انخفاض الالتزام الضريبي السنوي يفوق ما إذا كنت تمتلك صندوق استثمار مشترك مفتوح النهاية مماثل. الميزة الضريبية هي التعرض لآلية المراجحة الفردية (AP). قد تكون هناك حاجة إلى (ETFs) لتحقيق مكاسب رأسمالية دورية. وفوق ذلك، يكون الإعفاء من الدليل الإرشادي للمزايا الضريبية طليعة صناديق المتداولة في البورصة. (Bennett, 2021, pp. 74-85).

4.1.4 العمولات: في الوقت الحالي، فإن صناديق الاستثمار المتداولة التي تتبع مؤشرات الأسهم أو السندات في المملكة المتحدة مثلا هي فقط المقومة بالجنيه الاسترليني. العديد من صناديق الاستثمار المتداولة التي يتم تداولها في بورصة لندن مقومة بالدولار الأمريكي واليورو (بشكل عام، تلك التي تتبع المؤشرات الأوروبية مقومة باليورو، في حين أن تلك التي تتبع المؤشرات في المناطق الأخرى مقومة بالدولار). إذا كانت استثمارات الصندوق بعملة مختلفة عن العملة المقومة بها (على سبيل المثال، إذا كانت العملة الأساسية هي الدولار الأمريكي وتعرض محفظته للين)، فإن هذا يفرض عنصرًا إضافيًا من مخاطر العملة التي يجب على المستثمرين أخذها في الاعتبار.

5.1.4 الكفاءة: نظرا لأنها محمية من تداول المستثمرين (تذكر أن المستثمرين يتداولون فيما بينهم عبر البورصة فقط أولئك الذين يتعاملون في 50000 كتلة أسهم تسمى وحدات الإنشاء يتعاملون مباشرة مع الصندوق)، لا ينبغي لصناديق الاستثمار المتداولة أن تحتفظ بالنقود في متناول اليد لتلبية عمليات الاسترداد، أو تضطر إلى بيع الأسهم في السوق المتدهورة لنفس الغرض. بشكل عام، من المفترض أن يسمح هذا لمديري صناديق الاستثمار المتداولة بإدارة محافظهم الاستثمارية بكفاءة عالية، مما قد يمنحهم ميزة طفيفة على المتتبعين التقليديين.

6.1.4 خصم أقل أو قسط في السعر: هناك فرصة أقل لأن تكون أسعار أسهم (ETFs) أعلى أو أقل من أسعار الأسهم الأساسية. يتم تداول صناديق الاستثمار المتداولة على مدار اليوم بسعر قريب من سعر الأوراق المالية الأساسية، لذلك إذا كان السعر أعلى أو أقل بكثير من صافي قيمة الأصول، فإن المراجحة ستعيد السعر إلى المسار الصحيح. على عكس صناديق المؤشرات المغلقة، يتم تداول صناديق الاستثمار المتداولة على أساس العرض والطلب، وسيحصل صناع السوق على أرباح تباين الأسعار. (SEGAL, 2024).

7.1.4 التنويع السريع: عادة ما تحتوي صناديق الاستثمار المتداولة على ما لا يقل عن بضع عشرات من الشركات (وأحيانا المئات، كما هو الحال مع صناديق الاستثمار المتداولة لمؤشر S&P 500)، لذلك لا تتعرض بشكل مفرط لأي شركة واحدة، وإذا كانت هناك شركة تريدها فإن الصندوق لا يستثمر فيها. يمكنك دائما زيادة مخصصاتك لتلك الشركة. وعليه يمكنك التعرف على أي قطاع أو حجم شركة أو أسلوب استثمار أو بلد تقريبا. (Mackenzie, 2024).

لذا مع هذه الإيجابيات، ليس من الصعب معرفة السبب الذي جعل صناديق الاستثمار المتداولة تحظى بشعبية كبيرة، ولكن هذا لا يعني أنها الخيار الأفضل دائما.

2.4 السلبيات:

إن عدد الإيجابيات الكثيرة هي التي دفعت صناديق الاستثمار المتداولة إلى أن تصبح خيارا استثماريا شائعا لكل من المستثمرين من المؤسسات والأفراد. ومع ذلك، فإن هذه المنتجات ليست خالية من السلبيات، أهمها:

1.2.4 متابعة الخطأ: من المتوقع أن يحافظ مشرفو (ETFs) على كفاءة الاستثمار المالي لصناديقهم بالفهارس التي يتتبعونها. هذا الهدف ليس مباشرا كما يبدو .لأن هناك الكثير من الطرق التي يمكن بها لمؤشر (ETFs) الابتعاد عن المؤشر المطلوب. التي يمكن أن يكون تتبع الخطأ حسابا للمستثمرين .لا تحتفظ الفهارس بالمال ولكن (ETFs) تمتلك أموالا، لذا فإن هناك قدرا معينا من خطأ التتبع في (ETFs) متوقع.

2.2.4 قد يؤدي التسعير خلال اليوم إلى تداول غير حكيم: ويمكن أن يكون لدى المستثمرين على المدى الطويل أفق زمني يتراوح بين 10 إلى 15 سنة أو أكثر، وقد تحفزهم تحركات الأسعار خلال اليوم على التداول دون داع. في الواقع، قد يؤدي التأرجح الكبير على مدى بضع ساعات إلى تحفيز التداول العاطفي حيث يمكن للتسعير في نهاية اليوم أن يمنع المخاوف غير المنطقية من تشويه هدف الاستثمار. (SEGAL, 2024)

3.2.4 انخفاض عوائد الأرباح: هناك صناديق استثمار متداولة تدفع أرباحًا، لكن العوائد قد لا تكون مرتفعة مثل تلك التي يتم الحصول عليها من خلال امتلاك أسهم أو مجموعة أسهم ذات عائد مرتفع. عادة ما تكون المخاطر المرتبطة بامتلاك صناديق الاستثمار المتداولة أقل من مخاطر الأسهم الفردية.

ولكن إذا كان المستثمر قادرًا على تحمل المخاطر، فإن امتلاك الأسهم الفردية يمكن أن يعني عوائد أرباح أعلى بكثير. في حين أنه يمكنك اختيار الأسهم ذات عائد الأرباح الأعلى، فإن صناديق الاستثمار المتداولة تتبع سوقا أوسع، وبالتالي فإن متوسط العائد الإجمالي سيكون أقل (SEGAL, 2024).

4.2.4 عوائد صناديق الاستثمار المتداولة ذات الرافعة المالية المنحرفة: صندوق الاستثمار المتداول ذو الرافعة المالية هو صندوق يستخدم المشتقات المالية والديون لتضخيم عوائد المؤشر الأساسي. يمكن أن تفقد بعض صناديق الاستثمار المتداولة ذات الرافعة المالية المزدوجة أو الثلاثية أكثر من ضعف أو ثلاثة أضعاف تغير قيمة المؤشر المتتبع. ولذلك، فإن هذه الأنواع من استثمارات المضاربة تحتاج إلى تقييم دقيق. إذا تم الاحتفاظ بصندوق الاستثمار المتداول لفترة طويلة، فقد تتضاعف الخسارة الفعلية بسرعة. (SEGAL, 2024)

5.2.4 حجم أقل: في حين أن أكبر صناديق الاستثمار المتداولة يتم تداولها بشكل كبير، فإن العديد من صناديق الاستثمار المتداولة صغيرة وتركز على مكانة ضيقة. يضمن هذا الجاذبية المحدودة تقريبا تداول صناديق الاستثمار المتداولة بحجم أقل. ويعني الحجم الأقل أنك ستدفع على الأرجح مقابل الصندوق أكثر من غيره. (Mackenzie, 2024).

6.2.4 ارتفاع أقل من الأسهم الفردية: توفر صناديق الاستثمار المتداولة التنويع، وتسهل عوائد الاستثمار وعادة ما توفر عائدًا جيدًا ولكن ليس كبيرًا. في أي صندوق، يكون أداء بعض الأسهم جيدا والبعض الآخر أقل جودة، مما يعني أن المستثمرين ذوي المعرفة العالية من المحتمل أن يحققوا نتائج أفضل من عائدات الصندوق عن طريق شراء الأسهم التي يكون أداؤها أعلى من المتوسط فقط. ومع ذلك بالنسبة لمعظم المستثمرين، فإن شراء صندوق متنوع يعمل بشكل أفضل. (Mackenzie, 2024).

إذن هذه هي أهم إيجابيات وسلبيات الاستثمار في صناديق الاستثمار المتداولة، ورغم وجود السلبيات إلا أن الإيجابيات العديدة لصناديق الاستثمار المتداولة جعلتها تحظى بشعبية لا تصدق، وتشكل صناديق الاستثمار المتداولة الأساس للعديد من استراتيجيات الاستثمار "السلبية" التي تميل إلى التفوق على معظم المحترفين لسنوات متتالية.

II. آلية عمل صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)

يعتمد مزود الصناديق المتداولة في البورصة على كيانات أخرى تسمى المشاركين المعتمدين، والتي عادة ما تكون بنوك استثمارية، لإنشاء واسترداد أسهم صناديق الاستثمار المتداولة المتوفرة فيما يعرف بالسوق الثانوية للمستثمرين العاديين للشراء والبيع. كما يتم تعيين المشاركين المعتمدين من قبل مزود (ETFs) ولكن لا يطلب منهم التداول ولا يتلقون رسوما مقابل خدماتهم. وبدلا من ذلك، يتم تحفيزهم للمشاركة لأنه يمكنهم الاستفادة من الاختلافات بين صافي قيمة الأصول وسعر تداول أسهم (ETFs) لكسب المال. يفعلون ذلك من خلال ما يسمى بآلية الانشاء والاسترداد. كل ذلك يتطرق إليه المبحث الثاني بالإضافة إلى أهم استراتيجيات تداول صناديق الاستثمار المتداولة.

1. الأطراف المشاركة في إنشاء (ETFs)

من المهم تحديد الأدوار الرئيسية للمشاركين في عملية إنشاء (ETFs) وتتمثل أهم أدوار المشاركين في العملية حسب الجدول التالي (Groves, 2011, p. 50):

الجدول رقم 03: الأطراف المشاركة في إنشاء ETFs

الدور	التعريف
المنظم	الشركة التي تنشئ وتسوق وتدير (ETFs)، في بعض الأحيان يعرف باسم مصدر أو مدير أو مزود (ETFs). الراعي غير مسؤول عن إنشاء أسهم (ETFs)، تتطلب هذه الوظيفة مساهمة المشاركين المعتمدين.
التداول	بحكم التعريف، جميع (ETF) قابلة للتداول في البورصة، لذا يتعين عليها تلبية متطلبات الإدراج في البورصة التي يتم تداولها فيها. في أوروبا، من الشائع أن تحتوي (ETF) على قوائم متعددة.
صناع السوق	الشركات التي شاركت مع راعي (ETFs) والبورصة للحفاظ على السوق في أسهم (ETFs). إن وجود صناع السوق له تأثير على ضمان سيولة السوق في أسهم (ETFs).
مؤشر مرخص	سيطلب رعاة مؤشر (ETFs) ترخيصا من ناشر الفهرس الذي يعتمد عليه المنتج. وبالتالي مثلا: Lyxor ETF FTSE 250 يتطلب ترخيص من FTSE لاستخدام مؤشر FTSE 250.
المشاركون في السوق (MPs)، (أو المشاركين المصرح لهم)	المشاركون في إنشاء أسهم صناديق الاستثمار المتداولة للشراء، يشار إليها أحيانا باسم حاملي وحدات الإنشاء أو المتداولين الأساسيين أو المشاركين في السوق.

Source : (Groves, 2011, p. 50)

هناك عدة أطراف تتدخل في إنشاء وتداول (ETFs)، تتمثل أهم هذه الأطراف وأهم الوظائف والأدوار التي تلعبها فيما يلي (شافية و بن دعاس، 2014):

1.1 مدير الصندوق: هو الجهة التي تصدر وتدير (ETFs) والمرخص لها أصلا من قبل هيئة السوق المالية بإدارة الأصول، ولذلك يقوم مدير الصندوق بإنشاء وتجميع الأسهم في سلة واحدة، والتي تتطلب إدارة محترفة تقوم بعمل الدراسات والتقييمات الدورية، وتتحدد مهمة مدير الصندوق في إصدار الوثائق بناء على الأسهم المكونة للمؤشر وبنفس الأوزان تقريبا، ويلتزم مدير الصندوق بما يلي:

– تأسيس وتسجيل وإدراج الصندوق، مراقبة الأداء والعمل على تحقيق أهداف الصندوق؛

– تعيين صانع السوق والترتيب لرأس المال التشغيلي المبدئي والتنسيق المستمر مع صانع السوق لإتمام عمليات إنشاء واسترداد الوحدات، تعيين **مزود خدمة** المؤشر والاتفاق معه على آلية حساب وتقييم ونشر معلومات المؤشر، تعيين المشارك المعتمد (APs)؛

– تعيين أمينا لحفظ والتنسيق المستمر معه في عمليات إنشاء واسترداد الوحدات المتداولة؛

– وضع سياسات الصندوق وتحديد آلية إصدار واسترداد الوحدات؛

– الاعداد لإدراج وحدات الصندوق؛

– التأكد من مطابقة الأداء وتسوية ومعالجة الانحرافات؛

– مراقبة الأداء والعمل على تحقيق أهداف الصندوق في إطار الاستراتيجية والسياسات المعلنة؛

– تحديد مكونات سلة الأسهم والإعلان عنها وعن العناصر النقدية إن وجدت؛

– المحافظة بصفة مستمرة على معامل الارتباط بين التغير في سعر تداول الوثيقة بالبورصة والتغير في قيمة المؤشر، وذلك وفقا للقواعد التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة العامة للسوق المالية؛

– المحافظة بصفة مستمرة على ألا تقل نسبة الأوراق المالية المكونة للمؤشر عن نسبة معينة من إجمالي الايرادات المالية المكونة للصندوق؛

– إجمالي الأوراق المالية المكونة للمحفظة وفقا للقواعد التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة للسوق المالية؛

– الإفصاح عن نصيب الوثيقة من صافي قيمة أصول الصندوق والافصاح عنها للبورصة والهيئة العامة للسوق المالية؛

– التأكد من قيام صانع السوق بتوفير السيولة في السوق الثانوية لوحدات الصندوق؛

– التأكد من صحة حساب ونشر صافي قيمة الأصول والقيمة الارشادية للوحدة والإفصاح عنها للبورصة والهيئة العامة للسوق المالية؛

– إخطار كل من البورصة والهيئة العامة للسوق المالية بمواعيد توزيع الكوبونات وقيمتها والافصاح عنها على شاشات البورصة؛

– التأكد من نشر المعلومات التي تتعلق بالمؤشر؛

– إخطار كل من البورصة والهيئة العامة للسوق المالية بأي تغيير في عدد الوثائق، وبالإيقاف وعموما فإن دور مدير الصندوق يقتصر على العملية الإدارية المالية التي تضمن توازن محفظة الأسهم والتقييم الدوري لهذه المحفظة وإصدار الوثائق التي تضم مجموعة من الأسهم التي لا يشترط تملكه لها.

2.1 صانع السوق: هو جهة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية، بمقتضى الاتفاقية التي يتم توقيعها بين مدير الصندوق وصانع السوق، ويقوم صانع السوق بإعطاء الأسهم التي يطلبها مدير الصندوق لتكوين سلة الأسهم، وفي المقابل يقوم مدير الصندوق بإعطاء صانع السوق مجموعة من الوحدات، كل وحدة تمثل سلة من الأسهم

لترويجها وتسويقها وبيعها في البورصة، مقابل ثمن محدد مسبقا من مدير الطرح، وبالتالي فإن صانع السوق يكون دائما لديه مخزون من النقد والأسهم ليدعم بهم السوق ويبث روح العرض والطلب فيه باستمرار، وغالبا ما يكون مدير الصندوق وصانع السوق شركة واحدة وذلك تجنبا لتضارب المصالح وتوافر عوامل الثقة المطلوبة.

وعموما فإن وظيفة صانع السوق تتمثل في توفير السيولة في سوق (ETFs)، وهو الدور الرئيس الذي يضطلع به، بحيث يتم توفير عروض مستمرة للشراء وبالتالي يستطيع المستثمر في أي وقت بيع أو شراء الوحدات، أي أن صانع السوق يلتزم بشكل مستمر بتوفير عروض بيع وطلبات شراء على الصناديق من خلال مدى سعري معين حول القيمة الإرشادية لصافي أصول الوحدة، ويجب ألا تقل قيمة أوامر البيع والشراء عن مبلغ محدد أو ما يعادله من وحدات.

وأخيرا المستثمرون (المؤسسات المالية أو مستثمرو التجزئة) الذي يعتبر دوره حاسما لنجاح العملية برمتها (ETFs).

2. سعر السوق لصناديق (ETFs) مقابل صافي قيمة أصول صناديق (ETFs)

على عكس صناديق الاستثمار المشتركة التي قد تقوم بتسعير أسهمها على أساس أسبوعي أو ربع سنوي أو سنوي، فإن الصناديق المتداولة في البورصة (ETFs) تقوم بتسعير أسهمها يوميًا. تعتمد كيفية تسعيرها على الفرق بين سعر السوق وصافي قيمة الأصول (NAV) (SCOTT, 2024).

1.2 سعر سوق صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs):

سعر السوق للصندوق المتداول في البورصة هو السعر الذي يمكن به شراء أو بيع أسهم صندوق الاستثمار المتداول في البورصات خلال ساعات التداول. يتم تداول صناديق الاستثمار المتداولة مثل الأسهم المدرجة في البورصات، وبالتالي فإن سعر السوق سوف يتقلب على مدار اليوم حيث يتفاعل المشترون والبائعون مع بعضهم البعض وينفذون الصفقات. سيرتفع السعر بشكل عام في السوق إذا زاد عدد المشترين عن عدد البائعين. سينخفض السعر عموما في حالة وجود عدد من البائعين أكثر من المشترين.

2.2 صافي قيمة أصول صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs):

يتم تحديد صافي قيمة الأصول عن طريق طرح أي التزامات من قيمة جميع الأصول في الصندوق بما في ذلك الأصول والنقد. ثم تقسيم الباقي على عدد الأسهم القائمة في صندوق الاستثمار المتداول.

صافي قيمة أصول صندوق الاستثمار المتداول = (مجموع جميع الأصول بما في ذلك النقد –جميع الالتزامات) / عدد الأسهم القائمة.

3.2 الاختلافات الرئيسية:

قد تكون هناك اختلافات بين سعر إغلاق السوق لصندوق الاستثمار المتداول وسعر صافي قيمة الأصول ولكن أي انحرافات يجب أن تكون طفيفة نسبيا. ويرجع ذلك إلى آلية الاسترداد التي تستخدمها صناديق الاستثمار المتداولة. تحافظ آليات الاسترداد على القيمة السوقية لصندوق الاستثمار المتداول وقيمة صافي قيمة الأصول قريبة بشكل معقول. وتستخدم صناديق الاستثمار المتداولة مشاركا معتمدا (AP) لتشكيل وحدات الإنشاء. سيشكل (AP) وحدة إنشاء للأسهم في جميع شركات S&P 500 بوزن يساوي وزن المؤشر الأساسي لصندوق الاستثمار المتداول الذي يتتبع مؤشر.S&P 500 .

سيقوم (AP) بعد ذلك بنقل وحدة الإنشاء إلى موفر (ETFs) على أساس قيمة صافي قيمة الأصول. وسيحصل (AP) على كتلة من الأسهم ذات قيمة مماثلة في (ETFs) في المقابل. يمكن لـ (AP) بعد ذلك بيع تلك الأسهم في السوق المفتوحة. تتكون وحدات الإنشاء عادة من حوالي 50000 سهم من صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة.

4.2 لماذا يمكن أن يختلف سعر السوق لصناديق (ETFs) عن صافي قيمة الأصول؟

قد ينحرف سعر صندوق الاستثمار المتداول عن صافي قيمة الأصول لصندوق الاستثمار المتداول بسبب التغيرات في العرض أو الطلب على صندوق الاستثمار المتداول في أي وقت. سيتجاوز سعر السوق عادة صافي قيمة الأصول إذا كان الطلب مرتفعا على الصندوق مع انخفاض العرض. سيكون صافي قيمة الأصول أعلى بشكل عام إذا كان لدى الصندوق عرض مرتفع مع القليل من الطلب.

5.2 الفرق الرئيسي بين سعر السوق وصافي قيمة الأصول:

سعر السوق لصناديق الاستثمار المتداولة هو السعر الذي يمكن شراء أو بيع صناديق الاستثمار المتداولة به في البورصات خلال ساعات التداول. صافي قيمة الأصول هو سعر الإغلاق وقيمة كل حيازة لصندوق استثمار متداول بناءً على حصة السهم من أصول الصندوق في نهاية يوم التداول (SCOTT, 2024).

3. إنشاء واسترداد صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)

عندما ترغب إحدى شركات (ETFs) في إنشاء أسهم جديدة لصندوقها، سواء بإطلاق منتج جديد أو تلبية الطلب المتزايد في السوق، فإنها تلجأ إلى شخص يسمى المشارك المعتمد (AP). قد يكون(AP) صانع سوق، متخصصا أو أي مؤسسة مالية كبرى أخرى. في الأساس، إنه شخص لديه الكثير من القوة والقدرة الشرائية. (Bell, Carlson, & Murphy, 2021, p. 13).

تتمثل مهمة (AP) في الحصول على الأوراق المالية التي تريد (ETF) الاحتفاظ بها. على سبيل المثال، إذا تم تصميم (ETF) لتتبع مؤشر S&P 500، فإن (AP) يقوم بشراء أسهم في جميع مكونات S&P500 بنفس الأوزان بالضبط مثل المؤشر، ثم تسليم تلك الأسهم إلى مزود (ETF). في المقابل، يعطي المزود كتلا لـ (AP) من أسهم (ETF) متساوية القيمة، تدعى وحدات الإنشاء. عادة ما يتم تشكيل هذه الوحدات في كتل من 50000 سهم.

ويتم التبادل على أساس القيمة العادلة لواحد مقابل واحد. يقوم (AP) بتسليم كمية معينة من الأوراق المالية الأساسية ويتلقى نفس القيمة بالضبط من أسهم (ETFs)، ويتم تسعيرها على أساس صافي قيمة أصولها (NAV)، وليس القيمة السوقية التي يتم تداول (ETFs) بها.

يستفيد كلا الطرفين من المعاملة: يحصل مزود (ETF) على الأسهم التي يحتاجها لتتبع المؤشر، ويحصل (AP) على الكثير من أسهم (ETF) لإعادة بيعها من أجل تحقيق الربح.

ويمكن أن تجرى العملية أيضا في الاتجاه المعاكس. يمكن أن يقوم (APs) بإلغاء أسهم (ETF) من السوق عن طريق شراء ما يكفي من تلك الأسهم لتشكيل وحدة إنشاء ومن ثم تسليم تلك الأسهم إلى مصدر (ETF). في المقابل، يتلقى (AP) نفس قيمة الأوراق المالية الأساسية للصندوق.

1.3 ما أهمية عملية الانشاء / الاسترداد؟

تعد عملية الإنشاء / الاسترداد مهمة لـ(ETFs) لعدة أوجه:

أولا: عملية الانشاء والاسترداد تجعل تداول أسعار أسهم (ETF) تتماشى مع صافي قيمة الأصول الأساسية للصندوق.

ثانيا: نظرا لأن (ETF) تتداول مثل الأسهم، فإن سعرها سيتقلب خلال يوم التداول، بسبب العرض والطلب. إذا أراد العديد من المستثمرين شراء (ETF)، على سبيل المثال، فقد يرتفع سعر سهم (ETF) فوق قيمة الأوراق المالية الأساسية.

عندما يحدث هذا، يمكن لـ (AP) التدخل لمعرفة أسعار (ETF) المبالغ فيها. قد يقوم (AP) بشراء الأسهم الأساسية التي تشكل (ETF) ومن ثم بيع أسهم (ETF) في السوق المفتوحة. وهذا من شأنه أن يساعد في دفع سعر أسهم (ETF) نحو القيمة العادلة، في حين أن (AP) يكسب ربحا مراجحة خاليا من المخاطر.

وبالمثل، إذا بدأت (ETF) في التداول بخصم على الأوراق المالية التي تحتفظ بها، يمكن لـ (AP) الحصول على 50000 سهم من (ETF) التي تتداول بسعر أرخص واستبدادها مقابل الأوراق المالية الأساسية، والتي يمكن

إعادة بيعها من خلال شراء أسهم (ETFs) المقومة بأقل من قيمتها، فإن (AP) تدفع سعر (ETFs) نحو القيمة العادلة بينما تحقق مرة أخرى ربحا جيدا.

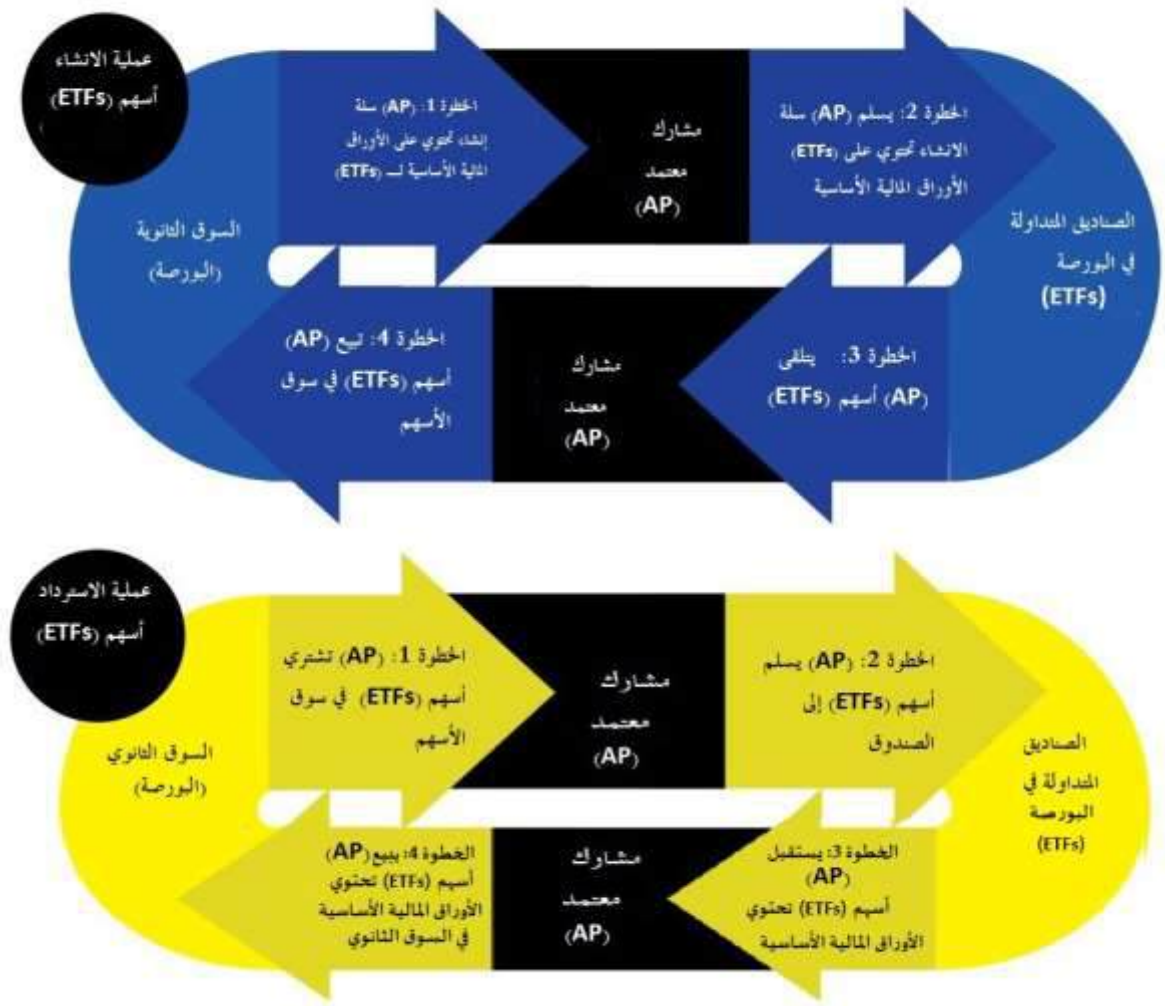
تساعد عملية المراجحة هذه في الحفاظ على سعر (ETF) متماشيا مع قيمة المحفظة الأساسية، ومع وجود العديد من (APs) التي تراقب معظم (ETF)، تظل أسعار(ETF) عادة متوافقة مع قيمة الأوراق المالية الأساسية الخاصة بها.

إحدى أهم الاختلافات بين (ETFs) والصناديق المغلقة. مع الصناديق المغلقة، لا يمكن لأحد إنشاء أو استرداد الأسهم. ولهذا السبب غالبا ما ترى الصناديق المغلقة تتداول بعلاوات أو خصومات هائلة على صافي قيمة أصولها، إذ لا توجد آلية للمراجحة متاحة للحفاظ على ضغوط العرض والطلب تحت السيطرة، لا تعمل آلية المراجحة في (ETFs) بشكل مثالي، ومن المفيد التأكد من أن (ETF) يتداول بالقيمة العادلة. لكن في معظم الأحيان تعمل العملية بشكل جيد.

2.3 طريقة فعالة للوصول إلى السوق:

الميزة الرئيسية الأخرى لآلية الإنشاء/الاسترداد هي أنها وسيلة فعالة وعادلة للغاية للصناديق للحصول على أوراق مالية جديدة. فعندما يقوم المستثمرون بضخ أموال جديدة في صناديق الاستثمار المشتركة، يجب على شركة الصندوق أن تأخذ تلك الأموال وتذهب إلى السوق لشراء الأوراق المالية. وعلى طول الطريق، يدفعون فروق أسعار وعمولات التداول، مما يضر في النهاية بعوائد الصندوق ويحدث الشيء نفسه عندما يقوم المستثمرون باسترداد الأموال من الصندوق.

الشكل رقم 06: عملية الإنشاء والاسترداد لـ (ETFs)



المصدر: (Bell, Carlson, & Murphy, 2021, p. 13)

مع (ETF)، يقوم (AP) بمعظم عمليات البيع والشراء. عندما يشعر (AP) بالطلب على أسهم إضافية لـ (ETF) وهو ما يتجلى عندما يتداول سعر سهم (ETF) بعلاوة على صافي قيمة أصوله، فإنه يدخل السوق وينشئ أسهما جديدة. وعندما يشعر (AP) بالطلب من المستثمرين الذين يتطلعون إلى الاسترداد والذي يتجلى عندما يتداول سعر سهم (ETF) بسعر مخفض فإنه يقوم بمعالجة عمليات الاسترداد.

يدفع (AP) جميع تكاليف ورسوم التداول، بل وتدفع رسوما إضافية لمزود (ETF) لتغطية الأعمال الورقية المتضمنة معالجة جميع أنشطة الإنشاء/الاسترداد.

الجيد في هذا النظام هو أن الصندوق محمي من هذه التكاليف. قد تستمر الصناديق في دفع رسوم التداول إذا كان لديها معدل دوران للمحفظة بسبب تغيرات المؤشر أو إعادة التوازن، ولكن عادة ما يتم دفع

رسوم ووضع أموال جديدة في العمل (أو استرداد الأموال من الصندوق) من قبل (AP). (في نهاية المطاف، يدفع المستثمرون الذين يدخلون أو يخرجون من (ETF) هذه التكاليف من خلال انتشار العرض/الطلب.).

النظام بطبيعته أكثر عدلا من الطريقة التي تعمل بها الصناديق الاستثمار المشتركة. ففي الصناديق المشتركة، يدفع المساهمون الحاليون الثمن عندما يضع مستثمرون جدد أموالا في الصندوق، لأن الصندوق يتحمل مصاريف التداول. في (ETF) يتحمل (AP) هذه التكاليف (ولاحقا يتحملها المستثمر الفردي الذي يتطلع إلى الدخول إلى الصندوق أو الخروج منه).

3.3 المزايا الضريبية:

آلية الإنشاء / الاسترداد هي مصدر الكفاءة الضريبية لـ (ETFs). وهناك صناديق الاستثمار المشتركة التي تبيع الأمن لأي سبب من أسباب تكبد مكاسب رأس المال والعواقب الضريبية التي تأتي مع ذلك. يمكن أن تحدث مبيعات الأمان لمجموعة من الأسباب: إعادة التوازن أو الاسترداد من قبل المساهمين أو مجرد تعديلات المحفظة العادية. يتم دفع أرباح رأس المال للمستثمرين على أساس سنوي بموجب القوانين التي تحكم الصناديق المشتركة.

ومع ذلك، فإن (ETFs) لديها طريقة للتغلب على هذه الأرباح غير المريحة:

أولا: وقبل كل شيء، لأن الغالبية العظمى منها تدار بشكل سلبي وتميل إلى أن تكون منضبطة جدا فيما يتعلق بالتداول، وعموما تنفيذ الصفقات وفقا لمتطلبات المؤشر، وبعضها فقط لإعادة التوازن، و(ETFs) لديها فقط مناسبات أقل لتحمل مكاسب رأس المال.

ثانيا: والأهم من ذلك، يمكن لـ (ETFs) استخدام آلية الإنشاء/الاسترداد لتجنب نسبة كبيرة من مكاسب رأس المال التي تتكبدها إذا كانت صناديق استثمار مشتركة تقليدية.

عندما يريد مستثمر صناديق الاستثمار المشترك الاستفادة من الصندوق يبيع الأوراق المالية لتلبية هذا الاسترداد، وتنتشر هذه التكاليف من خلال قاعدة المستثمرين في صناديق الاستثمار المشترك.

لكن مستثمر (ETFs) يحتاج فقط إلى بيع أسهمه في الصندوق في البورصة والتعامل مع مكاسب رأس المال بمفرده. الصندوق نفسه لا يرى أي عواقب من الصفقة، ولا المساهمين المتبقين.

فإنه يحصل على الأفضل عندما (AP) يسترد أسهم (ETFs). في هذه الحالة، تتلقى (AP) الأسهم التي تقوم عليها أسهم (ETFs) معاملة "عينية". مع عدم وجود بيع رسمي، لا توجد مكاسب رأسمالية ناتجة.

يمكن لمصدر (ETFs) اختيار الأسهم لإعطائها إلى (AP) وهذا يعني أن يمكن للمصدر تسليم الأسهم مع أدنى أساس ضريبي ممكن. وهذا يترك مصدر (ETFs) مع الأسهم المشتراة فقط بسعر السوق الحالي أو حتى أعلى منه، مما يقلل العبء الضريبي للصندوق ويؤدي في النهاية إلى عوائد أعلى بعد خصم الضرائب للمستثمرين.

4.3 آلية التحكيم:

تنشئ عملية الإنشاء / الاسترداد حدودا للمراجحة لأسعار تداول (ETFs) بالنسبة إلى (NAVs) على سبيل المثال، إذا كان سعر تداول (ETFs) الذي يمارس عملية عينية أقل من صافي قيمة الأصول، يمكن للمستثمرين إنشاء وحدات من (ETFs) في السوق الأولية واستبدالها بسلة أساسية للأوراق المالية في السوق الثانوية، وكسب فرق السعر، من الناحية العملية تعتمد فائدة المراجحة وحجم حدود المراجحة على عوامل مختلفة مثل تكاليف المعاملات وفروق العرض والطلب والمتطلبات المتعلقة بعملية الإنشاء / الاسترداد.

لدى (ETFs) قواعد مختلفة، مثل وقت تقديم أمر الإنشاء / الاسترداد، ما هي مدة التسوية وما هي التكاليف التي سيتم تكبدها.

مخاطر معاملات المراجحة تزداد بسبب هذه الاختلاف في القواعد، يمكن أن يتأثر المراجحون أيضا بالتحوط من مثل هذه المخاطر.

على سبيل المثال، هناك موعد نهائي محدد لتقديم طلب الإنشاء / الاسترداد لبعض (ETFs)، والتي تظهر يوم التداول.

منذ اكتمال الإنشاء / الاسترداد في (NAVs)، والتي تقدر في نهاية اليوم، توجد مخاطر الأسعار خلال هذا الفارق الزمني.

كلما اقترب وقت التوقف من نهاية اليوم الحد الأدنى من المخاطر وفقا للجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية، أي SEC تحكيم الفرصة المتأصلة في هيكل (ETFs) لأن سعر السوق اليومي لـ (ETFs) يتقلب أثناء يوم التداول. بسبب هذا التقلب، قد لا يساوي سعر السوق اليومي لـ (ETF) نهاية من اليوم (NAVs).

يمكن للمشاركين المعتمدين موازنة هذا الاختلاف (وتحقيق ربح) لأنهم يستطيعون ذلك من خلال تداول مباشرة مع (ETFs) في (NAVs) وكذلك في السوق.

النتيجة المتوقعة لمراجحة النشاط هو أن القيمة السوقية لـ (ETFs) تتحرك إلى الوراء بما يتماشى مع صافي قيمة الأصول في (ETFs) لكل سهم ويمكن للمستثمرين شراء أسهم (ETFs) في البورصة بسعر قريب من صافي قيمة الأصول في (ETFs) لكل سهم. (Bahadar, 2019, pp. 18-19).

4. استراتيجيات تداول صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs):

تعتبر الصناديق المتداولة في البورصة (ETFs) مثالية للمستثمرين المبتدئين نظرا لفوائدها العديدة مثل معدلات النفقات المنخفضة، السيولة الوفيرة، مجموعة خيارات الاستثمار، التنويع، انخفاض عتبة الاستثمار، وما إلى ذلك فتجعل هذه الميزات أيضا (ETFs) أدوات مثالية لمختلف استراتيجيات التداول والاستثمار التي يستخدمها التجار والمستثمرون الجدد، فيما يلي أفضل سبع استراتيجيات تداول (ETFs) للمبتدئين، (Picardo, 2021):

1.4 متوسط التكلفة بالدولار: يتطلب متوسط تكلفة الدولار (DCA) شراء مبلغ ثابت بالدولار من الأصل وفقا لجدول زمني منتظم، بغض النظر عن التكلفة المتغيرة للأصل. بدلا من مطاردة السوق، يقوم هؤلاء المستثمرون ببناء مركز في الأسهم. وبمرور الوقت أثبت متوسط تكلفة استثماراتهم أنه تنافسي.

هذه استراتيجية ذكية للمستثمرين المبتدئين، الذين قد يكونون شبابا في وظائفهم الأولى مع مبلغ متواضع لاستثماره كل شهر. سيكون من الأفضل استثمارها في صندوق استثمار متداول أو أكثر من صندوق استثمار متداول بدلا من وضعها في حساب توفير منخفض الفائدة.

تعمل (DCA) على تقليل المخاطر وحماية المستثمر من تقلبات السوق. ومن خلال الشراء المستمر للأصول عند نقاط سعرية مختلفة، فإنه يقلل من تأثير تقلبات السوق قصيرة الأجل على الأداء الاستثماري العام.

2.4 تخصيص الأصول: يعد تخصيص الأصول، وهو ما يعني تخصيص جزء من المحفظة إلى فئات أصول مختلفة مثل الأسهم، السندات، السلع والنقد لأغراض التنويع أدوات استثمار قوية. الحد الأدنى للاستثمار بالنسبة لمعظم (ETFs) يجعل من السهل على المبتدئين تنفيذ استراتيجية تخصيص الأصول الأساسية، اعتمادا على الأفق الزمني للاستثمار وتحمل المخاطر .على سبيل المثال، قد يستثمر المستثمرون الشباب بنسبة 100% في (ETFs) في الأسهم عندما يكونون في العشرينات من العمر بسبب آفاق الاستثمار الطويلة لديهم وتحملهم للمخاطر العالية. ولكن مع بلوغهم الثلاثين من العمر والشروع في تغييرات رئيسية في دورة الحياة مثل تأسيس أسرة وشراء منزل، فقد يتحولون إلى مزيج استثماري أقل قوة مثل 60% في (ETFs) في الأسهم و40 %في (ETFs) في السندات.

3.4 التداول المتأرجح: هذه استراتيجية تستفيد من التقلبات الكبيرة في الأسعار خلال فترات قصيرة. تعتبر صناديق الاستثمار المتداولة مثالية لهذه الاستراتيجية بسبب طبيعتها المتنوعة وحمايتها من حركة الأسعار. ومع ذلك فإنها قد لا تكسب الكثير خلال فترات الصعود مثل الأسهم الفردية. أهداف التداول المتأرجح تحركات الأسعار

على المدى القصير إلى المتوسط ويستخدم التحليل الفني والأساسي لتحديد نقاط الدخول والخروج. غالبا ما تفضل صناديق الاستثمار المتداولة ذات السيولة العالية وأنماط التداول المتوقعة للتداول المتأرجح (Churakova, 2023).

4.4 التناوب القطاعي: يمكن للمستثمرين ذوي الخبرة استخدام صناديق الاستثمار المتداولة في القطاع للتعامل مع استثماراتهم في مجالات السوق المختلفة، مثل التكنولوجيا والرعاية الصحية والطاقة والخدمات المصرفية. ويمكنهم تخصيص جزء من أصولهم في المناطق التي يعتبرون أنها ستؤدي بشكل أفضل من السوق ككل، ثم يقومون بتدوير (أي بيع وشراء) صناديق الاستثمار الأخرى في تلك المناطق. تتيح هذه الخطة للمستثمرين مراقبة قطاعات مختلفة من الاقتصاد وتغيير صناديق الاستثمار المتداولة التي يمتلكونها اعتمادًا على مدى اعتقادهم في أداء تلك الممتلكات. يمكنهم الاستفادة من التغيرات في الاقتصاد وصناعات معينة (Churakova, 2023).

.5.4 البيع على المكشوف : البيع على المكشوف، بيع الأوراق المالية أو الأدوات المالية المقترضة، عادة ما يكون مسعى محفوفا بالمخاطر بالنسبة لمعظم المستثمرين وليس شيئا يجب على معظم المبتدئين تجربته. ومع ذلك، يفضل البيع على المكشوف من خلال (ETFs) على بيع الأسهم الفردية على المكشوف بسبب انخفاض مخاطر حدوث ضغط قصير وهو سيناريو تداول ترتفع فيه الورقة المالية أو السلع التي تم بيعها على المكشوف بشكل كبير بالإضافة إلى انخفاض تكلفة الاقتراض بشكل ملحوظ (مقارنة بالتكلفة المتكبدة في محاولة بيع الأسهم بفائدة قصيرة عالية). تعتبر اعتبارات تخفيف المخاطر هذه مهمة للمبتدئين. يتيح البيع على المكشوف من خلال (ETFs) أيضا للمتداول الاستفادة من موضوع الاستثمار الواسع. وبالتالي، يمكن للمبتدئين المتقدمين (في حالة وجود مثل هذا التناقض) الذي يكون على دراية بمخاطر البيع على المكشوف ويريد بدء مركز قصير في الأسواق الناشئة القيام بذلك من خلال iShares MSCI Emerging Markets ETF (EEM). (Picardo, 2021).

6.4 المراهنة على الاتجاهات الموسمية: تشبه استراتيجية التداول هذه استراتيجية التناوب القطاعي، حيث يحاول المستثمرون متابعة اتجاهات السوق الموسمية .يمكنك استخدام صناديق الاستثمار المتداولة لهذه الاستراتيجية لأنه يتعين عليك التعامل مع عدد قليل فقط من صناديق الاستثمار المتداولة بدلاً من العديد من الأسهم الفردية.

يمكن للمبتدئين كسب المال عن طريق شراء أسهم صندوق استثمار الذهب الشهير، مثل SPDR Gold Trust، في أواخر الصيف وبيعها بعد بضعة أشهر. ومع ذلك، من الضروري معرفة أن الاتجاهات الموسمية لا تحدث دائما كما هو متوقع، لذلك من الجيد استخدام إيقاف الخسائر للحد من مخاطر خسارة الأموال . (Churakova, 2023)

7.4 التحوط: قد يحتاج المبتدئ أحيانا إلى التحوط أو الحماية من مخاطر الجانب السلبي في محفظة كبيرة، ربما تلك التي تم الحصول عليها كميراث. لنفترض أنك ورثت محفظة كبيرة من الأسهم القيادية الأمريكية وتشعر بالقلق إزاء خطر حدوث انخفاض كبير في الأسهم الأمريكية. أحد الحلول هو شراء خيارات البيع. ومع ذلك، بما أن معظم المبتدئين ليسوا على دراية باستراتيجيات تداول الخيارات، فإن الاستراتيجية البديلة تتمثل في بدء مركز قصير في صناديق الاستثمار المتداولة في السوق الواسعة مثل SPDR S&P 500 ETF أو SPDR Dow Jones Industrial Average ETF (DIA).

إذا انخفض السوق كما هو متوقع، فسيتم التحوط لمركز أسهمك الممتازة بشكل فعال حيث سيتم تعويض الانخفاضات في محفظتك من خلال المكاسب في مركز (ETFs) القصير. لاحظ أن مكاسبك سيتم تحديدها أيضا إذا ارتفع السوق نظرا لأن المكاسب في محفظتك سيتم تعويضها بالخسائر في مركز (ETFs) القصير. ومع ذلك توفر صناديق الاستثمار المتداولة للمبتدئين طريقة سهلة وفعالة نسبيا للتحوط (Picardo, 2021).

إذن (ETFs) هي نوع من الاستثمار الذي يمكن لأي شخص استخدامه، سواء كان جديدا في الصناعة أو لديه الكثير من الخبرة. هناك العديد من طرق الاستثمار المختلفة لصناديق الاستثمار المتداولة وطرق التداول بها. ومع ذلك كل منهم يهدف إلى كسب المال. لاختيار الأفضل، عليك أن تقرر ما تريد تحقيقه من خلال استثمارك، ومقدار المخاطرة التي تشعر بالارتياح تجاهها، ونوع الأصول التي ترغب في الاستثمار فيها.

III. تحليل أداء صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)

يتم تحليل أداء صناديق الاستثمار المتداولة وأصولها الأساسية باستخدام مقاييس مالية مختلفة لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية. وتحديد العوامل المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار المتداولة، بالإضافة إلى بعض المخاطر التي تنفرد بها صناديق الاستثمار المتداولة عن غيرها من الأدوات الاستثمارية الأخرى.

1. نموذج العائد والمخاطرة:

يوضح شارب (1964) أن الخطة الاستثمارية التي يختارها المستثمر تتسم بالكفاءة، إذا وفقط إذا كانت قادرة على توفير أعلى عائد متوقع لمستوى معين من المخاطر وأقل مخاطرة لنفس مستوى العائد المتوقع. ولتعظيم فائدتها كدالة للمخاطر والعائد المتوقع، يمكن للمستثمرين الاختيار من بين جميع المحافظ الممكنة التي تقع على منحنى فرصة الاستثمار.

ينظر إلى المستثمرين على أنهم يتمتعون بآفاق استثمارية متطابقة ويتشاركون نفس الرؤية الاقتصادية أو النظرة المتجانسة للسوق. لذلك يقومون بمسح الأوراق المالية باستخدام نفس العوائد المتوقعة ومصفوفة التغاير

لعوائد الأوراق المالية لإنشاء المحفظة المحفوفة بالمخاطر المثلى على الحدود الفعالة. (Manuel Pinheiro & Hilário Varela, September 2018, pp. 14-15)

إن المستثمر الذي يتجنب المخاطرة سوف يستثمر بعقلانية في المحفظة الفعالة من أجل الحصول على أقل تقلب لأي مستوى معين من العائد المتوقع. من المفترض أن تكون ضرائب الدخل وتكاليف المعاملات صفرا (سوق خالية من الاحتكار) ولا توجد قيود على الائتمان يسمح بالبيع على المكشوف.

يوضح بلاك (1972) أنه يمكن تحسين كفاءة (CAPM) بشكل كبير في ظل الظروف التي لا يستطيع فيها المستثمرون الوصول إلى الأصول الخالية من المخاطر أو الاقتراض أو الإقراض بمعدل خالي من المخاطر.

ويزداد معدل العائد المتوقع بما يتناسب مع مستوى المخاطرة التي يتكبدها المستثمرون (سعر المخاطرة). ومع ذلك يستطيع المستثمرون تعديل تفضيلاتهم من خلال الجمع بين المحفظة المحفوفة بالمخاطر المثالية والأصول الخالية من المخاطر (سعر الوقت). وبالتالي تجنب الجزء القابل للتنويع من المخاطرة (إجمالي المخاطر).

يشهد لينتنر أن أفضل استراتيجية للتنويع هي تلك التي توفر أعلى نسبة من العائد الزائد المتوقع إلى الانحراف المعياري. وبالتالي، فإن المحفظة المثالية الناتجة عن أفضل مجموعات العائد والمخاطر المتوقعة ستوفر أعلى تعويض أو عائد إضافي لكل وحدة من المخاطر الإضافية المتكبدة. وكشفت النتائج التي تم الحصول عليها أن 57 من أصل 70 صندوقا تم تحليلها لديها نسبة أعلى من العائد الزائد المتوقع للمخاطر من مؤشر S&P500، على الرغم من أن غالبية الصناديق لديها متوسط عوائد أقل.

ويوصى بشدة المستثمرين الأفراد باتباع استراتيجية تنويع حكيمة وفعالة للحد من المخاطر المرتبطة بتقلب العوائد المتوقعة (والتي تعتبر كبيرة، خاصة في حالة الأسهم العادية)، وتحسين العلاقة المتوقعة بين العائد والمخاطر. ويجب عليهم أيضا أن يلاحظوا أنه كلما انخفض الارتباط بين الأصول، زادت المكاسب في الكفاءة.

تماشيا مع مبادئ (CAPM) الكلاسيكية، أثبت شارب (1964) أن معدل العائد المطلوب للأصل يتقارب إلى نقطة توازن يتم تمثيلها خطيا كدالة لاستجابة معدل عائد الأصل للتغيرات في النشاط الاقتصادي (المخاطر المنهجية أو بيتا السوقية)، بالإضافة إلى سعر الفائدة. ومن ثم فإن الأصول التي لا تتأثر بالتغيرات في النشاط الاقتصادي ستوفر عائد الأصول الخالية من المخاطر وتلك الحساسة للتغيرات في عائد النشاط الاقتصادي بمتوسط معدل عائد متوقع أعلى. تؤدي هذه النتائج إلى فرضية مهمة لنظرية سوق رأس المال التقليدية من خلال إظهار أن الأوراق المالية القوية أو تلك الأكثر حساسية لصدمات السوق يتم تسعيرها عادة أعلى من تلك التي تكون استجابتها أقل أهمية للتغيرات في الاقتصاد (الأوراق المالية الدفاعية). ونتيجة لذلك، يطالب المستثمرون

بعائد متوقع أعلى للاستثمار في الأوراق المالية القوية مما قد يحتاجون إليه للاستثمار في الأوراق المالية الدفاعية. وهذا يعني أنه في ظل ظروف توازن (CAPM)، يمكن للمستثمرين الحصول على أعلى عائد متوقع بغض النظر عن مستوى المخاطر، والجمع بين الاستثمار الأقل خطورة (أي سندات الخزانة الأمريكية)، والذي يبلغ بيتا صفر، والاستثمار الأكثر خطورة، محفظة سوق الأسهم العادية (بيتا تساوي واحد). (Manuel Pinheiro & Hilário Varela, September 2018, pp. 14-15)

باختصار، يتوقع (CAPM) أن المستثمرين العقلانيين، الذين يدركون نفورهم من المخاطرة، سيحتفظون بمحفظة السوق أو سلة من الأوراق المالية التي تحاكي مؤشر السوق، من أجل الحصول على أعلى مستوى ممكن من التنويع. ولذلك فإن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين هو مساهمة كل ورقة مالية في المخاطر الإجمالية لمحفظة السوق. ومن الناحية التحليلية، يمكن التعبير عن علاوة المخاطر المتوقعة على الأسهم على النحو التالي:

$$E(risk\ premium\ on\ stock) = beta * E(risk\ Premium\ on\ market)$$

وبالتالي، يحتاج المستثمرون إلى علاوة مقابل الاحتفاظ بأصول محفوفة بالمخاطر. تختلف هذه العلاوة (أو التعويض) التي يطلبها المستثمرون بنسبة مباشرة إلى بيتا، والتي تقيس مدى تحرك عوائد السهم والسوق معا.

أشارت النتائج الإضافية إلى أن العوائد الزائدة على الأوراق المالية ذات بيتا العالية أقل من العائد المتوقع المعدل حسب المخاطر الذي تنبأ به (CAPM). بالنسبة لمحفظة الأسهم منخفضة بيتا، كان العائد الزائد المقدر أعلى من العائد المعدل حسب المخاطر.

لتحليل قدرة (ETFs) على التغلب على السوق أو توليد عوائد أعلى من العوائد المعدلة حسب المخاطر التي تنبأ بها (CAPM)، سوف نتبع نهج جنسن فهو أول من قام بالتحقيق والاختبار المنهجي لأداء صناديق الاستثمار المشتركة

جبريا يمكن تعريفه على النحو التالي:

$$R_{it} - R_{f_t} = \alpha_i + \beta_i(R_{m_t} - R_{f_t}) + u_{i_t}$$

$(Rmt - Rft)$ مضروبة في مستوى المخاطرة (βi)، زائد حد الخطأ (uit).

لتحديد ما إذا كانت الصناديق يمكن أن تؤدي أداء أفضل أو أسوأ بكثير من مؤشرها المعياري، نحتاج إلى تحليل الإشارة ومستوى أهمية معلمة ألفا. ومن البديهي أن معامل ألفا المعروف باسم ألفا جنسن، يشير إلى ما إذا كان الصندوق قادرا على تحقيق عوائد غير طبيعية كبيرة، "تزيد" عن العائد الذي تتطلبه السوق، نظرا لمساهمة

الصندوق في المخاطر الإجمالية. الأوراق المالية القادرة على توفير معدل عائد زائد متوقع أعلى (أقل) من العائد المعدل حسب المخاطر المقدم من (CAPM) تظهر ألفا إيجابي (سلبي). (Manuel Pinheiro & Hilário Varela, September 2018, pp. 14-15)

يوضح التعبير التالي معنى العائد المعدل حسب المخاطر المتأصل في (CAPM) ويساعدنا على فهم السبب وراء قيام عدد متزايد من المستثمرين بتوفير الموارد للأدوات المالية التي توفر "عوائد غير طبيعية" أو ألفا إيجابي.

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + u_{it} \leftrightarrow \alpha_i = R_{it} - R_{ft} - [\beta_i(R_{mt} - R_{ft})]$$
$$\alpha_i = (R_{it} - R_{ft}) - [\beta_i(R_{mt} - R_{ft})]$$

إذا كان معامل ألفا موجبا، فإن العائد الزائد المتوقع على الصندوق $i\ (Rit - Rft)$ أعلى تلقائيا من العائد المعدل بالمخاطر $\beta i(Rmt - Rft)$، مما يعني أن المكافأة للمستثمرين أعلى حتى من التعويض النظري المطلوب تحمل المخاطر. وهو مؤشر واضح على أن الصندوق المختار يتفوق على مؤشر السوق الواسع، وبالتالي قد يرغب المستثمرون في شرائه، كما أكد فيرسون ولين (2014) أن قياس ألفا الأكثر كفاءة بناء على تفضيلات المستثمرين يمكن أن يوفر مؤشر شراء أو بيع موثوقا.

وجد Chen & J. Knez (1996) أن المستثمر قد يكون على استعداد لبيع الأصل على المكشوف حتى لو كان لديه ألفا إيجابي. على النقيض من ذلك، تشير ورقة جلود (2011) إلى أن العملاء قد يكونون على استعداد لشراء صندوق حتى لو كان لديه ألفا سلبي. (Manuel Pinheiro & Hilário Varela, September 2018, pp. 14-15)

2 مقاييس أداء صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)

لهذا الغرض تستخدم بعض مؤشرات الأداء المعروفة، مثل نسبة المكافأة إلى التقلب، وخطأ التتبع. تأخذ المكافأة مقابل التقلب أشكالا عديدة. ابتكر شارب (1966) ما يسمى الآن نسبة شارب، وهي طريقة متسقة لفحص أداء أو مدى تحسين استراتيجية الاستثمار من خلال التكيف مع مخاطرها، أو يمكن تعريفها على أنها العائد الإضافي الذي يطلبه المستثمرون لتحمله محفظة من الأصول الخطرة للعائد الزائد لكل خطر متزايد. يتم التعبير عن تحليل نسبة شارب بواسطة:

$$Sharpe\ ratio = \frac{E(r_i) - R_f}{\sigma_i}.$$

حيث يتم تعديل العائد الزائد على (ETFs) $(E(ri)-Rf)$ إلى مستوى المخاطرة التي تمثلها المحفظة للمستثمر (σi).

هناك مقياس شائع آخر لنسبة المكافأة إلى التقلب وهو نسبة Sortino التي تم تطويرها في البحث الأساسي الذي أجراه Sortino وبرايس (1994). وهو تعديل واضح لنسبة Sharp، ولكنه يستخدم مقياسا مختلفا للمخاطر، حيث يأخذ كقاسم الانحراف الهبوطي، الذي يفسر "الجانب السيئ من المخاطر" أو الانحراف المعياري للعائدات الزائدة السلبية للسهم (الدوري، 2010، صفحة 209).

يمكن لهذه النسخة المحسنة من العوائد المعدلة حسب المخاطر أن تخفف من تأثير القيم المتطرفة للعائدات المرتفعة، وهو في الواقع قيد واضح لنسبة الشكل لأنه لا يميز بين التقلبات الصعودية والهبوطية.

نسبة Treynor هي نسخة أخرى من نسبة Sharp والتي تختلف بشدة مع مقياس المخاطر الذي اتخذه Sharp. على عكس نسبة Sharp وSortino، تضع نسبة Treynor وزنا كبيرا على المخاطر المنهجية للمحفظة، بدلا من استخدام كليهما (المخاطر المنهجية والخاصة).

$$\text{Sortino ratio} = \frac{E(r_i)-R_f}{DSD_i}$$

$$\text{Treynor ratio} = \frac{E(r_i)-R_f}{\beta_i}.$$

يمثل المقامان $DSDp$ وβp الانحراف السلبي لـ(ETF) وسوق بيتا، على التوالي.

يشير خطأ التتبع بشكل أساسي إلى مدى قرب المحفظة من اتباع المؤشر المعياري المتأصل، لذلك يمكن حسابه إما على أنه الفرق المطلق في عوائد محفظة المؤشر والمؤشر القياسي أو على أنه الانحراف المعياري للفرق بين عوائد المحفظة والمؤشر. (Manuel Pinheiro & Hilário Varela, September 2018, pp. 14-15).

ولذلك يمكن التعبير عن مقياسي خطأ التتبع على النحو التالي:

$$TE_{1,i} = \frac{\sum_{i=1}^{n}(r_{it}-r_{bt})}{n}$$

$$TE_{2,i} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{n}(r_{it}-r_{bt})^2}{n-1}}$$

حيث:

rit: هو عائد (ETFs) i في الفترة t؛

rbt: هو عائد المؤشر القياسي، وn هو عدد الملاحظات.

3. العوامل المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار المتداولة

هناك أربعة عوامل تؤثر في المقام الأول على أداء صناديق الاستثمار المتداولة، لذا يشرح في هذا القسم تأثير كل عامل على النتيجة النهائية الأداء (BAKER, FILBECK, & KIYMAZ, 2016, pp. 524-533):

1.3 تتبع كفاءة التكلفة:

يشير Kostovetsky (2003) إلى الدور الذي تلعبه التكاليف في تحديد أداء صناديق الاستثمار المتداولة. ويفترض أنه على مدار فترة احتفاظ مدتها عام واحد، يجب أن يكون لدى المستثمر ما لا يقل عن 60 ألف دولار مستثمر في صندوق استثمار متداول مقابل رسوم الإدارة والمدخرات الضريبية لتعويض مصاريف التحويلات . وينخفض هذا المبلغ إلى 13000 دولار أمريكي لفترة احتفاظ طويلة الأجل مدتها 10 سنوات. من منظور التكلفة، تتمتع صناديق الاستثمار المتداولة بمزايا وعيوب مقارنة بصناديق المؤشرات التقليدية. تساعد المقارنة المباشرة لكيفية تعامل صناديق الاستثمار المتداولة مع هذه التكاليف في اتخاذ قرار مستنير عند الاختيار بين السيارتين الاستثماريتين. إن إعادة التوازن اليومية التي تحدث مع صناديق المؤشرات بسبب صافي عمليات الاسترداد اليومية تؤدي إلى تكاليف صريحة مثل العمولات والتكاليف الضمنية في شكل فروق أسعار العرض والطلب.

علاوة على ذلك، تتمتع صناديق الاستثمار المتداولة بعملية فريدة من نوعها تتمثل في الإنشاء/الاسترداد العيني الذي يتجنب تكاليف المعاملات هذه. الإنشاء/الاسترداد العيني يعني أن المشارك المرخص له يقترض أسهم الأسهم ويضع تلك الأسهم في صندوق ائتماني يستخدمها لتشكيل وحدات إنشاء صناديق الاستثمار المتداولة . بعد ذلك، توفر الثقة أسهما في (ETFs). ولأن هذه المعاملة هي تجارة عينية، يتم تداول الأوراق المالية مقابل الأوراق المالية .نظرًا لأن صناديق الاستثمار المتداولة يتم تداولها في البورصة، فإن كل معاملة تخضع عمومًا لرسوم الوساطة .يناقش بوهمر وبومر (2003) تجزئة الأماكن التجارية، أي أن تكاليف الوساطة أو المعاملات العامة تختلف بين أماكن التداول المختلفة. وقد تؤثر مثل هذه التناقضات على الأداء اليومي، والذي يكشف في بعض الأحيان عن الخسائر/المكاسب المحتملة على المدى الطويل.

يجلب شارب (2013) تركيزا متجددا على تأثير نفقات الاستثمار على الرفاهية المالية للمستثمرين من خلال تقديم طرق لحساب مستويات الثروة النهائية النسبية لأولئك الذين يستثمرون في الصناديق بنسب نفقات مختلفة. وفقا لشارب فإن الشخص الذي يدخر باستخدام صندوق منخفض التكلفة سيكون لديه مستوى معيشة أعلى بكثير عند التقاعد من الشخص الذي يدخر باستخدام صندوق عالي التكلفة.

2.3 الرسوم الإدارية وتكاليف المعاملات:

تتألف تكاليف عدم التتبع من ثلاث فئات: الرسوم الإدارية، تكاليف معاملات المساهمين، والضرائب. رسوم الإدارة عادة ما تكون أقل بالنسبة لصناديق الاستثمار المتداولة مقارنة بصناديق الاستثمار المشتركة. تتضمن صناديق المؤشرات نوعين من الرسوم: رسوم المعاملات والرسوم المدرجة في نسبة نفقات الصندوق .في صناديق الاستثمار المشتركة، تشمل رسوم المعاملات رسوم المبيعات أو رسوم الاسترداد التي يدفعها المستثمرون مباشرة . وبالمقارنة، تشمل معاملات صناديق الاستثمار المتداولة عمولات الوساطة، والتي يدفعها المستثمرون مباشرة.

تمثل نسبة المصروفات تكاليف تشغيل الصندوق مقسومة على متوسط قيمة الدولار تحت الإدارة سنويا. وتوضح نشرة الصندوق نسبة المصروفات عادة ما يكون الجزء الأكبر والأكثر تغيرا من تكاليف التشغيل هو الرسوم المدفوعة لمديري الصناديق –رسوم الإدارة .يمكن أن تشمل تكاليف التشغيل أيضا خدمات الحفظ، وحفظ السجلات، والنفقات القانونية، ورسوم ونفقات الصندوق المكتسب (إذا كان الصندوق يستثمر في صناديق أخرى)، ورسوم المحاسبة والتدقيق، ورسوم التسويق .تم استبعاد نفقات التشغيل، مما يقلل من العائد للمستثمرين وبما أن الرسوم تختلف بين الصناديق، يجب على المستثمرين فهم جميع الرسوم المرتبطة بالصندوق الذي قد يشترونه.

3.3 إسناد الضريبة:

تم تصميم صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة لحماية المستثمرين من ضرائب أرباح رأس المال، ونظرا لأن معظم صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة هي صناديق مؤشر، فإنها عادة ما تتداول بشكل أقل من الصناديق المدارة بشكل نشط وتولد مكاسب رأسمالية أقل خاضعة للضريبة. يتمثل الاختلاف الرئيسي بين صناديق الاستثمار المتداولة (النشطة والمؤشر) في أن المستثمرين يشترون ويبيعون أسهم صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة مع مستثمرين آخرين في البورصة .ونتيجة لذلك، لا يتعين على مدير صندوق الاستثمار المتداول في البورصة بيع ممتلكاته، مما قد يؤدي إلى تحقيق مكاسب رأسمالية، لتلبية عمليات استرداد المستثمرين . يقوم مساهمو الصناديق المشتركة باسترداد الأسهم مباشرة من الصندوق .يجب على مدير الصندوق بيع الأوراق المالية للصندوق لتكريم عمليات الاسترداد، مما قد يؤدي إلى تحقيق مكاسب رأسمالية تؤثر على جميع المساهمين في الصندوق .يمكن للمساهمين في صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة أن يتحملوا عواقب ضريبية عندما يبيعون الأسهم في البورصة، ولكن لا يتم تمرير هذه العواقب الضريبية إلى المساهمين الآخرين في صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة.

وعليه فإن الهيكل الضريبي الفعال لصناديق الاستثمار المتداولة يساعد على زيادة أداء المستثمرين مقارنة بالصناديق المشتركة. على الرغم من أن المستثمرين لا يحصلون على جميع المزايا الضريبية، إلا أنهم يحصلون على ميزة إضافية من خسارة الضرائب، وحصد أي خسائر رأسمالية من صافي الاسترداد.

4.3 سعر الإغلاق مقابل صافي قيمة الأصول:

يقوم المستثمرون بشراء وبيع صناديق الاستثمار المتداولة من البورصة على مدار اليوم أو بصافي قيمة الأصول المحسوبة، مرة واحدة يوميا في نهاية اليوم . يناقش تاكر ولايبلي (2010) أهمية العلاوات أو الخصومات في الأداء النهائي في المحفظة. وهم يؤكدون أن هناك أربعة عوامل مسؤولة عن تناقضات الأداء: قيمة الأوراق المالية الأساسية، مستوى العرض والطلب على صناديق الاستثمار المتداولة في السوق الثانوية، تكلفة إنشاء الأسهم من خلال أسواق الدخل الثابت الأساسية، مستوى التقلبات والسيولة في سوق الدخل الثابت. ويؤكد تشيري على أهمية العلاوات أو الخصومات في فرص المراجحة. إن العائدات إلى الاستراتيجيات التي تتضمن معلومات في مجموعة متنوعة من الخصومات تتفوق على استراتيجيات الشراء والاحتفاظ بنسبة 15 في المائة على أساس سنوي، بعد خصم تكاليف المعاملات، ولكنها تعرض المستثمر فقط لنحو خمس المخاطر.

4. مخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)

قد يكون من السهل الاستثمار في الصناديق المتداولة في البورصة (ETFs). ولكن يجب على المستثمرين أن يضعوا في اعتبارهم أنهم يأتون مع العديد من نفس المخاطر مثل الأسهم وصناديق الاستثمار المشتركة، بالإضافة إلى بعض المخاطر التي تنفرد بها بعض صناديق الاستثمار المتداولة.

1.4 المخاطر الضريبية لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)

تعد الكفاءة الضريبية واحدة من المزايا الأكثر ترويجا لصناديق الاستثمار المتداولة. ولكن لا يمكن لجميع صناديق الاستثمار المتداولة أن تتباهى بهذه الكفاءة. تعتمد المخاطر الضريبية على مدى فعالية إدارة صناديق الاستثمار المتداولة. إن عدم فهم الآثار الضريبية يمكن أن يؤدي إلى مفاجأة سيئة في شكل فاتورة ضريبية أكبر من المتوقع.

تخلق صناديق الاستثمار المتداولة كفاءة ضريبية باستخدام التبادلات العينية مع المشاركين المعتمدين (AP)وهذا يختلف عن كيفية إدارة صناديق الاستثمار التقليدية. يجب على مدير صندوق الاستثمار المشترك بيع الأسهم لتغطية عمليات الاسترداد. يستخدم مدير صندوق الاستثمار المتداول وحدة صندوق الاستثمار المتداولة للأسهم الفعلية داخل الصندوق. (TRAVILLIAN, 2024).

2.4 مخاطر تسعير صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs):

في معظم الأحيان، تعمل صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة تماما كما يفترض بها: تتبع مؤشراتها بشكل جيد والتداول بالقرب من صافي قيمة الأصول. لكن في بعض الأحيان، يتعطل شيء ما في صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة، ويمكن أن تخرج الأسعار عن السيطرة، خاصة في الأسواق الدولية.

في كثير من الأحيان، هذا ليس خطأ صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة. عندما أغلقت بورصة أثينا للأوراق المالية لأكثر من شهر في صيف عام 2015، تم تداول صندوق Global X MSCI اليوناني ETF (GREK) بعلاوات كبيرة مقارنة بصافي قيمة الأصول. إذا أراد المستثمرون الخروج، فإنهم يتوقعون خسارة المال عندما يبيعون. لم تكن أسعار السوق للأوراق المالية الأساسية متاحة أثناء إغلاق السوق، لذلك كان لا بد من تسعير صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة بالمعلومات المتاحة، والتي كانت محدودة).

ويحدث أيضا في صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة أو في صناديق الاستثمار المتداولة للسلع، عندما يتوقف المنتج (لأسباب مختلفة) عن إصدار أسهم جديدة. يمكن أن تتداول هذه الأموال حتى أقساط تأمين حادة، وإذا قمت بشراء تداول (ETFs) بعلاوة كبيرة، فيجب أن تتوقع خسارة المال عند البيع. (ETF.com, s.d.).

3.4 خطر الاغلاق:

هناك الكثير من صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة التي تحظى بشعبية كبيرة، وهناك الكثير منها غير المحبوبة. على مدى السنوات الخمس الماضية، تم إغلاق ما متوسطه 110 صناديق استثمار متداولة سنويا. إن إغلاق صناديق الاستثمار المتداولة ليس نهاية العالم. تتم تصفية الصندوق ودفع المساهمين نقدا. إنها ليست ممتعة رغم ذلك. في كثير من الأحيان، ستحقق صناديق الاستثمار المتداولة مكاسب رأسمالية أثناء عملية التصفية، والتي ستدفعها للمساهمين المسجلين، مما قد يعني عبء ضريبي غير ضروري. وستكون هناك أيضا تكاليف المعاملات والتتبع غير المتكافئ، ومظالم أخرى متنوعة. حتى أن إحدى شركات الصناديق كانت لديها الجرأة لإلزام المساهمين بالتكاليف القانونية لإغلاق الصندوق (وهذا أمر نادر، لكنه حدث بالفعل) (ETF.com, s.d.).

4.4 مخاطر المحفظة:

هناك العديد من أنواع المخاطر التي تأتي مع أي محفظة، من مخاطر السوق إلى المخاطر السياسية إلى مخاطر الأعمال. مع التوافر الواسع لصناديق الاستثمار المتداولة المتخصصة، من السهل زيادة المخاطر في جميع المجالات وبالتالي زيادة المخاطر الإجمالية للمحفظة.

في كل مرة بضاف صندوق دولة واحدة تزداد المخاطر السياسية ومخاطر السيولة، وعند شراء أحد صناديق الاستثمار المتداولة ذات الرافعة المالية، فإن المبلغ الذي يمكن خسارته في حالة انهيار الاستثمار يتضخم.

يمكن للمستثمر أيضا التحكم بسهولة في تخصيص الأصول الخاصة به مع كل تداول إضافي يقوم به، وبالتالي زيادة مخاطر السوق الإجمالية.

إن القدرة على التداول داخل وخارج صناديق الاستثمار المتداولة مع العديد من العروض المتخصصة تجعل من السهل إغفال التوازن والتنوع اللازم لحماية المحفظة (TRAVILLIAN, 2024).

5.4 مخاطر السيولة في صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs):

قد تنشأ مخاطر على الاستقرار المالي في حالة انقطاع سيولة صناديق الاستثمار المتداولة مما يؤدي إلى ضغوط استرداد كبيرة عبر صناديق الاستثمار المتداولة وتأثيرات غير مباشرة على الأسواق ذات الصلة. يتم تحديد سيولة أسهم (ETFs) من خلال التفاعل بين إنشاء الأسهم واستردادها، وصناعة السوق والتداول في السوق الثانوية، بما في ذلك نشاط التداول والتحوط في الأسواق ذات الصلة. على سبيل المثال، يمكن أن تنشأ اضطرابات في سيولة صناديق الاستثمار المتداولة من خلال توقف التداول في الأوراق المالية الأساسية. يمكن لظروف السوق، مثل التقلبات الشديدة، أن تزيد من التكاليف التي يتحملها المشاركون في السوق لتوفير السيولة. بالإضافة إلى ذلك، قد تتسبب الأخطاء التشغيلية لدى صانع السوق في انخفاض مؤقت ومفاجئ في سيولة صناديق الاستثمار المتداولة. يمكن أن تؤدي مثل هذه المحفزات إلى زيادة فروق أسعار العرض والطلب وزيادة تكلفة خروج المستثمرين من السوق من خلال تخفيضات على صافي قيمة الأصول. في سيناريو الضغط، قد يؤدي ذلك إلى زيادة ضغوط الاسترداد مع حلقات ردود الفعل على سيولة وتقلب الأوراق المالية الأساسية. (Grill, Lambert, Marquardt, Watfe, & Weistroffer, 2018).

6.4 صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) والمخاطر النظامية:

من حيث المبدأ، يمكن أن يؤثر توفر صناديق الاستثمار المتداولة وعملياتها على خصائص العائد على المخاطر للأوراق المالية عبر ثلاث قنوات مختلفة. يستطيعون: (Pagano, Antonio , & Zechner, 2019, p. 18):

– التأثير على خيارات المحفظة الاستثمارية للمستثمرين بطرق تؤدي إلى تغيير خصائص المخاطر للأوراق المالية الأساسية؛

– الحث على فصل أسعار صناديق الاستثمار المتداولة عن أسعار الأوراق المالية الأساسية، مما قد يفرض خسائر كبيرة على مستثمري صناديق الاستثمار المتداولة في أوقات الضغوط المالية؛

– التأثير على خيارات المحفظة الاستثمارية للمستثمرين بطرق يمكن أن تنقل العدوى إليهم أو إلى الوسطاء الماليين الذين يخدمونهم.

وعليه يمكن النظر إلى المخاطر النظامية على أنها خطر حدوث خلل في النظام المالي يؤدي إلى عدم استقرار واسع النطاق في أسعار الأصول، وخسائر واسعة النطاق ومادية للمستثمرين والوسطاء الماليين، وربما انهيار الوسطاء الماليين المهمين. العنصر الأول لهذا التعريف هو نطاقه، لأنه يجب أن يؤثر على السوق بأكملها أو مجموعة كبيرة وكبيرة من المؤسسات: يتم استبعاد حلقات الخسائر المفروضة على عدد قليل من المستثمرين و/أو الوسطاء الماليين من هذا التعريف للمخاطر النظامية. ثانيا، لكي تصبح المخاطر نظامية، فلابد أن تهدد قدرة الوسطاء الماليين والمستثمرين الرئيسيين على سداد ديونهم: فالمواقف التي يتكبد فيها مستثمرو صناديق الاستثمار المتداولة خسائر يمكنهم استيعابها نظرا لصافي ثرواتهم لا تشكل بالمعنى الدقيق للكلمة، تجسيدا للمخاطر النظامية. (Pagano, Antonio , & Zechner, 2019, p. 18)

خلاصة الفصل:

على مر السنين، كان هناك ابتكار مستمر في الأسواق المالية مما سمح للمستثمرين باختيار الاستثمار في العديد من المنتجات المختلفة، التي تتكون على سبيل المثال من أنواع مختلفة من المخاطر (التقلبات)، والأسعار، وتكوين الأوراق المالية. أحد الأمثلة على هذا الابتكار هو صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs). وعليه يستثمر صندوق الاستثمار المتداول في البورصة (ETF) في سلة من الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات. وهو صندوق مفتوح لتتبع المؤشرات يتم تداوله بشكل عام ويمكن تداوله بشكل مستمر خلال ساعات التداول في البورصة. أن الهدف العام لصندوق الاستثمار المتداول هو تقليد عوائد المؤشر الأساسي. ولذلك فإن صناديق الاستثمار المتداولة قادرة على تزويد المستثمرين ببديل استثماري له ملف تعريف للمخاطر والعائد مماثل لسلة الأصول الأساسية. صناديق الاستثمار المتداولة هي في الأساس منتجات استثمارية سلبية، وتولد السوق (بيتا) بدلا من محاولة البحث عن الأداء المتفوق (ألفا) للمحفظة. تتمتع صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة بخصائص فريدة بشكل عام، حيث تجمع بين مزايا الصناديق المشتركة التقليدية ومزايا الأسهم مع وجود هيكل تكلفة منخفض نسبيا.

تتمتع صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة بهيكل فريد من نوعه لأنها تجمع بين عمليات إنشاء واسترداد صناديق الاستثمار المشتركة مع التداول المستمر في الأسواق الثانوية للأسهم وهو ما تطرق إليه محور آلية عمل صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs).

يمكن أن تكون صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة استثمارا مهما عندما يركز المستثمر على جوانب السيولة والتنويع والشفافية وعوامل التكلفة. وقد أدى تطوير هذا المنتج المالي إلى تعزيز اهتمام المستثمرين مما ساهم بعد ذلك في زيادة أنواع مختلفة من صناديق الاستثمار المتداولة على سبيل المثال صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة الخاصة بكل بلد، وصناديق الاستثمار المتداولة للسلع، وصناديق الاستثمار المتداولة القائمة على القطاع، وصناديق الاستثمار المتداولة للاستدامة.

الفصل الثاني:

الاستثمار المستدام وعوامل (ESG)

تمهيد:

يمكن للمستثمرين استخدام العديد من الاستراتيجيات لبناء وتنويع محافظهم الاستثمارية لضمان النجاح المالي، أحد الاتجاهات الناشئة التي تغير طريقة تفكير الشركات والمستثمرين في الاستثمار هو مفهوم يعرف باسم الاستثمار المستدام. حيث ساعد الاستثمار المستدام في تشكيل العالم من خلال المساهمة في التغيير الاجتماعي الإيجابي. وقد ثبت أيضا أن الأفراد والشركات يمكنهم الاستفادة ماليا من خلال جعل استثماراتهم أكثر استدامة. ومن خلال ترسيخ استراتيجيات الأعمال المستدامة، يمكن للقادة والمنظمات ذات الأهداف المحددة أن تزدهر بينما يقومون بحل أكبر التحديات في العالم.

كما يبني مستثمرو المهتمون بالبيئية، المجتمع والحوكمة استراتيجيتهم الاستثمارية على معايير بيئية، اجتماعية ومعايير الحوكمة، وقد يفسر المستثمرون المختلفون هذه الأهداف بطرق مختلفة، لكن الهدف بشكل عام هو تجنب الاستثمار في الشركات التي تنخرط في ممارسات ضارة والتركيز على الشركات التي تفعل الخير. حيث توفر أفضل صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ESG) مثلا طريقة سهلة ومريحة لتحقيق هذه الأهداف. ومن هذا المنطلق قسم هذا الفصل إلى ثلاثة أجزاء رئيسية هي:

I. مفاهيم عامة حول الاستثمار المستدام وعوامل (ESG)

II. الصناديق ذات المعايير البيئية، الاجتماعية، الحوكمة والأداء المالي

III. صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة المستدامة (ETFs ESG)

I. مفاهيم عامة حول الاستثمار المستدام وعوامل (ESG)

من المهم أن التعرف على ممارسات الاستثمار المستدام حتى يمكن من تحديد مكان الاستثمار وما إذا كان مبني على القيم والاتجاهات الاستثمارية. ومع تزايد تشجيع الشركات على أن تكون مستدامة، يواجه بعض المستثمرين ضغوطا متزايدة من أصحاب الأصول للتركيز بشكل أكبر على الاستدامة. إن تشجيع الشركات على تبني الاستدامة يعزز وجود شركات موجهة نحو الهدف والتي تحدث تأثيرات اجتماعية وبيئية تتجاوز مجرد بيع السلع أو الخدمات. فغالبا ما يتم حل القضايا العالمية واسعة النطاق، مثل تغير المناخ، من خلال استراتيجيات الأعمال المستدامة.

1. مفهوم الاستثمار المستدام:

فيما يلي نظرة عامة على معنى الاستثمار المستدام، وما يعنيه بالنسبة للشركات والمستثمرين، من خلال بعض التعريفات حسب مجموعة من المهتمين منها:

يشير الاستثمار المستدام إلى مجموعة من الممارسات التي يهدف المستثمرون من خلالها إلى تحقيق عوائد مالية مع تعزيز القيمة البيئية أو الاجتماعية طويلة المدى. وقد أدى الجمع بين أساليب الاستثمار التقليدية والرؤى البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) إلى قيام المستثمرين بإنشاء تحليلات أكثر شمولا واتخاذ قرارات استثمارية أفضل (Stobierski, 2022).

ويعرف الاستثمار المستدام بأنه نهج استثماري يأخذ في الاعتبار العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG)، وهو مصطلح شامل للموضوعات التي يمكن أن تكون مصدرا لمخاطر وفرص الاستثمار. ومن أمثلة المواضيع البيئية، الاجتماعية والحوكمة تغير المناخ/الانتقال إلى اقتصاد منخفض الكربون، كفاءة الطاقة والمواد، إدارة النفايات والمياه، الرشوة والفساد، تنوع مجالس الإدارة، رأس المال البشري وعلاقات العمل. (Russell, 2020, p. 02)

الاستثمار المستدام، هو استراتيجية استثمار تسعى إلى تحقيق عوائد مالية طويلة الأجل مع مراعاة العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG). ويدرك هذا النهج أن الشركات التي تتمتع بممارسات قوية في مجال الجوانب البيئية، الاجتماعية والحوكمة من المرجح أن تكون مرنة ومبتكرة وناجحة على المدى الطويل. (faster capital, 2023).

يشير الاستثمار المستدام عموما إلى عملية أخذ الاعتبارات البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) في الاعتبار عند اتخاذ قرارات الاستثمار في القطاع المالي، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات طويلة الأجل في الأنشطة والمشاريع الاقتصادية المستدامة (Nicholls, 2021).

وعليه يمكن تعريف الاستثمار المستدام على أنه "**نهج استثماري يأخذ في الاعتبار العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) والتحليل المالي التقليدي. إنها مهمة لأنها تعزز الممارسات التجارية المسؤولة، وتعالج التحديات العالمية وتعزز خلق القيمة على المدى الطويل مع إمكانية توليد عوائد مالية للمستثمرين**"

2.نمو وتطور الاستثمار المستدام:

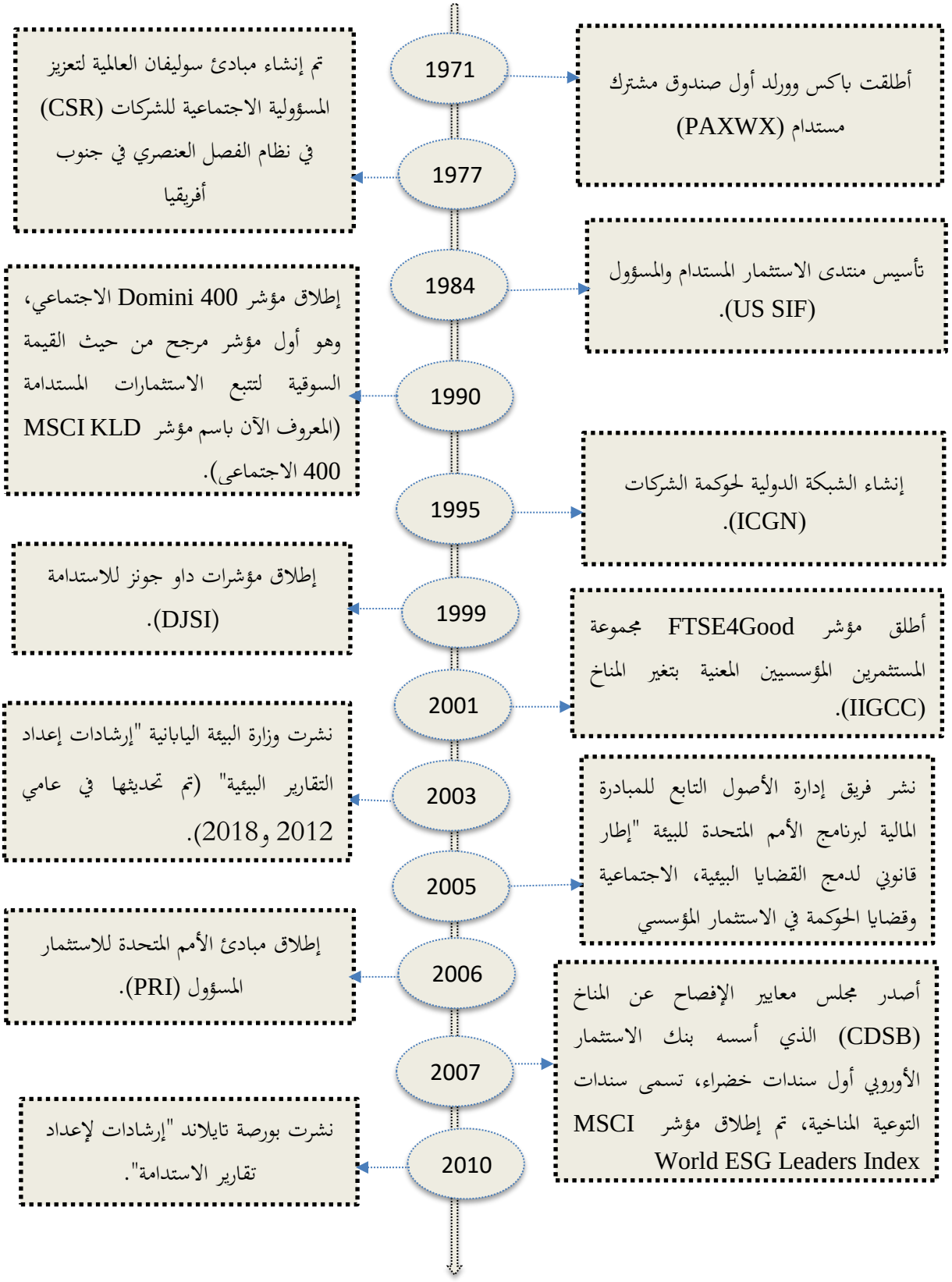
لقد نمت صناعة الاستثمار بشكل ملحوظ مع مرور الوقت، مدعومة بالنظريات والممارسات المتطورة التي ساعدت في جلب الموضوعات المعقدة إلى التطبيق السائد وخلق مصادر جديدة للثروة. ومن النادر أن يتحدى موضوع واحد مثل هذه النظريات ونماذج الاستثمار القائمة منذ فترة طويلة في وقت واحد، ولكن هذا هو التحدي المتمثل في الاستثمار المستدام، وهو يقع في صميم استدامة الاستثمار.

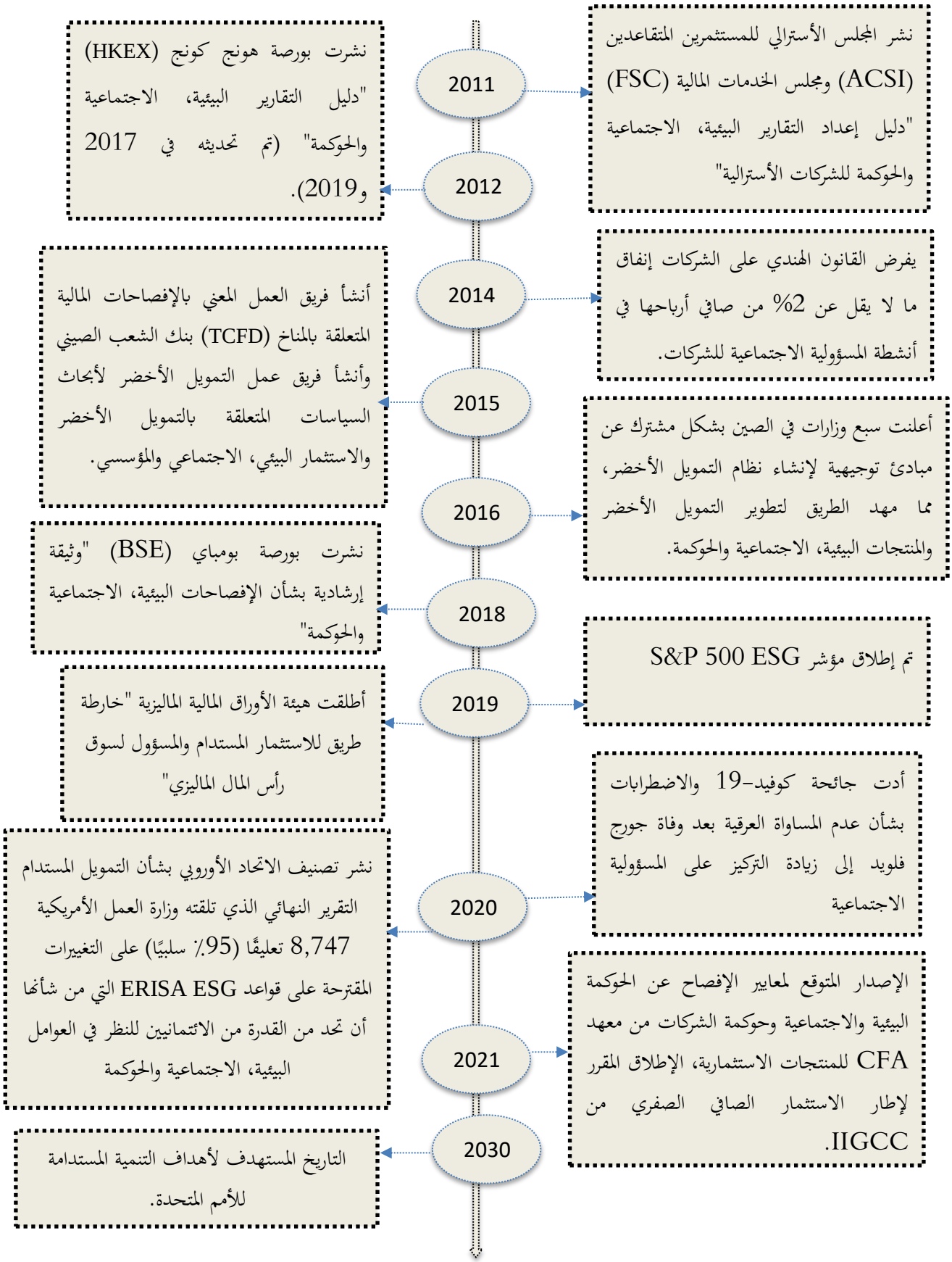
1.2 نشأة الاستثمار المستدام:

لقد حظي الاستثمار المستدام باهتمام كبير في السنوات الأخيرة، حيث يسعى الأفراد والمؤسسات إلى مواءمة أهدافهم المالية مع قيمهم. لذا يذكر أن نشأة ونمو الاستثمار المستدام مر بالمراحل التالية:

في المرحلة الأولى، كان عالم الاستثمار مهتما بشكل خاص بالحوكمة، ولم يكن مصطلح "ESG" قد أصبح شائع الاستخدام في الفترة (من 1971 إلى 2005). وفي المرحلة الثانية، ومع إطلاق مبادرة الأمم المتحدة للاستثمار المسؤول PRI، عدل عالم الاستثمار تركيزه ليأخذ في الاعتبار أيضا القضايا البيئية والاجتماعية، والتي تم تجميعها، جنبا إلى جنب مع الحوكمة، في حزمة مريحة وعملية. منذ ذلك الوقت، أصبح الاستثمار البيئي، الاجتماعي والحوكمة (ESG)، والاستثمار المسؤول، والاستثمار المستدام مفاهيم متداخلة ولكن مع وجود اختلافات واسعة في التفسير (من 2006 إلى 2019). في المرحلة الثالثة، يؤدي تسريع التنظيم إلى جانب التأثيرات طويلة الأمد للوباء، إلى تمكين الصناعة من التقارب في المعايير وأفضل الممارسات (من سنة 2020 إلى سنة 2030) كما في الشكل رقم 07. (CFA Institute, 2022, p. 9).

الشكل رقم 07: العوامل التمكينية التي ساهمت في تطور الاستثمار المستدام





Source : (CFA Institute, 2022, pp. 10-11)

2.2. منتجات سوق رأس المال التي تركز على الاستدامة

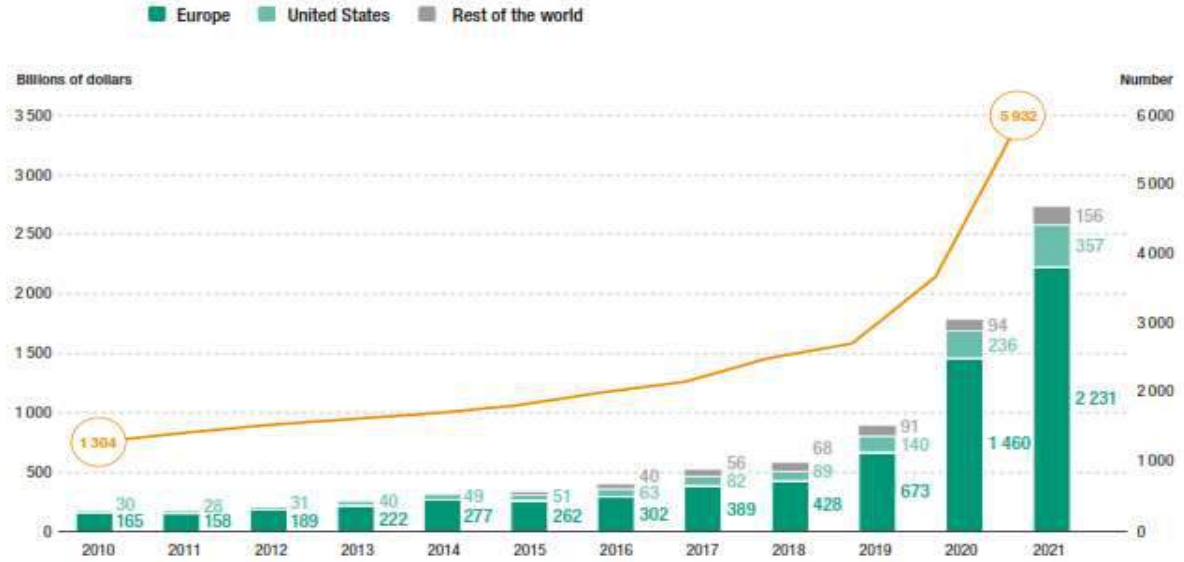
تشير تقديرات الأونكتاد إلى أن قيمة المنتجات المالية المتعلقة بالاستدامة بلغت 5.2 تريليون دولار في عام 2021، بزيادة 63% عن عام 2020. وتتكون استثمارات سوق رأس المال هذه بشكل أساسي من صناديق مستدامة (أكثر من 2.7 تريليون دولار) وسندات مستدامة (بما في ذلك السندات الخضراء، الاجتماعية والمختلطة). سندات الاستدامة (2.5 تريليون دولار). وتقع معظم هذه المنتجات في البلدان المتقدمة وتستهدف الأصول الموجودة في الأسواق المتقدمة. معظمها تحمل علامات ذاتية. على الرغم من أن هذه المنتجات تميل إلى التفوق على نظيراتها في سوق رأس المال بشكل عام من حيث الاستدامة، إلا أن التحليل الأولي يكشف أن المنتجات ذات الأداء المنخفض قد لا تستوفي أوراق اعتماد الاستدامة الخاصة بها. (UNCTAD, 2022, p. 164)

1.2.2. الصناديق المستدامة: يمكن دراسة تطور الصناديق المستدامة من خلال عدة اتجاهات هي:

أ. **اتجاهات السوق:** شهد السوق العالمي للصناديق المستدامة عاما آخر من النمو الاستثنائي في عام 2021، مدفوعا بشكل أساسي بالأسواق المتقدمة. وفقا لبيانات Morningstar، وصل عدد الصناديق المستدامة إلى 5932 صندوقا بحلول نهاية عام 2021، بزيادة 61% عن عام 2020. وبلغ إجمالي الأصول الخاضعة للإدارة (AUM) لهذه الصناديق مستوى قياسيا بلغ 2.7 تريليون دولار، بزيادة قدرها 53% عن عام 2020.

الشكل رقم 08: الأموال والأصول المستدامة الخاضعة للإدارة، 2010–2021

(مليارات الدولارات وعددها)



Source : (UNCTAD, 2022, p. 165)

ولدعم نمو سوق الصناديق المستدامة، تحتاج الاقتصادات النامية إلى معالجة هذه القضايا. وقد تفكر الاقتصادات النامية الصغيرة أيضا في تطوير سوق إقليمية للاستثمار المستدام، سوق يمكن فيها إدراج وتداول الشركات عالية الجودة، بما في ذلك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم والمؤسسات الاجتماعية التي تستوفي معايير الاستدامة وإعداد التقارير الضرورية، ويمكن تطوير أدوات مالية مستدامة لتلبية احتياجات ومتطلبات المستثمرين الدوليين.

ب. أداء الاستدامة: ويظهر الارتفاع السريع في الأموال المستدامة الإمكانات الهائلة لهذه الأداة المالية الناشئة في تمويل التنمية المستدامة. ومع ذلك، فإن مخاطر غسيل الأموال البيئية، الاجتماعية والحوكمة أو الاستدامة تشكل تحديا خطيرا للنمو المستقبلي لسوق الصناديق المستدامة. حتى الآن، تم تصنيف الصناديق المستدامة ذاتيا. على الرغم من أن العديد من الاقتصادات، مثل الاتحاد الأوروبي (EU) وهونج كونج (الصين)، قد أدخلت لوائح بشأن الإفصاح عن الاستدامة من قبل الجهات المصدرة على مستوى المنتج، إلا أنه لا توجد معايير صناعية لتأهيل الصناديق المستدامة على المستوى المحلي أو الدولي. وفي الوقت نفسه، فإن الافتقار إلى بيانات الاستدامة عالية الجودة والتصنيفات غير المتسقة لاستدامة الشركة المتاحة في السوق يجعل من الصعب تقييم أداء الاستدامة لهذه الصناديق. وقد أدت كل هذه القضايا إلى مخاوف مشروعة بشأن مصداقية سوق الصناديق المستدامة وأضرارها المحتملة على ثقة المستثمرين، الأمر الذي قد يعيق المزيد من نمو السوق. (UNCTAD, 2022, p. 167)

ج. الاستدامة الشاملة: الصناديق المستدامة غير متجانسة إلى حد كبير في مناهجها لدمج الاستدامة. ولأغراض تحليلية، تم تجميع استراتيجيات التكامل المستدام لهذه الصناديق في ثلاث فئات: (1) مشاركة الاستدامة، وهي استراتيجية تتمثل في التعامل بشكل أساسي مع شركات المحفظة، على سبيل المثال من خلال التصويت أو إجراءات محددة أخرى، للدفع نحو تغييرات إيجابية فيما يتعلق بالاستدامة. اندماج؛ (2) التأسيس العام، وهي استراتيجية تدمج العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة أو عوامل الاستدامة المادية الأخرى في عمليات اختيار الاستثمار للتخفيف من المخاطر أو تعزيز العائدات، بما في ذلك عن طريق استخدام الفحص الإيجابي أو السلبي أو من خلال تطبيق مبادئ الاستثمار المسؤول؛ و(3) الاستراتيجية المواضيعية للاستدامة، والتي تركز على موضوع واحد ملموس للاستدامة (على سبيل المثال انخفاض الكربون أو المساواة بين الجنسين) لتخصيص الأصول. يمكن للصندوق المستدام استخدام واحدة أو مجموعة من هذه الاستراتيجيات. (UNCTAD, 2022, p. 167).

بشكل عام، تظهر الصناديق المستدامة التي يغطيها الرصد صورة استدامة أفضل من نظيراتها التقليدية. كمجموعة، حصلت هذه الصناديق على متوسط درجة استدامة يبلغ 7.2 (من أصل 10) في التقييم، وهو

أعلى بكثير من متوسط تصنيف الاستدامة البالغ 4.0 لمؤشر MSCI للأسهم العالمية 4.(MSCI ACWI) وهذا يوضح أنه، في المتوسط، تميل صناديق الأسهم المستدامة إلى التفوق على أسواق الأسهم السائدة في تصنيفات الاستدامة، بغض النظر عن اختياراتها لاستراتيجيات تكامل الاستدامة.

2.2.2 أسواق السندات المستدامة

يتكون سوق الديون المستدامة في المقام الأول من السندات التي تستخدمها وهي تشمل أي نوع من أدوات الديون التي يتم استخدام العائدات الصافية منها على وجه الحصر للتمويل، جزئيا أو في مشاريع خضراء أو اجتماعية مؤهلة. هناك ثلاث فئات فرعية رئيسية: (UNCTAD, 2022, p. 170)

أ. **السندات الخضراء:** الأدوات التي تجمع الأموال للمشاريع التي لها فوائد بيئية بما في ذلك الطاقة المتجددة والمباني الخضراء والزراعة المستدامة.

ب. **السندات الاجتماعية:** الأدوات التي تجمع الأموال للمشاريع التي تتناول أو تخفف من قضية اجتماعية محددة و/أو تسعى إلى تحقيق نتائج اجتماعية إيجابية، مثل تحسين الأمن الغذائي والوصول إلى التعليم والرعاية الصحية والتمويل، وخاصة ولكن ليس حصريا للسكان المستهدفين.

ج. **سندات الاستدامة المختلطة:** الأدوات التي تجمع الأموال للمشاريع التي لها فوائد بيئية واجتماعية.

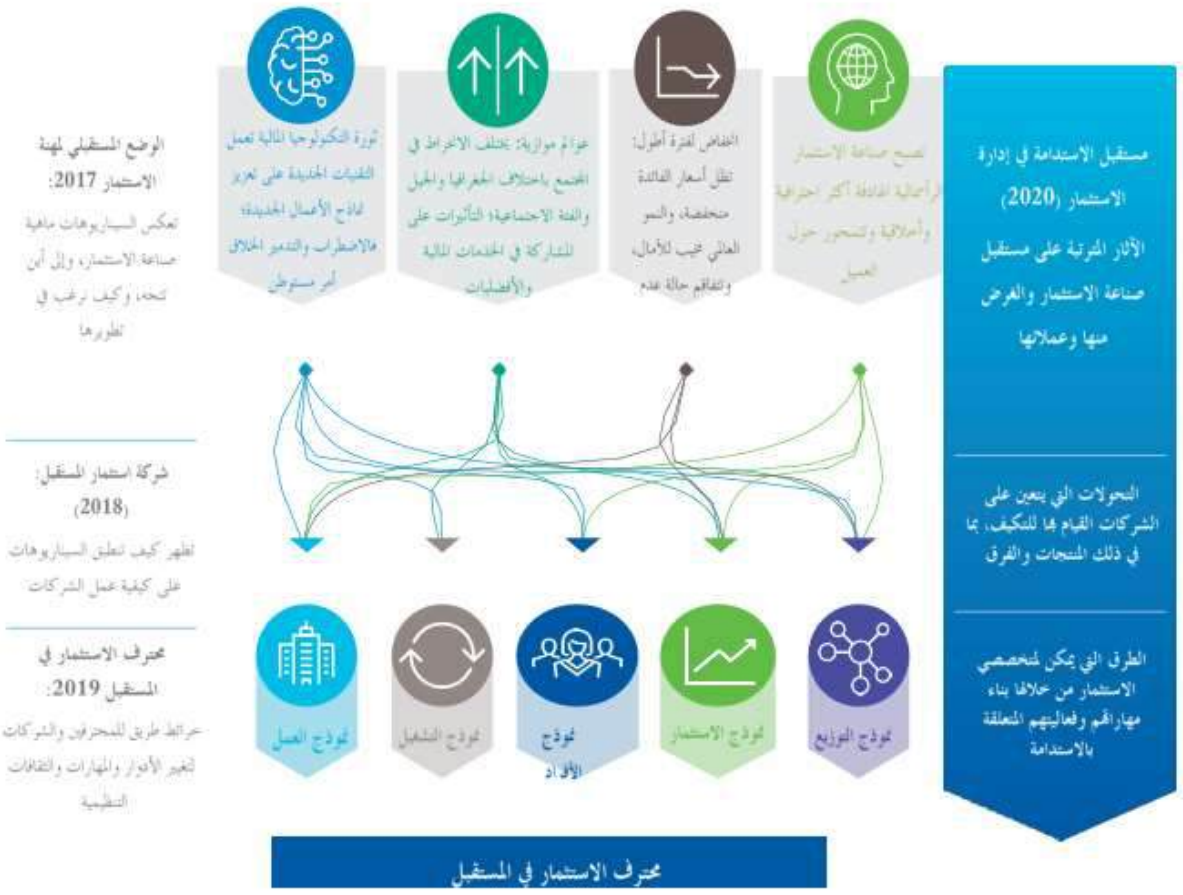
3.2 مستقبل الاستثمار المستدام:

كانت الرأسمالية الهادفة أحد السيناريوهات التي تم تقديمها لأول مرة في "الحالة المستقبلية لمهنة الاستثمار"، وهي الأولى في سلسلة من الدراسات البحثية التي أجراها معهد المحللين الماليين المعتمدين (CFA) والتي بحثت الحالات المستقبلية المحتملة لصناعة الاستثمار، وشركة الاستثمار، ومحترفي الاستثمار خلال الخمس سنوات القادمة. -10 سنوات. توفر السيناريوهات قصصا معقولة عن المستقبل لإثراء خططنا وإجراءاتنا الحالية. كما هو موضح في الشكل 09، سيمثل التقرير الحالي التقرير الرابع في السلسلة، ومع ذلك فإنه يوضع فوق التقارير الأخرى في الرسم البياني لأنه لديها تفاعلات مع كل ما سبقها. لفهم التطور المحتمل للاستثمار المستدام وما الذي سيحدده في المستقبل، من المهم فهم كيف تشكل الاتجاهات الحالية الاهتمام بقضايا (ESG) وكيف يجب على منظمات الاستثمار والمهنيين التكيف مع نموذج الاستدامة (CFA Institute, 2022).

لفهم مستقبل الاستثمار المستدام، من المفيد فهم مراحل تطوره. تعمل كل من الجهود الداخلية لمجتمع الاستثمار والقوى الخارجية على دفع التغيير في هذا المجال، وكما يوضح التسلسل الزمني في الشكل، تعمل

الصناعة على عوامل تمكين الاستثمار المستدام لسنوات عديدة. وبالاقتران مع التأثير المضاعف للعوامل المحفزة الخارجية، بدأت هذه الجهود تؤتي ثمارها، وأصبح الزخم للاستثمار المستدام قويا.

الشكل رقم 09: نظرة عامة على مستقبل الاستدامة في إدارة الاستثمار



Source : (UNCTAD, 2022, p. 20)

يناقش "مستقبل الاستدامة في إدارة الاستثمار" مصادر وآثار الاهتمام المتزايد بالعوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة وزيادة استخدام استراتيجيات الاستثمار المستدام. تشكل هذه النقاط الروايات التي ستحدد هذا المجال الناشئ وتقترح التحولات التي ستحتاج المنظمات والمهنيون إلى إجرائها للتكيف مع الظروف الجديدة. مثل التقارير الأخرى في السلسلة، الإطار الزمني المحدد هو 5-10 سنوات، وهي فترة طويلة بما فيه الكفاية لتقييم التأثيرات المحتملة للسيناريوهات والسرد على تطوير الاستثمار المستدام وكذلك النظر في تأثير عوامل مثل تغيير تفضيلات المستثمرين وابتكارات المنتجات المحتملة (الشكل السابق رقم 09).

ومع استمرار نمو الاستثمار المستدام وتطوره، ستشكل العديد من الاتجاهات والتطورات مستقبله: (Stein, 2024)

التقدم التكنولوجي والابتكارات: يمكن للتقنيات الناشئة مثل الذكاء الاصطناعي والبيانات الضخمة وتقنية blockchain أن تحدث ثورة في الاستثمار المستدام من خلال تحسين البيانات البيئية والاجتماعية والحوكمة، وتحسين تقييم المخاطر والمحافظ، وزيادة الشفافية وإمكانية التتبع في جميع أنحاء عملية الاستثمار.

توسيع فرص الاستثمار المستدام: ومع تبني المزيد من الشركات والقطاعات لممارسات الأعمال المستدامة، فمن المتوقع أن يتوسع نطاق فرص الاستثمار المستدام. وسيوفر ذلك للمستثمرين مجموعة واسعة من خيارات الاستثمار وسيمكنهم من تنويع محافظهم الاستثمارية مع الحفاظ على التوافق مع أهداف الاستدامة الخاصة بهم.

3. أفضل الأدوات الاستثمارية المستدامة:

للدخول في الاستثمار المستدام، هناك بعض الطرق للقيام بذلك هي: (Benson , 2023)

1.3 الصناديق ذات المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة:

صناديق (ESG) هي صناديق استثمار مشتركة يتم تصنيفها باستخدام مبادئ (ESG). تستثمر صناديق (ESG) في الشركات ذات الممارسات التجارية التي تتيح لها أن يكون لها تأثير مستدام ومجتمعي في العالم. وتركز بعض صناديق (ESG) على نطاق واسع، في حين أن البعض الآخر محدد إلى حد ما. على سبيل المثال، يتيح صندوق SPDR S&P 500 Fossil Fuel Reserves Free ETF للمستثمرين الاستثمار في الشركات التي لا تمتلك احتياطيات من الوقود الأحفوري.

ووفقا لمارغريتا تشينج، وهي مخططة مالية معتمدة ومستشارة SRI (الاستثمارات المستدامة والمسؤولة وذات التأثير) والرئيس التنفيذي لشركة Blue Ocean Global Wealth في غايثرسبيرغ بولاية ميريلاند، يمكن للمستثمرين المستدامين تصميم محافظهم الاستثمارية وفقا لقيمهم.

ويشير تشنغ أيضا إلى أن صناديق الاستثمار المتداولة (ESG)، أو الصناديق المتداولة في البورصة، أصبحت أكثر شعبية، لأنها تجعل الاستثمار المستدام أكثر سهولة وبأسعار معقولة من الأنواع الأخرى من صناديق الاستثمار المشتركة. يمكن تداول صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة مثل الأسهم، ولكنها توفر تنويع صندوق الاستثمار المشترك.

2.3 الأسهم المستدامة:

عادة ما تكون الأسهم الفردية أكثر خطورة من الصناديق لأنها لا تتمتع بالتنويع في الاحتفاظ بشركات متعددة، ولكنها تتيح لك التحكم الكامل في الشركات التي تستثمر فيها. على سبيل المثال، يمكنك العثور على

أسهم الطاقة المتجددة إذا كنت شغوف بالطاقة الخضراء، أو الاستثمار في الشركات التي تضم مجموعة متنوعة من أعضاء مجلس الإدارة.

عند التفكير في إضافة سهم إلى المحفظة، يجب النظر إلى أكثر من الأداء. بل يجب معرفة ما تصنعه الشركة وكيف يمكن أن يؤثر ذلك على البيئة والمجتمعات المحلية. من خلال البحث عن نتيجة (ESG) الخاصة بها والتحقق من تقييمات موظفيها على موقع تابع لجهة خارجية مثل Glassdoor.

3.3 المستشارون الآليون الذين يقدمون استثمارات مستدامة:

يستخدم المستشارون الآليون خوارزميات الكمبيوتر لبناء وإدارة محفظة استثمارية بناء على الجدول الزمني الخاص ودرجة تحمل المخاطر والعوامل الشخصية الأخرى. غالبا ما يتقاضى المستشارون الآليون رسوما تمثل جزء صغيرا من تكلفة العمل مع مستشار مالي تقليدي. ويقدم الآن عدد أكبر من المستشارين الآليين محافظ استثمارية مستدامة آلية دون أي رسوم إضافية.

تحمل هذه المحافظ أسماء عديدة، مثل محافظ التأثير أو المحافظ المسؤولة اجتماعيا. ولكن بغض النظر عن اسمها، فإن جميعها تقريبا مصنوعة من أموال (ESG) والصناديق المتداولة في البورصة.

فيما يلي بعض المستشارين الآليين الذين يقدمون محافظا مسؤولة اجتماعيا:

- **التحسين:** يوفر ثلاث محافظ تأثير للاختيار من بينها: التأثير الواسع، والتأثير المناخي، والتأثير الاجتماعي؛

–Wealthfront: تقدم محفظة مسؤولة اجتماعيا معدة مسبقا. يمكنك تخصيص أي محفظة مع صناديق الاستثمار المتداولة المسؤولة اجتماعيًا:

- **الاستثمار الموجه من Merrill Edge**: يمكن للعملاء الاستثمار في محفظة (ESG) وطلب فرض قيود على بعض صناديق الاستثمار المتداولة.

4. دمج المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) كأحد مكونات الاستثمار المستدام:

لفهم الاستثمار المستدام، من الضروري التعرف على مكوناته الرئيسية، والتي تشمل العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) واستراتيجيات وأساليب الاستثمار المختلفة.

1.4 المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG):

تم تقديم مصطلح (ESG) رسميا في عام 2004 مع نشر تقرير مبادرة الميثاق العالمي للأمم المتحدة "من يهتم من يفوز". وقد حدد هدفا طموحا لإعادة هيكلة الركائز الثلاث للتمويل الأخلاقي: البيئي، الاجتماعي والحوكمة. تحتوي جميعها على أسئلة مختلفة وتقدم أهدافا محددة للتقييم (SIWEI, 2024, p. 41). وتعتبر العوامل

البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) هي المعايير الأساسية المستخدمة لتقييم الاستدامة والأثر الأخلاقي للاستثمار. وهي تشمل مجموعة واسعة من القضايا مثل: (Kostić & Hujdur, 2023, p. 10)

1.1.4 المعيار البيئي: تتعلق المعايير البيئية بتأثير الشركات على البيئة من خلال استهلاكها للطاقة والمواد الخام، أي الموارد التي تحتاجها للعمل. وتغطي هذه المعايير العديد من العوامل بما في ذلك كيفية مساهمة الشركات في تغير المناخ، التلوث، النفايات، استنزاف الموارد الطبيعية وما إلى ذلك. على سبيل المثال، يمكن أن تتضمن استراتيجيات الأعمال للحد من التأثير البيئي السلبي أهداف الحد من انبعاثات غازات الدفيئة، والاستثمار في الطاقة المتجددة، وتعزيز استخدام الموارد المستدامة. ومن ناحية أخرى تحتاج كل شركة إلى الطاقة والموارد وتتأثر بحالة البيئة، بما في ذلك الفيضانات والجفاف وتدمير التنوع البيولوجي.

2.1.4 المعيار الاجتماعي: تتعلق المعايير الاجتماعية بالتأثير الذي تحدثه الشركات على المجتمع .تعمل كل شركة ضمن مجتمع أوسع ومتنوع، لذا فإن عملياتها وقضاياها الاجتماعية متشابكة بشكل عميق. وترتبط هذه العوامل بالعمل وحقوق الإنسان، والإدماج، والمساواة، وتنمية المجتمع. على سبيل المثال، يمكن رؤية التأثيرات الاجتماعية الإيجابية داخل الشركات التي تعزز التنوع والشمول في مكان العمل، وتضمن ممارسات عمل عادلة في جميع أنحاء سلاسل التوريد الخاصة بها، وتتفاعل مع المجتمعات المحلية.

3.1.4 معيار الحوكمة: تتعلق معايير الحوكمة بالممارسات والإجراءات المعتمدة والمنفذة داخل الشركة لضمان اتباعها للقوانين والمعايير التي وضعها أصحاب المصلحة المعنيون. هذه المعايير هي تدابير تتخذها الشركات لضمان الإدارة العادلة والشفافة، والإفصاح عن المعلومات، ومنع الفساد، وتمكين التنوع، وخلق فرص متساوية (مع التركيز على مناصب صنع القرار التي تشغلها الفئات المهمشة تاريخيا في المجتمع)، وعمليات صنع القرار الشفافة، والأمن السيبراني. والخصوصية وما إلى ذلك.

تساعد هذه العوامل المستثمرين على تحديد الشركات والمشاريع التي هي في وضع أفضل لإدارة المخاطر واغتنام الفرص الناشئة عن التحديات العالمية، وبالتالي المساهمة في الأداء المالي والاستدامة على المدى الطويل.

2.4 المبادئ الأساسية لدمج المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG):

تعرف PRI التكامل البيئي، الاجتماعي والحوكمة بأنه "الإدراج الصريح والمنهجي لقضايا البيئية، الاجتماعية والحوكمة في تحليل الاستثمار وقرارات الاستثمار". وبعبارة أخرى، فإن تكامل الاعتبارات البيئية، الاجتماعية والحوكمة هو تحليل جميع العوامل المادية في تحليل الاستثمار وقرارات الاستثمار، بما في ذلك العوامل البيئية ، الاجتماعية والحوكمة (PRI, 2018).

يمكن أن يكون لـ ESG عدة جوانب في تنفيذه قد لا يتم دمجها جيدا أو توثيقها بالكامل في غياب إطار شامل (Dolan & Barrero Zalles, 2022, p. 91). وقد تظهر مكونات مختلفة من عمليات الشركة مستويات مختلفة من الالتزام بأفضل ممارسات (ESG).

حددت مجموعة كبيرة من الأبحاث التجريبية أمثلة على الروابط المفيدة بين خصائص الشركة البيئية، الاجتماعية والحوكمة والأداء المالي. وقد أثبت هذا البحث أن الاعتبارات البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) أثرت على تقييم وأداء الشركات، بما في ذلك ما يتعلق بتكلفة رأس المال والربحية. ونظرا للتأثير الكبير والمتزايد الذي من المتوقع أن تمارسه العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة على تسعير الأصول وتخصيص رأس المال في العقود المقبلة، تعتقد "MSCI" أنه يجب دمج المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة في جميع أنحاء عملية الاستثمار بأكملها. كما يلي: (MSCI, 2024, pp. 2-3).

- **استراتيجية الاستثمار**: يجب على مالكي الأصول دمج الاعتبارات البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) في عملياتهم لإنشاء ومراقبة ومراجعة استراتيجية الاستثمار الشاملة وتخصيص الأصول؛
- **إدارة المحافظ**: يجب على مديري المحافظ دمج الاعتبارات البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) في جميع أنحاء عملية إدارة المحفظة بأكملها، بما في ذلك اختيار الأمان، إنشاء المحفظة، إدارة المخاطر، إسناد الأداء وإعداد تقارير العملاء؛
- **أبحاث الاستثمار**: يجب على محللي الأبحاث الذين يقومون بتقييم الشركات وإصدار توصيات استثمارية لمديري المحافظ دمج الاعتبارات البيئية، الاجتماعية والحوكمة (بما في ذلك تصنيفات الشركات البيئية والاجتماعية والحوكمة) في تحليلهم الأساسي للشركة.

هناك مجموعة من الانتقادات توجه للتكامل البيئي، الاجتماعي والحوكمة (ESG)، أحد الانتقادات الأكثر شيوعا للاستثمارات البيئية والاجتماعية والحوكمة هو الصعوبة التي يواجهها المستثمرون في تحديد العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة بشكل صحيح ووزنها بشكل مناسب في اختيار الاستثمار .يميل النقاد إلى التعبير عن أربعة مخاوف أساسية بشأن دقة وصلاحية وموثوقية استراتيجيات الاستثمار البيئية، الاجتماعية والحوكمة (CERTIFICATE IN ESG INVESTING CURRICULUM 2023, 2022, p. 409):

– تشمل الشركات الفقيرة أكثر من اللازم غالبا ما تحتفظ صناديق الاستثمار المشتركة المعنية بالجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة والصناديق المتداولة في البورصة (ETFs) باستثمارات في شركات قد ينظر إليها على أنها "جهات فاعلة سيئة" في واحد أو أكثر من المجالات البيئية، الاجتماعية والحوكمة.

– معايير التقييم المشكوك فيها المعايير المستخدمة لاختيار العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة هي معايير ذاتية للغاية ويمكن أن تعكس وجهات نظر أيديولوجية أو سياسية ضيقة أو متضاربة، قد يكون هناك مبالغة في التأكيد على العوامل غير المادية أو الاجتماعية والسياسية. وقد تعتبر تقييمات الأهمية النسبية معيبة؛

– جودة البيانات غالبا ما تأتي المعلومات المستخدمة لاختيار العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة (غير مدققة أو مضمونة) من الشركات نفسها. وهذا يعقد القدرة على التحقق من هذه المعلومات ومقارنتها وتوحيدها؛

– احتمال عدم التركيز على التحسينات طويلة المدى يقوم بعض المستشارين الماليين بفحص الاستثمارات أولا من حيث الأداء وبعد ذلك فقط من أجل العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة. وهذا التركيز المبدئي على الأداء يمكن أن يستبعد الشركات التي لديها ممارسات عالية في مجال الحوكمة البيئية والاجتماعية والحوكمة والتي تركز على الأداء على المدى الطويل.

5. استراتيجيات الاستثمار في معايير (ESG):

من الناحية النظرية، لا يوجد حد أقصى لعدد استراتيجيات الاستثمار القائمة على (ESG) التي يمكن للمستثمرين تطويرها وتنفيذها (FAIN , 2021, p. 21). ومع ذلك، فإن نظام التصنيف لعام 2012 التابع للتحالف العالمي للاستثمار المستدام (GSIA)، يصنف استراتيجيات (ESG) على أساس سبع فلسفات مختلفة، هي الاستراتيجيات الأكثر شيوعا والآثار المترتبة عليها من منظور (ESG) والاستثمار، وكيف نما هذا النهج وما هو التأثير والاعتبارات الاستثمارية لكل استراتيجية من الاستراتيجيات التالية: (Palmborg & Winther Blindum, 2020, pp. 2-9)

1.5. الفحص القائم على المعايير Norm-based screening: لضمان تلبية الاستثمارات للمسؤوليات الحيوية لحقوق الإنسان، العمل، البيئة ومكافحة الفساد. تقوم العديد من الصناديق التقليدية، وخاصة في أوروبا، بتنفيذ مستوى أساسي من الاستثناءات يسمى الفحص القائم على المعايير.

تركز الطريقة على تحديد الشركات التي لا تلتزم بالمعايير الدولية مثل حقوق الإنسان ومعايير العمل ومكافحة الفساد وحماية البيئة على النحو المبين في الاتفاق العالمي للأمم المتحدة والأطر الدولية الهامة الأخرى (مثل المبادئ التوجيهية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي للشركات المتعددة الجنسيات والأمم المتحدة، المبادئ التوجيهية للأعمال التجارية وحقوق الإنسان). بمجرد تحديد الشركة في الفحص، يمكن للمستثمر اختيار إما استبعاد الشركة أو بدء عملية المشاركة من أجل تحقيق تغيير في سلوك الشركة.

تم تطوير الفحص القائم على المعايير لأول مرة من قبل مالكي الأصول الاسكندنافية ومقدمي خدمات الاستثمار المسؤولين في عام 2000، ومنذ منتصف العقد الأول من القرن الحادي والعشرين أصبح يستخدم على نطاق واسع كمدخل لاستراتيجيات الملكية النشطة. في عام 2006، تم تطوير مبادئ الأمم المتحدة الستة للاستثمارات المسؤولة (UN-PRI) حيث وقع أكثر من 3000 مستثمر على التزامهم باتباع المبادئ، ويعني أحد المبادئ أن المستثمر (مالك الأصول أو مدير الأصول) يلتزم بكونه مالكا نشطا ويدمج قضايا (ESG) في

سياسات وممارسات الملكية الخاصة به. وبما أن الفحص القائم على المعايير يستخدم كأساس للعديد من سياسات الملكية النشطة للمستثمرين، يمكن تفسير النمو جزئيا من خلال العدد المتزايد من توقيعات PRI.

وفقا لمراجعة الاستثمار المستدام العالمي لعام 2018، شكلت استراتيجيات الاستثمارات، بما في ذلك الفحص القائم على المعايير، 15% من إجمالي الأصول ضمن الاستثمارات المستدامة، حيث ساهمت أوروبا بنسبة 77% من تلك الأصول. في دراسة Eurosif SRI لعام 2018، كانت الشاشة القائمة على المعايير الأكثر شيوعا هي الامتثال للميثاق العالمي للأمم المتحدة، تليها اتفاقيات منظمة العمل الدولية والمبادئ التوجيهية لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية.

نتيجة التأثير:

يحدد نهج الفحص القائم على المعايير الحد الأدنى لمستوى استثمارات (ESG) بالنسبة للموقعين على مبادرة الأمم المتحدة PRI الذين يستخدمون الفحص القائم على المعايير كأساس، يمكن أن يمتد هذا النهج عبر عرض منتجاتهم وإذا تم استخدامه مع استراتيجيات المشاركة، فسيكون له تأثير على كيفية عمل الشركات.

ومع ذلك، يركز الفحص القائم على المعايير على الشركات التي تنتهك المعايير ولا يتم تطبيقه لتحديد الشركات التي تكون في طليعة المساهمة في إيجاد حلول لتحديات الاستدامة الرئيسية. وبالتالي قد يدعي البعض أنه ليس نهجا استثماريا مستداما بل هو نهج استثماري مسؤول بحت.

اعتبارات الاستثمار: بشكل عام، لن يكون للتعامل مع الشركات عبر النهج القائم على المعايير تأثير كبير على المخاطر النشطة من حيث تتبع الأخطاء.

2.5 الاستبعاد Exclusions:

الفحص الاستبعادي هو أقدم وأبسط أسلوب الذي يسمى أحيانا الفحص السلبي، هو النهج الذي يقوم فيه مالك أو مدير الأصول باستبعاد قطاعات أو دول أو شركات محددة من عالم الاستثمار الخاص بهم بناء على معايير محددة. توجد عدة طرق، ولكن الاستبعاد يعتمد عادة على القيم الأخلاقية للمستثمر (مثل المواد الإباحية والكحول والمقامرة)، أو الاعتقاد بأن الشركة أو القطاع أو البلد لا يساهم في مستقبل مستدام (مثل الوقود الأحفوري). تتطلب هذه الطريقة بحثا وتحليلا خاصا بالشركة، نظرا لأن معايير الاستبعاد غالبا ما تعتمد على الإيرادات المستمدة من النشاط غير المرغوب فيه. عادة ما تتبع بعض القيود، مثل انتهاكات حقوق الإنسان والأسلحة غير المشروعة، نسبة تسامح تبلغ 0%، في حين أن الوقود الأحفوري على سبيل المثال قد يكون له معدل قبول أعلى. يمكن تطبيق الاستثناءات على الصناديق الفردية ولكن بشكل متزايد أيضا على مستوى مدير الأصول أو مالك الأصول عبر مجموعة منتجات الأصول بأكملها. (CERTIFICATE IN ESG INVESTING CURRICULUM 2023, 2022, p. 518)

تم تطبيقه علنا لأول مرة من قبل المستثمرين المؤسسيين الذين صاغوا مصطلح "أسهم الخطيئة". تشير "أسهم الخطيئة" إلى الأسهم التي تولد نسبة من إيراداتها من الصناعات التي كانت تتعارض مع القناعة الدينية

للمنظمات الدينية، كالأسلحة، الكحول، عمالة الأطفال والقمار. واليوم يعد الاستبعاد هو النهج الأكثر شيوعا للاستثمار المستدام، حيث يخضع إجمالي 19.8 تريليون دولار من الأصول للاستثناءات. وبالتالي فهو يمثل أكثر من 50% من إجمالي استراتيجيات الاستثمار المستدام. وتحظى أوروبا والولايات المتحدة بأكبر حصة إقليمية من هذه الاستراتيجية بنسبة 55% و40% على التوالي.

اعتبارات التأثير:

يمكن التشكيك في تأثير الاستبعادات على الاستدامة كنهج مستقل، تتمثل الحجج المؤيدة لذلك في أنه لا يمكنك عموما التأثير على الشركات التي لا تملكها ولا تمتلكها كلما تتخلص منها سيكون هناك مشتريا آخر. وبالتالي لن يؤثر المستثمرون على حوافز إدارة الشركة التي ترتبط تعويضاتها بسعر السهم أو تكلفة التمويل عند ارتفاع رأس المال في الأسواق الأولية (السندات والأسهم).

ومع ذلك، يمكن أن تخدم الاستثناءات أغراضا أخرى تتعلق بجوانب (ESG)، مثل عدم الرغبة في الارتباط بشركات لا تتماشى مع قيم المستثمر، يمكن أيضا أن تعطي عمليات سحب الاستثمارات القوية والمنسقة من قبل العديد من المستثمرين إشارة قوية ضغط على الشركات للتغيير.

اعتبارات الاستثمار:

الاستثناءات شائعة النهج، باعتباره نهجا مستقلا ولكن أيضا مدمجا مع نهج (ESG) الأخرى بالنسبة للاستثمارات السلبية، سيكون لشاشة الاستثناءات تأثير على خطأ التتبع، كما سيعتمد على مستوى الاستثناءات. ويحتوي مؤشرMSCI ESG الذي تم فحص على خطأ تتبعه (TE) قدره 0,5 مقارنة بـ MSCI ACWI، وبالتالي لا يوجد تأثير كبير على المخاطر النشطة كأثر للاستبعاد.

أسلحة مثيرة للجدل: لا يوجد تعريف عالمي للأسلحة المثيرة للجدل، وبالتالي يمكن أن يختلف التعريف، تخضع معظم الأسلحة التي تعتبر عادة مثيرة للجدل إلى معاهدات دولية مثل اتفاقية الذخائر العنقودية واتفاقية حظر الألغام المضادة للأفراد. تحظر هذه الاتفاقيات بشكل عام تطوير وإنتاج وحيازة وتخزين ونقل واستخدام الأسلحة وأساليب الحرب التي تسبب إصابات أو معاناة لا لزوم لها في النزاعات المسلحة.

التبغ والنيكوتين: الموجود في التبغ يسبب الإدمان بدرجة كبيرة، ويعد تعاطي التبغ عامل خطر رئيسي للإصابة بأمراض القلب والأوعية الدموية والجهاز التنفسي، وأكثر من 20 نوعا مختلفا أو فرعيا من السرطان، والعديد من الحالات الصحية المنهكة الأخرى. في كل عام، يموت أكثر من 8 ملايين شخص بسبب تعاطي التبغ، تحدث معظم الوفيات المرتبطة بالتبغ في البلدان المنخفضة والمتوسطة الدخل، والتي غالبا ما تكون هدفا للتدخل المكثف من قبل صناعة التبغ وتسويقه.

3.5 التكامل البيئي، الاجتماعي والحوكمة ESG integration:

غالبا ما يكون الهدف من تكامل (ESG) إما تقليل المخاطر في المحفظة، وإضافة عائد إيجابي و/أو تحقيق مستوى أعلى من (ESG). يمكن للمستثمرين ممارسة التكامل (ESG) من خلال تحليل عوامل (ESG) التي قد تؤثر على الأوراق المالية للشركة التي يفكرون في الاستثمار فيها أو يمتلكونها بالفعل. في حين أن النهج الاستبعادي يحظر بشكل أساسي بعض الأوراق المالية، فإن تكامل (ESG) لا يقيد المستثمر بهذه الطريقة "السوداء أو البيضاء".

وبدلا من ذلك يركز النهج على دمج عوامل (ESG) في اختيار الأمن بالإضافة إلى التحليل المالي البحث، ومع ذلك يمكن أن يختلف مدى دمج تحليل (ESG) في عملية الاستثمار. تتراوح من النهج النوعي حيث يقوم المحلل المالي بإجراء تحليل شامل لمعايير (ESG) ويدمج التحليل في اختيار الأمان إلى نهج أكثر كميا حيث يمكن أن يكون تصنيف (ESG) أحد عوامل الدخل للنموذج المالي (حيث يمكن أن يكون تصنيف (ESG) من مقدمي الخدمات الخارجيين) (Elderson & Sabine , December 2020, p. 14).

يمكن أن يشمل التحليل على سبيل المثال مدى جودة تعامل إدارة الشركة مع مخاطر وفرص (ESG)، ونموذج الأعمال العام للشركة وكيف يمكن أن تؤثر قضايا (ESG) على الجوانب المالية للميزانية العمومية للشركة، أو بيان الدخل، أو نماذج التدفق النقدي (من خلال التأثير على التكاليف والإيرادات وافتراضات نمو الأعمال). يتضمن التحليل المتكامل لانتقاء السندات النشطة وصناديق الديون الأخرى في تحليل كيفية تأثير قضايا (ESG) على الجدارة الائتمانية لجهة الإصدار.

إن درجة (ESG) تلخص كيفية أداء الشركة في المجالات المختلفة، ويمكن لشركة واحدة أن تحصل على تقييمات مختلفة اعتمادا على من يقوم بإجراء تقييم (ESG)، وعادة ينظر مدير الأصول إلى كل قطاع على حدة ويحدد المخاطر التي يعتقدون أنها الأكثر أهمية لهذا القطاع المحدد.

يعد الاختيار الإيجابي والأفضل في فئتها أمثلة على مناهج تكامل (ESG) حيث تعطى(ESG) عادة أهمية كبيرة في اختيار الأمان.

4.5 الأفضل في الفئة Best-in-Class:

تختار هذه الاستراتيجية الشركات التي تتمتع بأفضل درجات (ESG) ضمن قطاع معين، ويتم تحليل الشركات من منظور (ESG) ثم يتم تصنيفها نسبيا مقارنة بنظيراتها في نفس القطاع. لكي يتم إدراجها في أفضل محفظة تدار بشكل فعال، تحتاج الشركة إلى تلبية معايير (ESG) بالإضافة إلى التقييمات المالية التقليدية.

الجدول رقم 04: كيفية تحليل الشركات من منظور (ESG)

	البيئة	المجتمع	الحوكمة
ماذا؟	تقوم المعايير البيئية بتقييم المخاطر البيئية التي قد تؤثر على أعمال الشركة وكيفية إدارة الشركة لتلك المخاطر.	تركز المعايير الاجتماعية على كيفية تأثير نماذج أعمال الشركات على المجتمعات التي تعمل فيها. وتشمل العوامل	يتم وضع معايير الحوكمة لتحديد ما إذا كانت الشركات تعمل بطريقة تتماشى مع أخلاقيات العمل، على سبيل

	يمكن أن تصبح العوامل البيئية مشكلات كبيرة بالنسبة للشركات إذا كانت تمتلك أراضٍ ملوثة أو تسبب تلوث المياه أو لا تلتزم باللوائح البيئية.	الرئيسية ظروف العمل وحقوق العمل لموظفيها، وما إذا كان موردوها يحتفظون بنفس القيم التي تدعي الشركة نفسها أنها تحملها. ويتضمن أيضًا النظر فيما إذا كانت الشركات تدعم مجتمعاتها المحلية.	المثال .يستخدم أساليب محاسبية دقيقة وشفافة، ويعمل على مكافحة الفساد وتجنب تضارب المصالح ولديه وظائف الإبلاغ عن المخالفات.
مثال	تغير المناخ، وانبعاثات الغازات الدفيئة، واستخدام المواد الخام، واستنزاف الموارد، بما في ذلك المياه، وإزالة النفايات والتلوث، وتوليد الضوضاء، والتنوع البيولوجي، واستخدام الأراضي، والطاقة	حقوق الإنسان، حقوق العمل، بما في ذلك العبودية وعمالة الأطفال، تكافؤ الفرص، الصحة والسلامة، حقوق النقابات والجمعيات، حماية المستهلك، سلامة المنتجات، سلامة البيانات الشخصية والخصوصية	الرشوة، الفساد والاحتيال، تكوين مجلس الإدارة واستقلاليته، المخاطر المحاسبية، هيكل لجنة التدقيق، التخطيط الضريبي العدواني، أجور المسؤولين التنفيذيين، الضغط السياسي والتبرعات

Source : (Palmborg & Winther Blindum, 2020, pp. 2-9)

5.5 الاختيار الإيجابي Positive Selection:

الاختيار الإيجابي هو أسلوب تكامل لمعايير (ESG) والذي يتضمن الاستثمار في الشركات التي لديها ملف تعريف بيئي واجتماعي (ES) مناسب ولكن يتم تقييمها أيضا على أنها في تحسن. يعتمد الملف التعريفي لـ (ESG) إما على تحليل المستثمر الخاص أو من قبل وكالة التصنيف. يمكن أن تضع عملية الاستثمار عقبة محددة أمام تصنيف الشركة حسب معايير (ESG)، يجب الالتزام بها حتى تكون قابلة للاستثمار. وبالمقارنة مع نهج التكامل (ESG) الأفضل في فئته، لا يستثمر مدير الصندوق بالضرورة في أفضل الشركات ذات التصنيف (ESG) فقط، ولكن حيث يرى المستثمر اتجاها محتملا وإيجابيا في أداء الشركة.

نتيجة التأثير: مع الاختيار الإيجابي والأفضل في فئتها، يخصص المستثمر رأس ماله للشركات التي تتمتع بمكانة جيدة لمواجهة تحديات وفرص الاستدامة المستقبلية.

عند استخدام النهج الأفضل في فئته، يرغب المستثمر في اختيار الشركات التي لديها أفضل تصنيف (ESG) في قطاعها، وبالتالي مكافأة الشركات التي تحقق أداء أفضل من نظيراتها. وهذا من شأنه أن يؤدي إلى أن متوسط تصنيف (ESG) والحوكمة لهذا الصندوق سيكون مرتفعا مقارنة ببعض مناهج (ESG) الأخرى.

ومع ذلك، نظرا لأن الاختيار الإيجابي بشكل عام أكثر تعرضا لتحسين الشركات، فمن الممكن تحقيق تأثير أكبر من خلال التعاقدات، حيث سيكون لديها الكثير للتحسين من شركة عالية الأداء بالفعل في مجال (ESG).

ومن خلال دمج تحليل (ESG) في عملية الاستثمار، تصبح الشركات في وضع أفضل للمخاطر والفرص المتعلقة بكمية (ESG) التي تواجهها اليوم.

اعتبارات الاستثمار: من المتوقع أن يكون للصناديق التي تمارس الاختيار الإيجابي والأفضل في فئتها انحراف كبير عن المؤشر التقليدي. وسيعتمد الانحراف الفعلي على استراتيجية الاستثمار (انتقاء الأسهم وما إلى ذلك) ولكن أيضا على عتبة (ESG). كما ذكرنا سابقا، فإن الأفضل في فئتها سيكون لها بشكل عام عتبة أعلى للمعايير (ESG)، الأمر الذي من شأنه تضييق نطاق الكون إلى حد أكبر (Palmborg & Winther Blindum, 2020, pp. 2-9)

6.5 تحت عنوان الاستدامة Sustainability themed:

من خلال هذه الاستراتيجية، يتم اختيار الجهات المستثمر فيها بناء على موضوعات مرتبطة بالقضايا البيئية والاجتماعية والحوكمة أو النتائج البيئية أو الاجتماعية مثل تغير المناخ والزراعة المستدامة والكفاءة البيئية والمباني الخضراء والمساواة بين الجنسين والصحة والمزيد. تركز تعريفات Eurosif وPRI وGSIA على المساهمة الإيجابية التي تقدمها الجهات المستثمر فيها في موضوعات الاستدامة المحددة، يستخدم تصنيفنا فهما أوسع لموضوع الاستدامة والذي يتضمن منظورا ماليا ومزدوجا للأهمية المادية. وبالتالي يمكن تنفيذ الاستراتيجيات المتعلقة بالاستدامة مع التركيز على إدارة المخاطر والفرص البيئية والاجتماعية والحوكمة، و/أو المواءمة مع التأثير الإيجابي أو توليده (Busch, van Hoorn, Stapelfeldt, & Pruessner, July 2022, pp. 4-5).

يركز على الشركات التي تستثمر بشكل خاص في الحلول المناخية من خلال الجمع بين هذين النهجين البيئي والاجتماعي والمؤسسي، يقلل المستثمر الواعي للمناخ من مخاطر التعرض للأصول العالقة ويستثمر في نفس الوقت في الشركات التي تشكل جزءا من الحل لقضايا المناخ. وفقا لمراجعة الاستثمار المستدام العالمي لعام 2018، فقد نمت الصناديق التي تركز على الاستدامة في الأصول المدارة على مستوى العالم بنسبة 269% بين عامي 2016 و2018.

اعتبارات التأثير والاستثمار: تتمتع الصناديق ذات المواضيع المستدامة عموما بعالم استثماري شديد التركيز مما قد يؤدي إلى انحراف كبير عن المؤشر التقليدي على مستوى الدولة والقطاع.

7.5 الاستثمار المؤثر Impact investing:

الاستثمار من أجل التأثير المتعمد يدور الاستثمار المؤثر حول العلاقة بين تخصيص رأس المال من قبل المستثمرين، والهدف من حل المشكلات بالإضافة إلى استغلال الفرص في مجالات (ESG). يكمن جوهر الاستثمار المؤثر في التزام مدير الأصول بقياس الأداء الاجتماعي، البيئي والتقدم المحرز في الاستثمارات الأساسية والإبلاغ عنه، مما يضمن الشفافية والمساءلة أثناء أداء ممارسة الاستثمار المؤثر.

"**الاستثمار المؤثر**: هو تحويل كيفية كسب المال مع إحداث فرق" أن مصطلح "الاستثمار المؤثر" كان نتيجة المناقشات التي جرت في عام 2007 بين مجموعة من المستثمرين ورواد الصناعة. كانوا منخرطين في أنواع مختلفة

من الاستثمارات (مستثمرو التكنولوجيا الخضراء، والمستثمرون المؤسسون الأوائل في التمويل الأصغر ومقرض الإسكان المنخفض الدخل) وما وحدهم هو الاهتمام بتقييم الأداء المحتمل والحقيقي لاستثماراتهم، وكانوا يريدون استخدام رؤوس أموالهم للمساهمة بشكل إيجابي في المجتمع. (Palmborg & Winther Blindum, 2020, pp. 2-9).

الفحص الذي ركز على نوع الشركات التي يجب تجنبها ومع ذلك، أثار "الاستثمار المؤثر" التفاؤل والتوجه العملي لهذه المجموعة، وهو مصطلح يستخدمه مجموعة واسعة من المستثمرين.

اعتبارات التأثير: كما يوحي اسمه، فإن الاستثمار المؤثر لديه أحد أوضح الأهداف من بين الاستراتيجيات المستدامة المختلفة وهو أن يكون له تأثير اجتماعي أو بيئي ملموس من خلال الاستثمار. إن التركيز على قياس التأثير، على الرغم من أنه لا يزال يمثل تحديا للقيام بذلك، يجعل من السهل على المستثمرين رؤية العلاقة بين استثماراتهم و تأثير (ESG).

اعتبارات الاستثمار: أقصر رابط بين التأثير والاستثمارات هو في الأسواق الخاصة حيث يحتاج المستثمرون إلى النظر في مخاطر عدم السيولة.

هناك صناديق استثمار تستثمر في الأسهم العامة وتميل بطبيعتها إلى أن تكون محافظ ذات قناعة عالية (أي حيازات أقل مقارنة بالمؤشر مما يمكن أن يجعل المحفظة أكثر تقلبا، حيث أن تغير السعر في أحد الحيازات سيكون له تأثير أكبر على المحفظة بأكملها، ويمكن أن يكون التقلب أيضا نتيجة للوزن الثقيل لقطاع أو صناعة أو بلد معين.

II. المعايير البيئية، الاجتماعية، الحوكمة والأداء المالي

في كل من الدراسات الأكاديمية المحلية والخارجية، وجد أن المدخلات البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) تزيد من تكاليف الشركة على المدى القصير، ولكنها تعمل على تحسين الأداء على المدى المتوسط والطويل. وتعتبر النظرية التقليدية تعظيم مصالح المساهمين هو الهدف الأعظم للشركة، لذا تطرق هذا العنصر إلى أهمية تصنيفات الاستثمار المستدام (ESG) والأثر الإيجابي الذي تحدثه في العائد المالي. إضافة إلى أهم تحديات العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة.

1. تصنيفات الاستدامة البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG):

تعتبر الاستدامة البيئية، الاجتماعية والحوكمة أحد المفاهيم الهامة في عالم الأعمال اليوم، فهذه النوعية من الحوكمة تركز على كيفية تحقيق التوازن بين مصالح الشركة والمجتمع والبيئة التي تنشط فيها. ومن أجل تقييم درجة استدامة الحوكمة هناك معايير ومؤشرات يجب مراعاتها وتقييمها بشكل دوري.

أولا، تقوم معايير تصنيف وتقييم الاستدامة البيئية، الاجتماعية و الحوكمة على تحليل أداء الشركة في مجالات معينة مثل التحكم في التلوث، حقوق الإنسان، المساءلة والشفافية. ويتم تقييم هذه الأداء من خلال

قياس الالتزام بالقوانين والتشريعات المحلية والدولية، وكذلك من خلال مدى اتباع الشركة للمعايير الدولية المعترف بها.

ثانيا، يلعب دور الشفافية والإفصاح عن المعلومات البيئية والاجتماعية دورا هاما في تقييم استدامة الحوكمة. فإذا كانت الشركة تعمل بشكل شفاف وتقدم معلومات دقيقة عن سياساتها وأداءها في المجتمع والبيئة، فإن هذا يعتبر عاملا مهما في تصنيفها وتقييمها على أنها شركة مستدامة. وإذا كانت الشركة تتعامل بنزاهة مع الجميع وتسعى لتحقيق التوازن بين مصالحها ومصالح الآخرين، فإن ذلك يعكس توجهها نحو الاستدامة في كل جوانب عملها. (Swinburne & Beardshaw, 2022, p. 15).

1.1. تصنيف Arabesque S-Ray:

Ray™ الأداة الفريدة التي تتيح لأي شخص مراقبة استدامة أكثر من 7000 شركة من أكبر الشركات في العالم. من خلال التعلم الآلي والبيانات الضخمة، يجمع Arabesque S-Ray بشكل منهجي أكثر من 200 مقياس بيئي واجتماعي وإداري (ESG) مع إشارات إخبارية من أكثر من 50000 مصدر عبر 15 لغة.

إنها الأداة الأولى من نوعها لتقييم الشركات وفقا للمبادئ المعيارية للاتفاق العالمي للأمم المتحدة: حقوق الإنسان، وحقوق العمل، البيئة ومكافحة الفساد (GC Score). بالإضافة إلى ذلك يوفر Arabesque S-Ray تقييما خاصا بالصناعة لأداء الشركات وفقا لمعايير الاستدامة المادية ماليا (ESG Score).

يتم دمج كلا النتيجتين مع مرشح التفضيلات الذي يسمح لأي شخص بفهم أفضل لمشاركات أعمال كل شركة، وكيفية توافق هذه الأنشطة مع القيم الشخصية. (S-RAY - ARABESQUE, 2024).

الجدول رقم 05: معايير تصنيف الاستدامة حسب Arabesque S-Ray

تقييم المخاطر	المدخلات	تغطية	النتيجة/التقييم
توفر أداة Arabesque S-Ray أربع فئات من التسجيل : نقاط الاتفاق العالمي (GC): يهدف إلى فهم مخاطر السمعة، وتقييم الشركات على أساس حقوق الإنسان، وحقوق العمل، والبيئة، ومكافحة الفساد؛	يصف منهجيته بأنها خوارزمية. تقوم الأداة بمعالجة أكثر من 150 مليون نقطة بيانات يوميا لإنتاج الدرجات الأربع.	توفر الأداة معلوماتESG لأكثر من 25000 شركة، وتغطي حوالي 95% من القيمة السوقية العالمية.	الدرجات الرقمية (0-100)، باستثناء مرشح التفضيلات وهو ثنائي، ودرجة الحرارة التي تعطي النتيجة بالدرجات المئوية.
درجة ESG: تقيم الشركات بناء على الحوكمة البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) المادية قضايا تحديد احتمالية الأداء المتفوق على المدى الطويل؛	https://www.arabesque.com/s-ray/ our-scores/ https://www.arabesque.com/s-ray/ products-and- https://www.arabesque.com/s-		Arabesque Methodology document

	ray/faq/ services/ https://arabesque.com/docs/sray/ Introducing%20Arabesque%20S-Ray.pdf		
مرشح التفضيلات: يجمع درجات ثنائية حول تورط الشركة في أنشطة قد تكون مثيرة للجدل؛			
درجة الحرارة: تعكس تأثير الشركة على المناخ من خلال ترجمة الانبعاثات إلى درجة تعتمد على مسارات الانبعاثات الخاصة بالقطاع.			

Source : (Swinburne & Beardshaw, 2022, p. 15)

2.1 تصنيف Bloomberg:

يمكن أن توفر البيانات البيئية والاجتماعية تفاصيل مفيدة ومؤشرات أداء رئيسية لوصف أداء الشركة في مجال الاستدامة. ومع ذلك، قد يكون من الصعب تحويل مئات مقاييس الاستدامة التي تكشف عنها الشركات إلى رؤى قابلة للتنفيذ. ومن الصعب أيضا مقارنة الشركات التي تستخدم نقاط بيانات واحدة نظرا لأن الإفصاحات البيئية والاجتماعية ليست موحدة وتختلف على نطاق واسع. توفر نتائج بلومبرج البيئية والاجتماعية (ES) مقياسا يعتمد على البيانات للأداء البيئي والاجتماعي للشركات والذي يمكن للمستثمرين استخدامه لتقييم الأداء بسرعة عبر مجموعة من القضايا الرئيسية، مثل تغير المناخ والصحة والسلامة، يمكن أيضا استخدام نتائج ES لمقارنة أداء استدامة الشركة ضمن صناعة نظيراتها. (Bloomberg , 2021).

الجدول رقم 06: معايير تصنيف الاستدامة حسب Bloomberg

تقييم المخاطر	المدخلات	تغطية	النتيجة/التقييم
توفر بلومبرج مجموعة متنوعة من النتائج الخاصة بالجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) المملوكة لجهات خارجية، والتي تسمح للمستخدمين بفحص منهجية التسجيل والبيانات الأساسية التي أبلغت عنها الشركة. من بين العروض الحالية التي تقدمها بلومبرج لنتائج المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة هي: - تشكيل مجلس إدارة؛ - التحول المناخي؛ - البيئية والاجتماعية (ES)؛ - الأخبار البيئية والاجتماعية؛ - الإفصاح البيئي، الاجتماعي والحوكمة؛ - مؤشر المساواة بين الجنسين.	تغطي بيانات بلومبرج أكثر من 2100 حقل (بما في ذلك بيانات الطرف الثالث).	أكثر من 11,800 شركة في أكثر من 100 دولة، وحوالي 88% من القيمة السوقية العالمية، و410,816 ورقة مالية نشطة.	

Source: (Swinburne & Beardshaw, 2022, p. 15)

3.1. تصنيف Sustainalytics:

Sustainalytics هي شركة مستقلة رائدة في مجال الأبحاث والتصنيف والتحليل في المجالات البيئية، الاجتماعية والحوكمة، والتي تدعم المستثمرين في جميع أنحاء العالم من خلال تطوير وتنفيذ الاستراتيجيات.

منذ أكثر من 25 عاما، كانت الشركة في طليعة الشركات التي تعمل على تطوير حلول مبتكرة وعالية الجودة لتلبية الاحتياجات المتطورة للمستثمرين العالميين، واليوم تعمل Sustainalytics مع المئات من مديري الأصول وصناديق التقاعد الرائدين في العالم الذين يقومون بدمج المعلومات والتقييمات البيئية، الاجتماعية وحوكمة الشركات في عملياتهم الاستثمارية. تعمل Sustainalytics أيضا مع مئات الشركات ووسطاءها الماليين لمساعدتها على مراعاة الاستدامة في سياساتها وممارساتها ومشاريعها الاستثمارية (Bloomberg, 2021).

الجدول رقم 07: معايير تصنيف الاستدامة حسب Sustainalytics

تقييم المخاطر	المدخلات	تغطية	النتيجة/التقييم
يستخدم إطارا ماديا ثنائي الأبعاد لقياس مدى تعرض الشركة للمخاطر المادية الخاصة بالصناعة ومدى نجاح الشركة في إدارة تلك المخاطر.	تعمل مدخلات البيانات المستندة إلى ملفات تعريف الشركة ومصادر البيانات البديلة، مثل الملفات التنظيمية ومصادر المنظمات غير الحكومية، على زيادة بيانات الشركات المبلغ عنها ذاتيا. يتم دعم محللي الأبحاث من خلال القدرات التحليلية الوصفية والتنبؤية المدعومة بالذكاء الاصطناعي، والتي تستخدم أيضا لإجراء أبحاث مثيرة للجدل.	تغطي أكثر من 13000 شركة وتشمل معظم المؤشرات العالمية الكبرى.	يتم تصنيف تقييمات المخاطر البيئية والاجتماعية والحوكمة عبر خمسة مستويات للمخاطر: لا تذكر (0-10)، ومنخفضة (10-20)، ومتوسطة (20-30)، ومرتفعة (30-40)، وشديدة (40+)

Source : (Swinburne & Beardshaw, 2022, p. 19)

4.1. تصنيف CPD Climate, Water and Forest Scores

تستخدم CDP منهجية تسجيل لتحفيز الشركات على قياس وإدارة التأثيرات البيئية من خلال واحد أو أكثر من الاستبيانات المتعلقة بتغير المناخ والغابات والأمن المائي. فالإفصاح يدفع إلى العمل، ومن خلال تسجيل الشركات من D إلى A، نأخذهم في رحلة من الإفصاح عبر الوعي والإدارة، وأخيرا إلى القيادة. ومن المهم أن نلاحظ أن الشركات التي تحصل على درجة A ليست في نهاية رحلتها البيئية. فهي من بين الشركات الأكثر شفافية عندما يتعلق الأمر بالإفصاح والأداء فيما يتعلق بتغير المناخ، أو إزالة الغابات، أو الأمن المائي (cdp, 2022, p. 01).

الجدول رقم 08: معايير تصنيف الاستدامة حسب CPD Climate, Water and Forest Scores

تقييم المخاطر	المدخلات	تغطية	النتيجة/التقييم
يقيس CDP مستوى الالتزام بالتخفيف من آثار تغير المناخ والتكيف معه والشفافية. تقيم النتيجة تقدم الشركة نحو الإشراف البيئي،	CDP هي أكبر منصة للإفصاح البيئي في العالم. يقومون بجمع بيانات حول كيفية قيام	بمعدلات "Climetrics" أكثر من 18.000 صندوق شهريا، وهو ما يمثل حوالي	حروف الدرجات (A, A- to D-).

والوعي بالقضايا البيئية، لا سيما فيما يتعلق بتغير المناخ، والمياه، وأساليب إدارة إزالة الغابات والتقدم نحو العمل، بناء على استجابة CDP الخاصة بهم.	الشركات والمدن والدول بقياس وإدارة المخاطر البيئية من خلال استبيانات تغير المناخ وإزالة الغابات والأمن المائي.	ثلث إجمالي أصول صناعة صناديق الاستثمار العالمية، أكثر من 15 تريليون يورو.	

Source : (Swinburne & Beardshaw, 2022, p. 16)

5.1. تصنيف MSCI:

تم تصميم تصنيفات MSCI ESG لقياس الخصائص البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) للشركات، مما يجعل من الممكن تصنيف أو فحص الأدوات الاستثمارية على مقياس تصنيف AAA إلى CCC. يقوم أيضا بترخيص مقاييس إضافية مصممة لتقديم رؤى عبر أبعاد متعددة، بما في ذلك البصمة الكربونية أو التعرض للمياه أو مخاطر الحوكمة. ويمكن استخدامها لمجموعة متنوعة من الأغراض، على سبيل المثال إذا كان المستثمر يسعى إلى مواءمة محفظته مع القيم التنظيمية أو تحديد الأثر الاجتماعي أو البيئي القابل للقياس والإبلاغ عنه (msci, 2024).

الجدول رقم 09: معايير تصنيف الاستدامة حسب MSCI

تقييم المخاطر	المدخلات	تغطية	النتيجة/التقييم
يحدد نموذج تصنيفات "إم إس سي آي" المخاطر البيئية والاجتماعية والحوكمة (أو "القضايا الرئيسية")، التي تعتبر أكثر أهمية بالنسبة إلى قطاع أو قطاع فرعي في GICS (معيار تصنيف الصناعة العالمي).	إفصاح الشركات والبيانات البديلة من وسائل الإعلام، الأكاديميات، المنظمات غير الحكومية، المصادر التنظيمية والحكومية لتكملة الإفصاحات والكشف عن رؤى إضافية.	أكثر من 14,000 جهة مصدرة للأسهم والدخل الثابت.	تصنيف إلكتروني يتراوح من AAA إلى.CCC

Source : (Swinburne & Beardshaw, 2022, p. 17)

6.1 تصنيف FTSE Russell:

تتيح نتائج وبيانات FTSE Russell الخاصة بالعوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) للمستثمرين فهم مدى تعرض الشركة للقضايا البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) وإدارتها بأبعاد متعددة.

تتكون نتائج (ESG) من نتيجة إجمالية تنقسم إلى الركائز الأساسية وتعرض المواضيع والنتائج. تم بناء الركائز والموضوعات على أكثر من 300 تقييم للمؤشرات الفردية التي يتم تطبيقها على الظروف الفريدة لكل شركة.(FTSE Russell, 2024) .

الجدول رقم 10: معايير تصنيف الاستدامة حسب FTSE Russell

تقييم المخاطر	المدخلات	تغطية	النتيجة/التقييم
تحدد تقييمات والبيانات البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) مدى تعرض الشركة للقضايا البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) وإدارتها بأبعاد متعددة.	تعتمد التقييمات البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات (ESG)على البيانات المتاحة للعامة. أكثر من 300 مؤشر،	أكثر من 7200 ورقة مالية في 47 سوقًا متقدمة وناشئة، تضم مكونات مؤشر All FTSE	يقيس تصنيف التعرض مدى ملاءمة الركيزة للشركة (من 0 = لا شيء، إلى 3 = مرتفع) ويقيس تصنيف

تتكون تقييمات الحوكمة البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) من تصنيف شامل ينقسم إلى الركيزة الأساسية والتعرضات والنتائج الموضوعية. تم بناء الركائز والموضوعات على أكثر من 300 تقييم للمؤشرات الفردية، ويتم تطبيقها على الظروف الفريدة لكل شركة.	كل موضوع من المواضيع الـ 14 التي تم تناولها يحتوي على 10 إلى 35 مؤشر. يتم تطبيق ما متوسطه 125 مؤشرا لكل شركة.	World، ومؤشر Share FTSE All، ومؤشر Russell 1000.	الدرجات جودة إدارة الشركة لقضايا الركيزة (من 0 = عدم الإفصاح، إلى 5 = أفضل الممارسات).

Source: (Swinburne & Beardshaw, 2022, p. 16)

7.1 تصنيف Institutional Shareholder Services (ISS)

مع تزايد طلب المستثمرين لدمج مجموعة واسعة من القضايا البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG)، توفر التصنيفات البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ISS) أبحاثا رائدة في الصناعة وبيانات تفصيلية مع مجموعة واسعة من خيارات التسليم. توفر التصنيفات البيئية، الاجتماعية والحوكمة للشركات والبلدان والسندات الخضراء للمستثمرين رؤية متعمقة لدمج الاستدامة بشكل فعال في قراراتهم الاستثمارية. تعتبر هذه الأبحاث مفيدة في مساعدة المستثمرين على تقليل المخاطر البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG)، والامتثال للمتطلبات التنظيمية ومتطلبات أصحاب المصلحة المتطورة واغتنام الفرص (iss, 2024).

الجدول رقم 11: معايير تصنيف الاستدامة حسب Institutional Shareholder Services (ISS)

تقييم المخاطر	المدخلات	تغطية	النتيجة/التقييم
تقدم ISS ESG أبحاثا وتقييمات تتعلق بالبيئية والمجتمع والحوكمة للشركات والدول، مما يمكن عملائها من تحديد المخاطر والفرص المادية والاجتماعية والحوكمة.	تعتمد ISS ESG بشكل عام على المعلومات المتاحة للجمهور لعروضها البحثية. وتشمل هذه المصادر إفصاحات الشركات، المصادر الإعلامية، وسائل التواصل الاجتماعي، المنظمات غير الحكومية وما بين الوكالات الحكومية.	تصنيفات الشركات البيئية والاجتماعية والحوكمة: 9,700 جهة إصدار. تصنيفات البلدان المعنية بالبيئية والمجتمع وحوكمة الشركات 670 : جهة إصدار سيادية من بينها 120 دولة. تصنيفات صندوق ESG: 2000 صندوق. مدير صندوق 25700 صندوق العروض والخلافات: 10,000 - 26,000 مصدر. المناخ: 25 ألف شركة.	تصنيف الحروف، يتراوح من A+/4.00 (أداء ممتاز) إلى-D /1.00 (أداء ضعيف).

Source : (Swinburne & Beardshaw, 2022, p. 17)

8.1 تصنيف Moody's

إن ESG View من Moody's عبارة عن منصة شاملة تستفيد من خبرة Moody الواسعة في الشؤون البيئية، الاجتماعية والحوكمة والمناخ وأكثر من قرن من الرؤى والخبرات والتحليلات الائتمانية الموثوقة لمساعدتك في تطوير رؤية متكاملة للمخاطر والفرص البيئية والاجتماعية والحوكمة على مستوى الشركة.

توفر هذه المنصة إمكانات لا مثيل لها، مما يسمح بمقارنة وقياس التعرض للمخاطر البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) وتأثيرها داخل القطاعات وعبرها، وفهم تأثير العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) على ملف تعريف مخاطر الشركة وإبلاغ أنشطة الإشراف والمشاركة. (moodys, 2023).

الجدول رقم 12: معايير تصنيف الاستدامة حسب Moody's

تقييم المخاطر	المدخلات	تغطية	النتيجة/التقييم
مدعومة بمنهجية مادية مزدوجة، تحصل على نتائج ESG وتقييمات الشركات الصغيرة والمتوسطة وكبيرة الحجم والحكومات السيادية وشبه السيادية.	البيانات التي تم الكشف عنها علنا من تقارير الشركات، بما في ذلك تقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات، الاستدامة، التقارير السنوية، قواعد السلوك المتاحة للجمهور والسياسات الداخلية. فضلا عن مجمع وسائل الإعلام.	درجات والتقييمات البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) لأكثر من 5000 شركة مدرجة و170 دولة سيادية. تم توفير النتائج البيئية والاجتماعية والحوكمة المتوقعة باستخدام نهج قائم على النماذج لأكثر من 140 مليون كيان. تقييمات في الوقت الفعلي لتعرض الشركة للخلافات البيئية، الاجتماعية والحوكمة وإدارتها لأكثر من 10000 شركة.	

Source : (Swinburne & Beardshaw, 2022, p. 17)

9.1 تصنيف Refinitiv:

يتم تصميم الدرجات الخاصة بالعوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) لقياس الأداء والالتزام والفعالية النسبي للشركة بشفافية وموضوعية عبر 10 موضوعات رئيسية، بناء على البيانات المتاحة للجمهور والقابلة للتدقيق. (lseg, 2023).

الجدول رقم 13: معايير تصنيف الاستدامة حسب Refinitiv

تقييم المخاطر	المدخلات	تغطية	النتيجة/التقييم
يتم قياس الأداء البيئي، الاجتماعي والحوكمة (ESG) لكل شركة عبر: البيئة (الانبعاثات، ابتكار المنتجات البيئية واستخدام الموارد)؛ الحوكمة (استراتيجية المسؤولية الاجتماعية للشركات، الإدارة، المساهمين والمجتمع)؛ الاجتماعية (حقوق الإنسان، مسؤولية المنتج والقوى العاملة). بالإضافة إلى درجة الجدل لإنتاج درجات ESGC.	تتضمن المقاييس البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) لأكثر من 500 نقطة بيانات ونسب وتحليلات تم جمعها وحسابها من خلال الإفصاح العام للشركة.	تغطي أكثر من 80% من القيمة السوقية العالمية وأكثر من 9000 شركة في 76 دولة.	متوفر في كل من النسب المئوية وتصنيف الحروف - A+ إلى -D. يتم تحديثها على أساس أسبوعي.

Source : (Swinburne & Beardshaw, 2022, p. 18)

10.1 تصنيف RepRisk:

شركة رائدة في علوم البيانات البيئية، الاجتماعية والحوكمة، RepRisk هي المزود الوحيد للأبحاث البيئية، الاجتماعية والحوكمة الذي يجمع بين التعلم الآلي والذكاء البشري لتحديد المخاطر البيئية، الاجتماعية والحوكمة (RepRisk)، خطوة كبيرة إلى الأمام في تمكين تخصيص رأس المال بشكل أكثر استدامة من خلال جعل

منهجيتها الخاصة بالبيانات البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) متاحة للجمهور على موقع "ريبريسك" (reprisk, 2021).

الجدول رقم 14: معايير تصنيف الاستدامة حسب RepRisk

تقييم المخاطر	المدخلات	تغطية	النتيجة/التقييم
يتضمن كل تقرير: 1. قسم البيانات الكمية: المقاييس التي ترصد مدى تعرض الشركة للمخاطر البيئية، الاجتماعية والحوكمة، على مدى فترة زمنية مدتها سنتان وعشر سنوات. - البصمة البيئية (التلوث، التأثيرات على النظم البيئية والمناظر الطبيعية، استخدام الموارد، قضايا النفايات وسوء معاملة الحيوانات). - الاجتماعية (العلاقات المجتمعية وعلاقات الموظفين). - الحوكمة (الفساد، أجور المسؤولين التنفيذيين، الاتصالات، الضرائب والتسعير) 2. قسم البحث النوعي: تفاصيل جميع حوادث المخاطر البيئية، الاجتماعية والحوكمة (الأخبار) المتعلقة بالشركة، منذ عام 2007 (إطلاق منصة المخاطر البيئية والاجتماعية والحوكمة).	نهج خارجي تجاه المخاطر البيئية، الاجتماعية والحوكمة، تحليل المعلومات من المصادر العامة وأصحاب المصلحة واستبعاد الإفصاحات الذاتية للشركة عن عمد.	أكثر من 180,000 شركة عامة وخاصة في جميع القطاعات والمناطق، بما في ذلك الأسواق الناشئة. 23 لغة عمل رئيسية لتحديد المخاطر على المستوى المحلي. بيانات يومية لحظية حول 101 من العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة.	تصنيفRepRisk هو تصنيف بالحروف من AAA إلى D-. يعد مؤشر RepRisk مقياسا لتعرض الشركة لمخاطر السمعة فيما يتعلق بالقضايا البيئية، الاجتماعية والحوكمة من 0- إلى 100. يحدد RepRisk UNGC Violator Flag الشركات ذات المخاطر العالية لانتهاك مبدأ الاتفاق العالمي للأمم المتحدة. مؤشر :RepRisk Violator مقياس مصمم خصيصا لإطار المخاطر البيئية، الاجتماعية والحوكمة لديك والسياسات الداخلية ورغبتك في المخاطرة.

Source : (Swinburne & Beardshaw, 2022, p. 18)

11.1 تصنيف Robeco SAM:

تشهد نتائج التصنيف السنوي لـ RobecoSAM على دمج سياسة المسؤولية الاجتماعية للشركات في استراتيجية المجموعة لمواصلة المساهمة الإيجابية في مواجهة التحديات البيئية، الاجتماعية، وإدراكا للدور الرئيسي الذي يجب أن يلعبه القطاع المصرفي في مكافحة ظاهرة الاحتباس الحراري، لذا فإن استراتيجيتها المناخية استباقية وشفافة. (Societe Generale , 2019, p. 01).

الجدول رقم 15: معايير تصنيف الاستدامة حسب Robeco SAM

تقييم المخاطر	المدخلات	تغطية	النتيجة/التقييم
يصنف الشركات ضد نظيراتها في الصناعة عبر مقاييس E، S وG.	تعمل منهجية Smart ESG على إزالة التحيزات التي تنتجها عادة الشركات ذات رأس المال الكبير مقابل الشركات ذات رأس المال الصغير في الإفصاح. وبدلا من ذلك، تحديد معايير الاستدامة الأكثر أهمية من الناحية المالية.	تقوم RobecoSAM بتقييم أكبر الشركات في العالم من خلال تقييم استدامة الشركات، والذي يستخدم منهجية متسقة قائمة على القواعد لتحويل 600 نقطة بيانات لكل شركة إلى درجة إجمالية واحدة.	نتائج أهداف التنمية المستدامة: درجات رقمية تتراوح من 3- إلى +3.

Source : (Swinburne & Beardshaw, 2022, p. 19)

12.1 تصنيف S&P:

تقيس نقاط S&P Global ESG أداء الشركة فيما يتعلق بالمخاطر والفرص والتأثيرات المادية المتعلقة بالبيئة، المجتمع والحوكمة وإدارتها بناء على مجموعة من إفصاحات الشركة وتحليل وسائل الإعلام وأصحاب المصلحة وأساليب النمذجة والمشاركة المتعمقة للشركة من خلال تقييم S&P Global لاستدامة الشركات (S&P Global, 2023).

الجدول رقم 16: معايير تصنيف الاستدامة حسب S&P

تقييم المخاطر	المدخلات	تغطية	النتيجة/التقييم
تجمع درجة ملف تعريف البيئة، المجتمع والحوكمة (ESG) بين تقييم تصنيفات S&P العالمية لثلاثة ملفات تعريف: البيئية (30%)، الاجتماعية (30%)، والحوكمة (40%). يشتمل كل تقييم للمعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG)على مدخلين: ملف تعريف البيئة البيئية والاجتماعية والحوكمة(ESG) ورأي الاستعداد.	تعتمد النتيجة على إجابات الشركة على تقييم استدامة الشركات العالمية(CSA) الخاص بـ S&P و/أو البيانات المتاحة للعامة. يعتمد التقييم على ما يقرب من 1000 نقطة بيانات.	تغطية لأكثر من 7300 شركة، تمثل 95% من القيمة السوقية العالمية.	يتم الجمع بين درجة ملف تعريف ESG الخاص بالشركة ورأي الاستعداد لإنتاج درجة تقييم ESG إجمالية نسبية على مقياس مكون من 100 نقطة.

Source : (Swinburne & Beardshaw, 2022, p. 19)

2. قياس أثر أداء العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG):

يعد قياس أثر الأداء البيئي، الاجتماعي والحوكمة (ESG) هو البعد الأخير المستخدم لتحديد فئات الاستثمار المتعلقة بالاستدامة. يشير قياس أداء (ESG) إلى قياس الأداء فيما يتعلق بمخاطر و/أو فرص استدامة محددة. يتم تنفيذ ذلك غالبا من خلال تقييمات (ESG) على سبيل المثال بمقاييس مثل AAA – CCC أو الدرجات الرقمية بين 0–100 (Busch, Pruessne, Oulton, Palinska, & Garrault, 2024, p. 7).

1.2 قياس تأثير العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة:

يشير قياس أداء التأثير إلى قياس التغيرات في العالم الحقيقي، يجب أن تشير قياسات التأثير هذه إلى تأثير الشركة، والذي يعرف بأنه "التغيير الذي تحققه أنشطة الشركة على المستوى الاجتماعي أو البيئي في الحالات التي ينوي فيها المستثمر توضيح التأثير الذي أحدثه، يجب الإشارة إلى التغيير في تأثيرات الشركة داخل الصندوق أو المحفظة الناجم فعليا عن أنشطة المستثمر.

من الناحية العملية، يعد مصطلح "**مساهمة المستثمر**" أكثر شيوعا من "**تأثير المستثمر**" ولهذا السبب نستخدم مساهمة المستثمر. تعرف مساهمة المستثمر على أنها "المساهمة التي يقدمها المستثمر لتمكين المؤسسات (أو مديري الاستثمار الوسطاء) من تحقيق التأثير، هذا التعريف مشترك بين العديد من الجهات الفاعلة وأصحاب المصلحة المهمين في مجال التأثير.

تشمل قياسات الأثر قياس التغيرات في النتائج البيئية والاجتماعية (إما بشكل مباشر أو من خلال تقييم الوكلاء المعتمدين) وما إذا كانت الشركة و/أو المستثمر قد ساهم في هذا التغيير. تقدم العديد من وكالات الأبحاث البيئية والاجتماعية والحوكمة تصنيفات أهداف التنمية المستدامة التي تهدف إلى قياس التأثيرات الإيجابية والسلبية التي تولدها الشركات من خلال الخدمات والمنتجات والممارسات والعمليات التجارية، ويقدم تصنيف الاتحاد الأوروبي مثالا آخر لإطار يساعد في قياس تأثير الأنشطة الاقتصادية الملموسة للأصول أو الشركات. ويمكن استخدامه أيضا لرسم مسار الشركة المستثمر فيها نحو تحقيق هدف بيئي (Busch, Pruessne, Oulton, Palinska, & Garrault, 2024, p. 7) ، ومع ذلك فهي ليست أداة لقياس مساهمة المستثمرين، وهذا يتطلب المزيد من المعلومات حول أنشطة المستثمر.

2.2 فهم دوافع المستثمرين:

يبحث المستثمرون المؤسسيون بشكل متزايد عن طرق لمراعاة المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) في عملية صنع القرار الاستثماري. وغالبا ما يسعى المستثمرون المؤسسيون إلى تحقيق أهداف مختلفة عند معالجة القضايا البيئية والاجتماعية العالمية، بما في ذلك تعزيز العائدات طويلة الأجل، توليد تأثير مجتمعي إيجابي و/أو مواءمة استثماراتهم مع معتقداتهم (Kumar, Menou, Doole, & Nishikawa, 2017, p. 6):

التكامل: هناك أبحاث متزايدة فيما يتعلق بالأهمية النسبية لـ (ESG) على وجه الخصوص عند التركيز على القضايا ذات الصلة بالصناعة. ويستخدم المستثمرون بشكل متزايد عوامل (ESG) كوسيلة لتقليل المخاطر طويلة المدى و/أو لتحقيق أداء مالي متفوق على المدى الطويل.

القيم: قد يقرر بعض المستثمرين النظر في قضايا (ESG) كوسيلة لمواءمة استثماراتهم مع معتقداتهم الأخلاقية أو السياسية. وعادة ما يستخدمون أساليب إقصائية تستبعد الأنشطة المثيرة للجدل مثل التبغ أو الأسلحة أو الكحول أو المقامرة من عالمهم الاستثماري.

التأثير: يساهم المستثمرون بشكل متزايد في أهداف التنمية المستدامة للأمم المتحدة ويحدثون تأثيرا إيجابيا من خلال استثماراتهم، وقد يقررون توجيه رأس المال نحو الشركات التي يمكنها تقديم حلول للتحديات البيئية والاجتماعية وإحداث تأثير إيجابي قابل للقياس/القياس الكمي إلى جانب العوائد المالية.

الشكل رقم 10: دوافع المستثمرين



Source : (Kumar, Menou, Doole, & Nishikawa, 2017, p. 6)

ونتيجة لذلك، قد تكون هناك قيمة متزايدة للمستثمرين المؤسسيين ليس فقط في فهم تعرضهم للرياح المعاكسة والرياح المواتية لـ (ESG)، ولكن أيضا في قياس كيفية قيام شركات المحافظ بوضع نفسها بشكل استراتيجي للابتكار أو التكيف أو رؤية نموذج أعمالها ينقرض. نظرا لأن المبادئ التوجيهية للاستثمار في (ESG) أصبحت أكثر شيوعا بين مالكي الأصول بشكل عام، ومع استمرار الكثيرين في بناء القدرات في مجال المشاركة وإدارة المخاطر، فقد شهد مجموعة صغيرة ولكن متنامية من المستثمرين المؤسسيين يركزون على المدى الطويل من خلال اعتماد استراتيجيات الاستثمار التي تبني بشكل واضح رؤيتهم الشاملة للمستقبل في عالم استثماري واسع ومتنوع.

قد يمنع الأداء الضعيف من حيث(ESG) تمويل المشروع أو يؤثر على رغبة المقرضين في تقديم الإقراض، من ناحية أخرى سيزيد الأداء الممتاز في عوامل(ESG) من دافع المقرضين لترتيب تمويل المشروع. علاوة على ذلك، سيؤثر الأداء الضعيف في عوامل(ESG) سلبا على تقييم المقرض للمخاطر ويمكن استخدامه كرافعة في التفاوض على أقساط مخاطر أعلى. (Spitz, Trudinger, & Orr, 2022, p. 64).

3.2 قياس المستوى المقبول للتعرض لمخاطر الأرباح:

يعد التحليل الإحصائي للتدفقات النقدية التاريخية أو تقلبات الأرباح هو الخيار الأبسط لتقييم الكمية الإجمالية لمخاطر الأرباح، فمن الممكن استخلاص الانحراف المعياري أو معاملات الاختلاف لصافي الأرباح. ومع

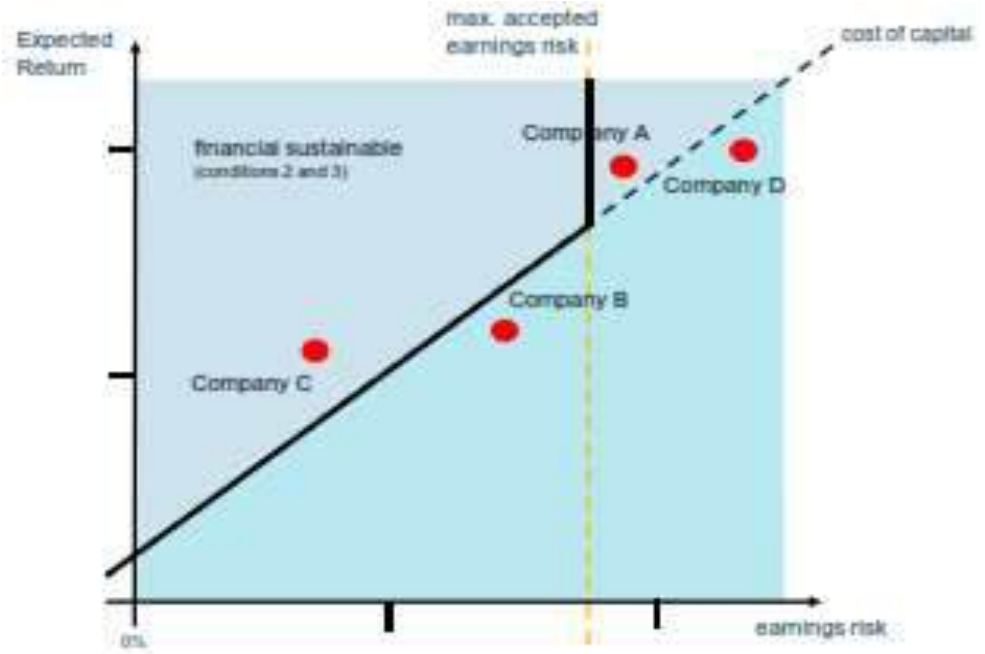
ذلك فإن مخاطر الأرباح المستقبلية تعتبر حاسمة عند تقييم الاستدامة المالية، فلا يمكن استخلاص مخاطر العائد على الأرباح المستقبلية إلا من مخاطر الأرباح التاريخية إذا افترض أن الماضي يمثل المستقبل بشكل مباشر لكي نعتبر الشركة مستدامة ماليا بدقة، يجب أن تكون مخاطر الأرباح أقل من المتوسط.

لتقييم مخاطر الأرباح يمكن إجراء تحليل وتجميع المخاطر من خلال محاكاة **مونت كارلو**، كما هو موضح في الشكل (11) وعلى هذا النحو فإن المعيارين الثاني والثالث للاستدامة المالية مرتبطان من الناحية الموضوعية، كما هو موضح أدناه.

يتطلب تجميع المخاطر في سياق التخطيط المؤسسي استخدام محاكاة مونت كارلو، ومن خلال تجميع المخاطر المتعلقة بالتخطيط المؤسسي يتم عرض مجموعة من الاتجاهات للتدفق النقدي المستقبلي والأرباح والسيولة. بمعنى آخر، يعرض هذا موثوقية التخطيط ونطاق الانحرافات السلبية المحتملة عن الخطة .بالإضافة إلى احتمالية الإعسار. يسمح تجميع المخاطر باشتقاق القيم المتوقعة للتدفقات النقدية وصافي الأرباح ومقاييس مختلفة لمخاطر الأرباح، وبالتالي فإن الشرط الثالث للاستدامة المالية وهو مستوى مقبول من التعرض لمخاطر الأرباح، يمكن تفعيله إذا تم تحديد عتبة لمقياس المخاطر المختار (على سبيل المثال، متوسط مخاطر الأرباح للشركات الأخرى).

وتجدر الإشارة إلى أن مقاييس مخاطر الأرباح، مثل معامل الاختلاف، ليس لها علاقة بإمكانية تغطية المخاطر، أي مستوى حقوق الملكية والسيولة. وسيكون من الممكن تفعيل بديل ولكن يمكن تصوره للشرط الثالث للاستدامة المالية مع النظر في إمكانية تغطية المخاطر. تتضمن أساليب ذلك القدرة على تحمل المخاطر وأساليب تحمل المخاطر (Gleißner, Günther, & Walkshäusl, 2022, p. 487).

الشكل رقم 11: ملامح المخاطر والعائد والاستدامة المالية



Source: (Gleißner, Günther, & Walkshäusl, 2022, p. 488)

تشكل طرق القدرة على تحمل المخاطر وتحمل المخاطر مزيدا من التطوير والتطبيق لنماذج تجميع المخاطر اللازمة للامتثال للمتطلبات القانونية للوائح القانونية، وهي تسمح باستخدام شخصية رئيسية مناسبة لإدارة العلاقة بين النطاق العام للتعرض للمخاطر وإمكانية تغطية المخاطر، وكذلك لتقييم المساحة الحالية التي يمكن المناورة فيها عند إعداد قرارات العمل الرئيسية. وعلى نحو غير مباشر، فإن أساليب القدرة على تحمل المخاطر تمكن من قياس المعيار الثالث للاستدامة المالية، أو على وجه التحديد المستوى الإجمالي المقبول للتعرض للمخاطر من خلال الأساليب التالية: (Gleißner, Günther, & Walkshäusl, 2022, p. 488)

A: تقيس القدرة على تحمل المخاطر المسافة بين الوضع الراهن لتعرض الشركة للمخاطر والنقطة التي تبدأ عندها المخاطر في تهديد وجود الشركة؛

B: يقيس تحمل المخاطر المسافة بين الوضع الراهن والمتطلبات الأكثر تطلبا المتمثلة في الحد الأدنى من التصنيف الذي تطمح إليه الشركة. هناك حاجة إضافية لقياس احتمالية عدم تحقيق الحد الأدنى المطلوب من التصنيف، مما يتطلب محاكاة مونت كارلو لتجميع المخاطر.

C: الرغبة في المخاطرة هي المدى الذي تعتبر فيه الانحرافات المحتملة (السلبية) عن الخطة (على سبيل المثال، من الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك أو صافي الدخل) مقبولة في سياق الأعمال العادي لأنها لا تتطلب تحذيرا من الأرباح أو تخفيض الأرباح. ويمكن التعبير عن الرغبة في المخاطرة من خلال حد أعلى للمدى المقبول لمخاطر الأرباح (على سبيل المثال، معامل الاختلاف في الأرباح، أي العلاقة بين الانحراف المعياري والقيمة المتوقعة). وهذا يتوافق مع تفعيل التعرض الشامل للمخاطر، كما هو موضح سابقا، دون الرجوع إلى إمكانية تغطية المخاطر.

وبدلا من ذلك يمكن أيضا التعبير عن الرغبة في المخاطرة من الناحية النسبية كدخل إضافي من الشركة لكل وحدة من المخاطر الإضافية (يتم قياسها بواسطة مقياس المخاطر المختار). في الشكل أعلاه يتوافق هذا مع الخط القطري الذي يشير إلى عوائد متوقعة أعلى مع مخاطر أعلى، ومن حيث المبدأ فإن هذا النهج البديل لتقبل المخاطرة يسمح بمخاطر عالية إذا كانت تقابلها عوائد كافية. ولذلك فمن غير المناسب تفعيل القيود المطلقة على النطاق الإجمالي للتعرض لمخاطر الأرباح، ولكنه يتوافق مع متطلبات ملف تعريف المخاطر والعائد الجذاب لأصحاب الشركة.

4.2 أداء المحفظة البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG)

في اختبار حدود كفاءة ماركويتز، لوحظ أنه اعتمادا على المؤشرات البيئية، الاجتماعية والحوكمة الذي تم تحليله، يختلف الأداء المعدل للمخاطر على وجه الخصوص، يظهر تحليل المخاطر تقلبات متفاوتة، ولكن الحد الأقصى للسحب أقل لمؤشرات (ESG).

تؤكد بعض الأبحاث أن الأصول البيئية، الاجتماعية والحوكمة توفر عائدا غير طبيعي بينما تعمل في نفس الوقت على تقليل التقلبات الأساسية، ولذلك تم اتخاذ خطوات لحساب حدود ماركويتز الفعالة. بما في ذلك المؤشرات البيئية، الاجتماعية والحوكمة والمؤشرات غير البيئية، الاجتماعية والحوكمة من خلال مقدم الخدمة MSCI مثلا، لتقييم ما إذا كانت معايير الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات تؤثر على الأداء المعدل حسب المخاطر.

يتم تحليل إجمالي عشرين مؤشرا، اثني عشر منها مؤشرات (ESG) لتقييم العوائد والعوائد المعدلة حسب المخاطر. مع الأخذ في الاعتبار نسبة شارب لاختيار أفضل أداء. تقيس نسبة شارب العائد المعدل حسب المخاطر من خلال المعادلة: (**العائد المتوقع للمحفظة – معدل العائد الخالي من المخاطر**)/(**الانحراف المعياري لعائد المحفظة**). يتم حساب الحد الأدنى لمحفظة التباين واختيار الحدود الفعالة للأصول الخطرة. ثم تحليل الحد الأقصى للسحب لفهم كيف تنعكس مخاطر الأسفل، والتي قد لا يتم التقاطها عن طريق التقلب، في هذه المؤشرات المختلفة

تستخدم مخاطر السحب على نطاق واسع كمؤشر لمخاطر الأسفل خلال فترة زمنية محددة، مما يساعد على فهم مخاطر الجانب السلبي في حالة الظروف القاسية. ويتم حسابه من خلال مقارنة قيمة العائد التراكمي مع الذروة السابقة التي تمثل الحد الأقصى للعائد التراكمي، خلال فترة زمنية محددة مسبقا. ويشير أحد الأمثلة على السحب الشديد إلى مؤشر ستاندرد آند بورز 500، الذي انخفض بنحو 48٪ في عام 2008، خلال الأزمة المالية.

الجدول رقم 17: كيفية حساب نسبة المخاطر المعدلة

المعادلة	الوصف	نسبة المخاطر المعدلة
$(R(p)-R(f))/\sigma(ep)$	متوسط العائد الزائد للمحفظة خلال فترة العينة بالانحراف المعياري للعوائد خلال تلك الفترة	نسبة شارب
$Alpha=R(p)-[R(f)+\beta*(R(m)-R(f))+\beta*SMB+\beta*HML+\beta*RMW+\beta*CMA+\epsilon]$	العائد الزائد للاستثمار مقارنة بعائد المؤشر القياسي، في ضوء عوامل الخطر فاما وفرانش.	ألفا جونسون
$(R(p)-R(f))/\beta(p)$	متوسط العائد الزائد للمحفظة خلال فترة العينة، مقسومًا على المخاطر المنهجية خلال تلك الفترة.	نسبة ترينور
Excess Return/Tracking error (p)	عوائد المحفظة مقارنة بعوائد المعيار القياسي مقارنة بتقلب تلك العائدات مقارنة بالمؤشر الأساسي.	نسبة المعلومات

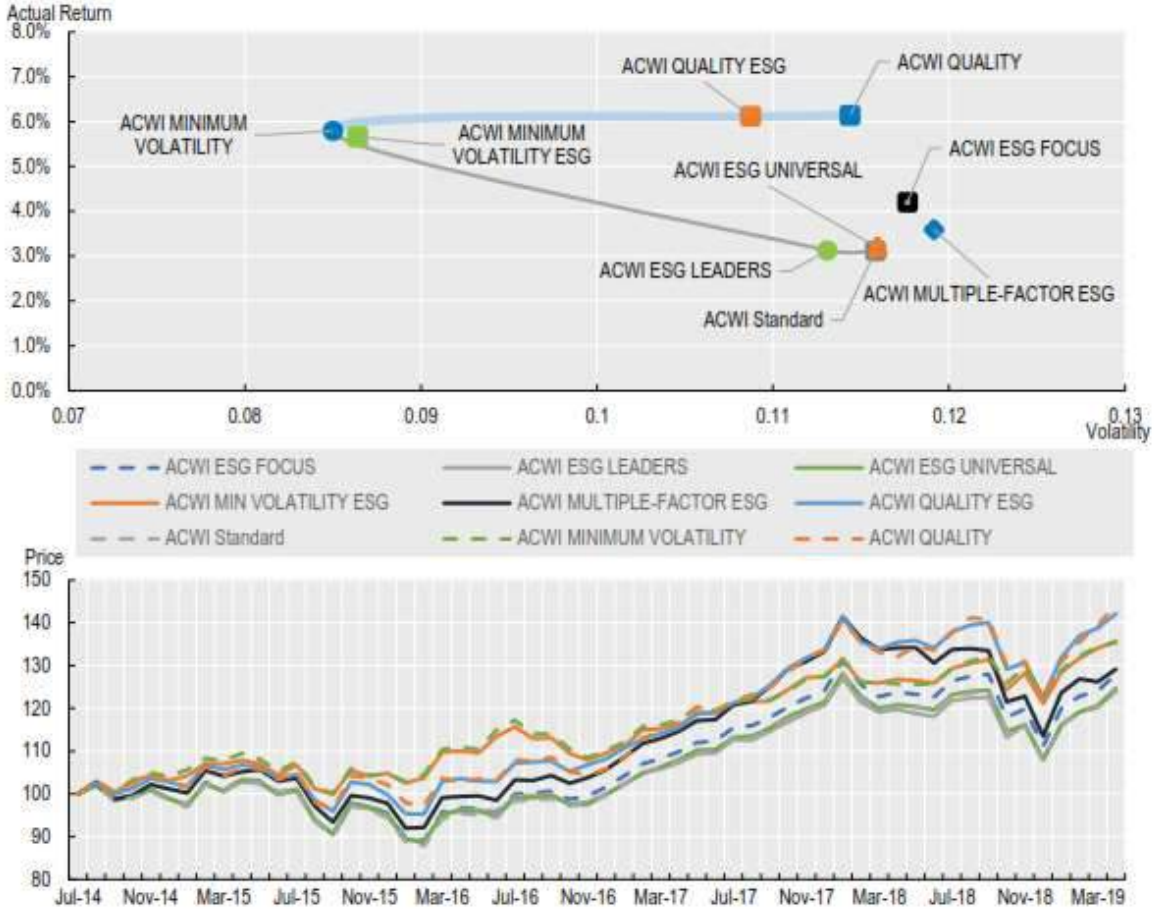
Source : (Bofo & Patalano, 2020, p. 52)

بالنسبة للمؤشرات البيئية، الاجتماعية والحوكمة، سجلت انخفاضا في مخاطر السحب بشكل عام، وهو ما يمكن رؤيته أيضا خلال أزمة جائحة كوفيد-19. أثار الإغلاق سلسلة من الانخفاضات لمعظم المؤشرات الرئيسية، وكان هذا صحيحا حتى بالنسبة للمؤشرات البيئية، الاجتماعية والحوكمة، على الرغم من أنه بدرجة أقل أظهر مخاطر سحب أقل ومرونة أعلى.

عند تطبيق أساليب الاستثمار التي تحد من تنويع محفظة المستثمرين، ينبغي للمرء أن يأخذ في الاعتبار أن ذلك ينطوي على مخاطر التركيز. وهذا يعني أنه وفقا لمنهجية مؤشر الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات (ESG) المعتمد، يمكن استبعاد بعض القطاعات أو الشركات التي تمثل ذلك القطاع من المنتج. يمكن أن يكون لهذا تأثيرات مختلفة على مخاطر تلك الأصول. يمكن أن يؤدي السيناريو الأول إلى تقلبات أقل، إذا كان القطاع أكثر تقلبا بشكل عام، ولكن إلى سحب أعلى – أو أقل – في المستقبل. ويعتمد هذا في الواقع على كيفية تطور الصناعة التي تمت إزالتها من المؤشر على سبيل المثال: إذا تمت إزالة الشركات المعتمدة بشكل كبير على الكربون من المؤشر فقد يؤدي ذلك إلى زيادة التقلبات على المدى القصير، ولكن إذا شهدت تلك الصناعات انخفاضا في المستقبل، فقد يؤدي ذلك إلى تجنب مخاطر السحب المحتملة. (Bofo & Patalano, 2020, p. 45)

وفي هذا الصدد تناولت أبحاث أخرى نظرية المحفظة الحديثة لفهم كيفية تكامل الاستدامة، لا يوجد دليل حالي على زيادة أو نقص أداء الصناديق المستدامة حيث أن الأبحاث المختلفة توفر نتائج متنوعة. تناول صندوق النقد الدولي في تقريره عن الاستقرار المالي العالمي (2019) التمويل المستدام، ومن بين التحليلات الأخرى يركز أحد التحليلات على بناء حدود فعالة للأموال المستدامة وغير المستدامة. وتشير النظرية إلى أن تقييد عالم الاستثمار يمكن أن يقلل من التنويع وبالتالي يؤدي إلى ضعف الأداء. ويعكس تحليل صندوق النقد الدولي أن الفحص الاستبعادي يزيد من التقلبات، لكن الأداء العام للصناديق المستدامة والتقليدية يظل قابلا للمقارنة. تتناقض النتائج مع تلك التي توصل إليها [Gasser, Rammerstorfer and Weinmayer, 2016[21])، الذين أعادوا النظر في نظرية ماركويتز واقترحوا نسخة معدلة لدمج مقياس المسؤولية الاجتماعية في طريقة اتخاذ القرار الاستثماري. ومن خلال التحليل التجريبي يظهرون أن المستثمرين الذين يختارون تعظيم التأثير الاجتماعي لاستراتيجيتهم يواجهون انخفاضا ملحوظا إحصائيا في العائد المتوقع.

الشكل رقم 12: الحد الأدنى للتباين ومؤشر الأسعار التابع لـ MSCI بقيمة أساسية 100: (2014–2019)



Source : (Bofo & Patalano, 2020, p. 46)

تم تحليل ما مجموعه تسعة مؤشرات MSCI، 6 منها مؤشرات (ESG)، لتقييم العوائد والعوائد المعدلة حسب المخاطر. تشمل مؤشرات ACWI الاقتصادات المتقدمة والناشئة. تأخذ هذه المؤشرات بعين الاعتبار على الرغم من أنها مبنية باستخدام منهجيات مختلفة ومع وضع أهداف مختلفة في الاعتبار من حيث الاستدامة وإدارة المخاطر.

يتم حساب الحد الأدنى لمحفظة التباين واختيار الحدود الفعالة للأصول الخطرة، تظهر النتائج أن المؤشرات البيئية والاجتماعية والحوكمة المختلفة لها مخاطر وأداء متفاوت اعتمادا على كيفية بنائها. على سبيل المثال: يحقق الحد الأدنى من التقلبات ACWI أفضل نسبة شارب، وأداء أفضل قليلا من نظيره البيئي، الاجتماعي والحوكمة (ESG)، على الرغم من أن الأخير لديه مخاطر سحب أقل (-7.83٪ مقابل -8.56٪)، مع كون ذلك صحيحا بالنسبة لمعظم مؤشرات (ESG). على سبيل المثال، تعمل معايير الجودة البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ACWI) على تقليل تقلبات المؤشر مع الحفاظ على نفس العائد. وعند النظر إلى المؤشرات الأخرى، يتم التعامل معها على أنها غير فعالة وفقا لحدود الكفاءة. قد يكون هذا بسبب الطبيعة المختلفة للمؤشرات التي تم تحليلها وحقيقة أنها يتم التعامل معها كأصول فردية عندما لا تكون كذلك (Bofo & Patalano, 2020, p. 46) .

3. تحديات الاستثمار البيئي، الاجتماعي والحوكمة:

إن التبني والتطبيق المتزايد لهذه الأنواع من معايير الاستثمار يخفي بعض التحديات الأساسية، وعلى الرغم من النمو السريع لصناديق (ESG). (K. Merker & W. Peck, 2019, p. 123). فإنه لا يزال هناك عدة عقبات رئيسية أمام استمرار ظهور الاستثمار في (ESG). يمكن أن تمنع العملاء من تبني الاستثمار البيئي، الاجتماعي والحوكمة هي (Loughlin, 2023) :

1.3 الخوف: إن الخوف يمكن أن يكون حافزا كبيرا. غالبا ما يشجع الخوف على إجراء التغييرات الجذرية اللازمة لمعالجة حالة الطوارئ المناخية.

ومع ذلك في مواجهة الاستثمار في الاعتبارات البيئية، الاجتماعية والحوكمة، يمكن أن يكون الخوف أيضا بمثابة مثبط. يشعر الكثير من المستثمرين بالقلق بشأن وجود تعارض بين العائدات وتبني المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة. إنهم يشعرون بالقلق من تعرض العائدات للخطر لصالح الاستدامة.

وبدلا من ذلك سوف يتعرضون للخطر بسبب الصراع بين العوامل الاجتماعية والبيئية، ومع ذلك هذه فكرة خاطئة، إن الاعتقاد بأن دمج القيم البيئية، الاجتماعية والحوكمة في عملية صنع القرار لدى المستثمرين يعرض الدخل للخطر. في الواقع لا يوجد تضارب واضح في المصالح بين E و S و G على المدى الطويل، لذا فإن الشركات التي تتصرف بشكل مسؤول أو مستدام إلى حد ما، والتي ليس لديها ممارسات مسؤولة مطبقة وتخضع لإدارة سيئة، ستكون أكثر عرضة للخطر.

2.3 الغسل الأخضر: التهديد أو التحدي الكبير الآخر هو الممارسة غير الأخلاقية المتمثلة في الغسل الأخضر، تخفي هذه الأنواع من التكتيكات قيمة المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة وتمنعها من إحداث تأثير كامل. ويلعب تحليل المقاييس المضلل دورا هنا أيضا لأنه يجعل من الصعب جدا على المستشارين والمستثمرين فهم التصنيفات البيئية، الاجتماعية والحوكمة. في نهاية المطاف، لا ينبغي أبدا أن يحاول تصنيف واحد قائم على البيانات البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) أن يكون كل شيء في وقت واحد، ولا يمكن أن يكون كذلك على الإطلاق. على أقل تقدير، يجب أن يكون هناك تصنيفين متميزين. وينبغي أن يكون أحد هذين التصنيفين لعوامله الخارجية السلبية، في حين ينبغي أن يعكس الآخر التأثير الإيجابي للمؤسسة.

على سبيل المثال، يمكن لتصنيف (ESG) تقييم الآثار السلبية للأعمال التجارية بينما يمكن للنظام الآخر تقييم الآثار الإيجابية للأنشطة التجارية. الإطار الذي يمكن استخدامه هنا هو أهداف التنمية المستدامة للأمم المتحدة (SDGs). ستساعد هذه الأهداف الشركات على تحديد المجالات التي يجب أن نركز عليها كمجتمع ودفع الابتكار بالمنتجات والخدمات التي تعالج أزمة المناخ.

3.3 ضغط المستهلك وتنظيمه: هناك مجال كبير لمزيد من الدقة للسماح بإعداد التقارير وتحليل المقاييس بشكل أفضل وأكثر شفافية، لذا لا يزال يتعين الإعتراف بضغوط المستهلك الموجودة واللوائح الحالية. هناك ضغوط على

جانب المستهلك والجانب التنظيمي، مع هذا يبدو من المعقول توقع ظهور سلوكيات المنظمة بشكل أساسي من خلال وسائل التواصل الاجتماعي والإفصاح. وهذا ما يشجع المستثمرين على شراء منتجاتهم والاستفادة من خدماتهم أو الذهاب إلى مكان آخر، فالتعامل مع أزمة تكلفة المعيشة حاليا أمر لن يختفي القريب العاجل.

وهذا هو أحد التحديات التي ركزت عليها الهيئة الحكومية الدولية المعنية بتغير المناخ مؤخرا بالإضافة إلى ما وصلت إليه حالة الطوارئ المناخية. يعد نوع الضغط الذي يتعامل معه المستهلكون حاليا بمثابة مثبط كبير للمعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة. وبسبب هذا التحول في الرفاهية، فإن إعطاء الأولوية للعناصر الاجتماعية أمر ضروري قبل النظر في الاهتمام بالبيئة. يبقى التحدي والسؤال دائما ما إذا كان المستهلكون سيتخذون القرار الأكثر مسؤولية أو استدامة (Loughlin, 2023) .

III. صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة المستدامة (ETFs ESG)

شهد الاستثمار المستدام اهتماما متزايدا من المستثمرين الأفراد والمؤسسات، مدفوعا بالوعي المتزايد بالقضايا العالمية، التحولات التنظيمية والأدلة المتزايدة على العلاقة الإيجابية بين العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة والأداء المالي. ونتيجة لذلك، نمت الأصول الخاضعة للإدارة في الاستثمارات المستدامة بسرعة، مع قيام المزيد من الشركات وصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة بدمج معايير الاستدامة في استراتيجياتها.

تعد "الاستدامة" و"الاستثمار المستدام" من بين أحدث الكلمات الطنانة في صناعة الصناديق المتداولة في البورصة (ETFs). تلبي هذه الصناديق احتياجات الأشخاص الذين يريدون التأكد من استثمار أموالهم في شركات ملتزمة بالوعي البيئي، الاجتماعي والحوكمة.

1. مفهوم صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة المستدامة (ETFs ESG):

تعد صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة ذات التوجه البيئي، الاجتماعي والحوكمة (ESG) مجموعة فرعية من صناديق الاستثمار المستدامة، حيث يستجيب مقدمو صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة بشكل متزايد للطلب على المنتجات الموجهة نحو الاستدامة، مع التركيز بشكل خاص على الأداء البيئي، الاجتماعي والحوكمة (UNCTAD, 2021, p. 6).

صندوق الاستثمار المتداول في البورصة (ESG) هو صندوق استثمار مدرج يتتبع مؤشرا يتكون حصريا من أسهم الشركات التي تستوفي معايير (ESG) البيئية، الاجتماعية والحوكمة وفقا لمنهجية اختيار محددة (Goodvest, 2021).

صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة المستدامة هي صناديق متداولة في البورصة تستثمر في مجموعة من الشركات التي تقود الطريق في مجال الاستدامة، مع الالتزام أيضا بمعايير (ESG) الصارمة. تستثمر صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة هذه عادة في الشركات التي أظهرت التزاما بالحد من بصمتها الكربونية وتعزيز التنوع

والشمول، واتباع الممارسات التجارية الأخلاقية. بالإضافة إلى ذلك، تقوم صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة المستدامة أيضا بفحص الشركات التي تشارك في ممارسات مثيرة للجدل، مثل إنتاج الوقود الأحفوري أو تصنيع منتجات التبغ. (Thune, 2024).

إذن صندوق الاستثمار المتداول في البورصة (ESG) هو صندوق استثمار مدرج يتتبع مؤشرا يتكون حصريا من أسهم الشركات التي تستوفي معايير (ESG) (البيئية، الاجتماعية والحوكمة) وفقا لمنهجية اختيار محددة.

2. صعود صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة ذات المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة

نما سوق الصناديق المتداولة في البورصة (ESG) بشكل كبير في السنوات الأخيرة، مما اجتذب المستثمرين الذين يرغبون في مواءمة أموالهم مع الفرص التي تتوافق مع قيمهم ومعتقداتهم الأساسية. إن الاتجاه نحو الاستثمار في المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة كان مفضلا منذ فترة طويلة في أوروبا، وهو الآن آخذ في الارتفاع بين المستثمرين الأمريكيين، ويرجع ذلك إلى حد كبير إلى التأثير المتزايد للمستثمرين (Rothwell, 2019) .

1.2 صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ESG)

مع احتضان سوق الصناديق العالمية بشكل متزايد للاعتبارات البيئية، الاجتماعية والحوكمة، قفز عدد صناديق الاستثمار المتداولة البيئية، الاجتماعية والحوكمة من 39 في ديسمبر 2009 إلى 221 في يونيو 2019 (الشكل 13). وقد تسارع نموها منذ عام 2015، مع زيادة صافية قدرها 153 صندوقا متداولا متعلقا بالبيئية، المجتمع والحوكمة في أقل من أربع سنوات (أي ما يعادل 70 في المائة من جميع صناديق الاستثمار المتداولة المعنية بالمعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة). ارتفع العدد العالمي لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ESG) 47.5% في المائة في عام 2018 مما يجعل عام 2018 هو العام الخامس على التوالي الذي ينمو فيه عدد صناديق الاستثمار المتداولة ذات المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة بمعدل أعلى من صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة غير البيئية، الاجتماعية والحوكمة (UNCTAD, 2020, p. 10).

وبالمثل نمت الأصول المدارة لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة ذات المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة بشكل ملحوظ، بمعدل نمو سنوي مركب قدره 15.8 في المائة منذ عام 2009 (الشكل 13). ومن عام 2015 إلى يونيو 2019 تضاعفت الأصول المدارة أربع مرات، حيث ارتفعت من 6 مليار دولار أمريكي إلى 25 مليار دولار أمريكي. ويمكن تفسير ذلك بشكل أساسي من خلال صافي التدفقات الإيجابية الكبيرة (صافي الاستثمار) خلال تلك السنوات.

هناك سببان وراء "الانفجار" في عدد صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة التي تراعي البيئة، المجتمع والحوكمة والزيادة في أصولها الخاضعة للإدارة، **أولا**: سنت بلدان مختلفة لوائح "أكثر ذكاء" (طوعية أو إلزامية) تهدف إلى تعزيز ممارسات استثمار أكثر استدامة. على سبيل المثال ارتفع عدد البورصات التي تتطلب الإفصاح عن المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة من 2 فقط في عام 2009 إلى 24 في عام 2019. **ثانيا**: يرى العديد من المستثمرين بشكل متزايد التزام أدوات الاستثمار معايير الاستدامة باعتبارها أمرا ضروريا.

الشكل رقم 13: عدد صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة ذات الحوكمة البيئية والاجتماعية والحوكمة في جميع أنحاء العالم والأصول الخاضعة للإدارة (AUM)، 2009–2019



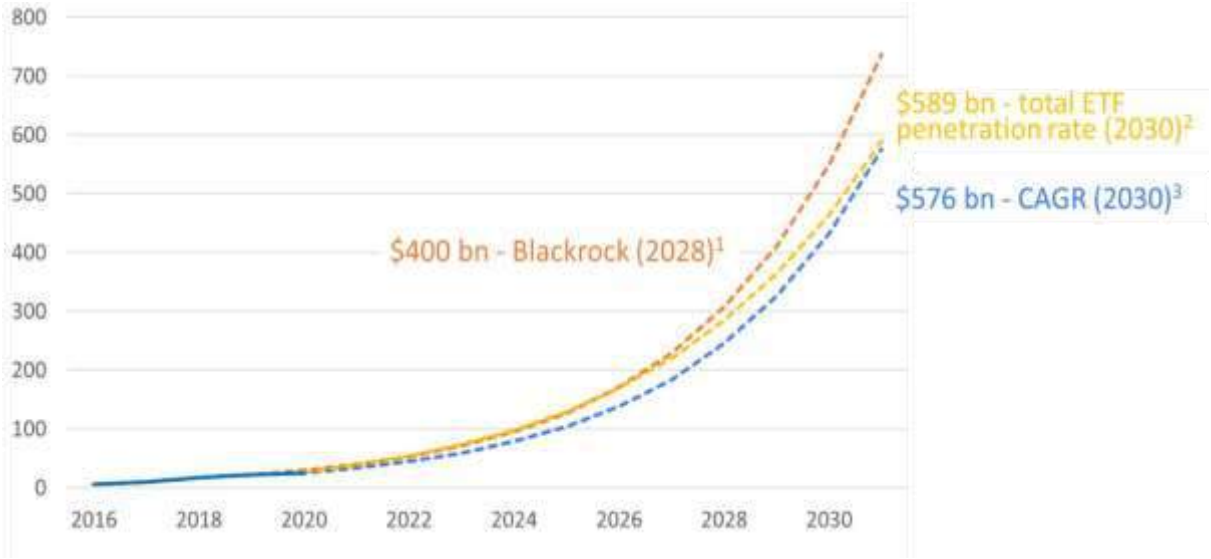
المصدر: (UNCTAD, 2020, p. 11)

وقد تم دعم الاتجاه الصعودي في صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ESG) أيضا من خلال عدة عوامل أخرى **أولا**: بدأت قاعدة متزايدة الاتساع من المستثمرين في التركيز على نطاق أوسع من المخاطر الطويلة الأجل، مما أدى إلى زيادة الوعي حول الاستثمار المستدام. **ثانيا**: هناك أدلة متزايدة تثبت عدم وجود عقوبة منهجية على الأداء للاستثمار المستدام. **ثالثا**: ساهم تحسين توافر البيانات البيئية، الاجتماعية والحوكمة والتحسينات التكنولوجية على مدى العقد الماضي في تعزيز الشفافية في السوق. **وأخيرا**: تم دعم هذا الاتجاه من خلال استجابة مقدمي المؤشرات والصناديق للمستوى المتزايد من الطلب على الاستثمار المستدام والاستثمار السلبي.

2.2 آفاق ESG ETF

ومن المتوقع أن يستمر نمو سوق الاستثمار المستدام، مدفوعا بعدة عوامل بما في ذلك التغيرات في قيم المستثمرين وسلوكهم، وتأثير التنظيم والمعايير، وخفض التكاليف والأداء المالي الثابت. من المرجح أن تكون صناديق الاستثمار المتداولة (ESG) عنصرا قويا في هذا النمو.

الشكل رقم 14: النمو المتوقع لصناديق الاستثمار المتداولة ذات المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة 2019–2030 (مليارات الدولارات)



المصدر: (UNCTAD, 2020, p. 14)

يوضح الشكل 14 ثلاثة سيناريوهات محتملة للنمو المتوقع لأصول صناديق الاستثمار المتداولة (ESG) من الآن وحتى عام 2030. وتشير جميعها إلى أن سوق صناديق الاستثمار المتداولة (ESG) يتجاوز 500 مليار دولار بحلول عام 2030. ونظرا للزخم في مجال الاستثمار المستدام، إلى جانب التغييرات التنظيمية والسلوكية السريعة، من الممكن أن تواجه المنتجات البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) نقطة تحول، حيث سيتم تسعير المنتجات غير المتوافقة مع معايير البيئية، المجتمع والحوكمة (ESG) بأقل من قيمتها الحقيقية لتأخذ في الاعتبار عواملها الخارجية السلبية، وسوف ينمو السوق الذي يتبنى المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة بشكل أسرع من التوقعات. تشير بعض التقديرات إلى أنه في أوروبا على سبيل المثال، سيركز واحد من كل ثلاثة صناديق على الاستثمار البيئي، الاجتماعي والحوكمة بحلول عام 2030 (UNCTAD, 2020, p. 14).

3. أفضل صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ESG):

عند البحث عن نقطة دخول بسيطة وسهلة الوصول إلى الاستثمار البيئي، الاجتماعي والحوكمة، فهناك سبعة خيارات رئيسية، بما في ذلك ثلاثة صناديق استثمار متداولة عامة تتعلق بالحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات وأربعة صناديق استثمار متداولة تركز على قضايا محددة هي: (Rogers, 2024)

1.3 الأفضل من حيث التكلفة المنخفضة والتنويع: صندوق Vanguard ESG US Stock ETF (ESGV)

إن صندوق Vanguard ESG US Stock ETF (ESGV) هو صندوق كبير ومتنوع للغاية مصمم لتكرار أداء مؤشر Financial Times Stock Index (FTSE) US All Cap Choice Index. يتضمن عددا كبيرا من المقتنيات ولديه أقل رسوم إدارية من أي صندوق كبير للمعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG). تعد المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) أساسية، وفي حالة البحث عن صندوق واحد متنوع ومنخفض التكلفة، فهذا أحسن خيار.

الجدول رقم 18: أفضل صناديق الاستثمار المتداولة (ESG) سنة 2024

أفضل صناديق الاستثمار المتداولة ESG	نسبة النفقات	عائد 3 سنوات	عدد الحيازات	الأصول تحت الإدارة	الأسهم المعلقة
Vanguard ESG US Stock ETF (ESGV)	%0.09	%19.78	1,475	$6.1 billion	79 million
iShares MSCI Global Impact ETF (SDG)	%0.49	%21.35	153	$463.1 million	5.35 million
Invesco MSCI Sustainable Future (ERTH)	%0.55	%18.86	155	$433.1 million	7.05 million
iShares Global Clean Energy ETF (ICLN)	%0.42	%38.29	76	$5.66 billion	263.8 million
SPDR SSGA Gender Diversity (SHE)	%0.20	%17.03	192	$257.97 million	2.8 million
NAACP Minority Empowerment ETF (NACP)	%0.49	%20.29	222	$41.78 million	1.25 million
US Vegan Climate ETF (VEGN)	%0.6	%8.23	269	$76 million	1.95 million

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على: (Rogers, 2024)

2.3 الأفضل للتعرض العالمي: صندوق iShares MSCI Global Impact ETF (SDG)

تستثمر iShares MSCI Global Impact ETF (SDG) RTF في الشركات التي تعمل على تطوير الموضوعات المتعلقة بالأهداف الإنمائية للأمم المتحدة، ويشمل ذلك الأهداف البيئية، والعديد من العوامل الأخرى، لا سيما الرعاية الصحية والتعليم وحقوق الإنسان وهي تمتلك محفظة متنوعة دوليا.

3.3 أفضل صندوق بيئي: المستقبل المستدام Invesco MSCI (ERTH)

يستثمر صندوق Invesco MSCI للمستقبل المستدام (ERTH) ما لا يقل عن 90% من رأسماله في أسهم الشركات المدرجة في مؤشر MSCI Global Environment Select Index. وهذا يوفر تعرضا واسع النطاق ومتنوعا عالميا للشركات عبر مجموعة واسعة من الاهتمامات البيئية.

4.3 أفضل صندوق للطاقة النظيفة: صندوق iShares العالمي للطاقة النظيفة (ICLN)

تم تصميم iShares Global Clean Energy ETF (ICLN) لتوفير التعرض لمجموعة مختارة من الشركات العالمية المنتجة للطاقة من الطاقة الشمسية وطاقة الرياح والموارد الأخرى. هذا التركيز الضيق يقلل بالضرورة من عدد الحيازات: هذا ليس صندوقا متنوعا وسيجذب المستثمرين المهتمين بالطاقة النظيفة على وجه التحديد ويريدون التعرض العالمي.

5.3 أفضل صندوق استثماري متداول خاص بالجنسين: SPDR SSGA التنوع بين الجنسين (SHE)

تستثمر مؤسسة SPDR SSGA للتنوع بين الجنسين ETF (SHE) ما لا يقل عن 80% من ممتلكاتها في الأسهم التابعة لمؤشر التنوع SSGA. ويصنف المؤشر الشركات الأمريكية وفقا لدورها القيادي في بناء التنوع بين الجنسين في الإدارة وفي مجالس إدارتها. هذه معايير محددة للغاية وقد لا تفي بمتطلبات المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة الأخرى، ولكن عند الاهتمام على وجه التحديد بالشركات التي تعمل على تمكين المرأة، فهذه بداية جيدة ومنخفضة التكلفة.

6.3 التركيز على تمكين الأقليات: NAACP تمكين الأقليات ETF (NACP)

إن NAACP Minority Empowerment ETF (NACP) هو أحد منتجات شركة Impact Shares، وهي مزود لصناديق الاستثمار المتداولة المتخصصة في الشؤون البيئية، الاجتماعية والحوكمة. إنه خيار سهل لهذه الفئة: فهو صندوق الاستثمار المتداول الوحيد الذي يركز حاليا بشكل خاص على الشركات التي تتمتع بسجلات قوية في دعم التنوع العرقي حيث يتتبع الصندوق مؤشر تمكين الأقليات Morningstar.

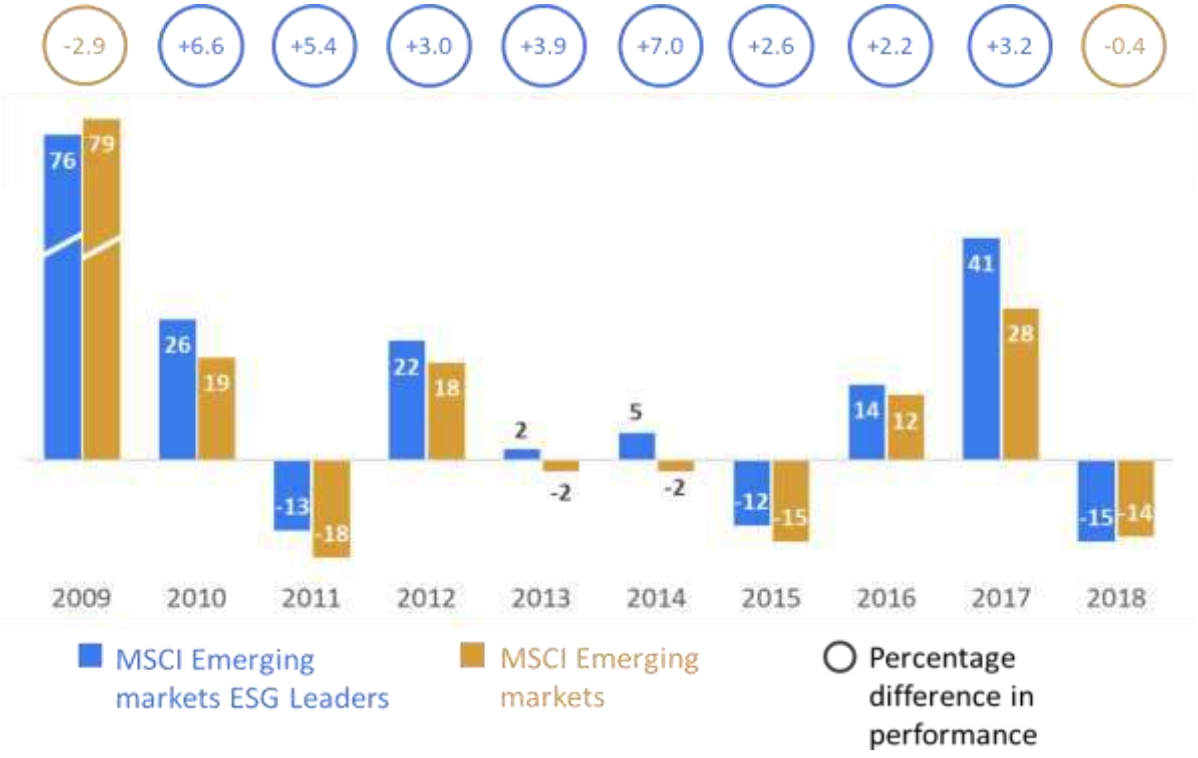
7.3 التركيز على حقوق الحيوان: صندوق الاستثمار المتداول للمناخ النباتي الأمريكي (VEGN)

يتتبع صندوق الاستثمار المتداول للمناخ النباتي الأمريكي (VEGN) مؤشر المناخ النباتي الأمريكي Beyond Investing. تتم إدارة كل من المؤشر والصندوق من قبل نفس الشركة Beyond Investing. ويركز الصندوق على الشركات الأمريكية ذات رأس المال الكبير، ويستبعد أولئك المنخرطين في ممارسات تضر بالحيوانات أو تستغلها، فضلا عن الشركات التي تفشل في تلبية المعايير المتعلقة بتأثير المناخ، والأضرار البيئية، وحقوق الإنسان. الشركات المتبقية تتجه بشدة نحو التكنولوجيا الكبيرة.

4. أداء صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ESG) ماليا:

يعتقد عدد متزايد من المستثمرين أن العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة ستؤثر بشكل متزايد على أداء الاستثمار، وأن صناديق الاستثمار المتداولة البيئية، الاجتماعية والحوكمة يمكن أن تتفوق على نظيراتها من حيث العوائد المالية. أظهرت البيانات الواردة من موفري مؤشرات (ESG) أن هذا ممكن. على سبيل المثال: تفوق مؤشر MSCI لقادة الأسواق الناشئة في المجال البيئي، الاجتماعي والحوكمة (MSCI) على مؤشره القياسي التقليدي في ثمانية من أصل عشر سنوات (الشكل 15).

الشكل رقم 15: الأداء المالي: مؤشر البيئة، المجتمع والحوكمة مقابل المؤشر التقليدي، 2009–2018 (عوائد السنة التقويمية والأداء النسبي في المائة)



المصدر: (UNCTAD, 2020, p. 19)

وتكشف النتائج الأولية لتحليل الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة (ESG) أيضا عن عدم وجود عقوبة أداء منهجية نتيجة للاستثمار المستدام. في الواقع كان أداء صناديق الاستثمار المتداولة الخاصة بالبيئة، المجتمع والحوكمة في المتوسط أفضل من نظيراتها غير البيئية، الاجتماعية والحوكمة على مدار فترة سنة واحدة، اعتبارا من 24 يونيو 2019 (الجدول 19).

الجدول رقم 19: أداء صناديق الاستثمار المتداولة (صافي العائد وصافي العائد الزائد) سنة 2019 (بالنسبة المئوية)

	Average net return	Average net excess return
ESG (n=213)	3.9	-0.06
Non-ESG (n=4 034)	1.6	-0.15

المصدر: (UNCTAD, 2020, p. 19)

5. مقاييس الأداء المالي ETF ESG:

يتم تطبيق نماذج متعددة العوامل لقياس أداء صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة، وهي نموذج كارهارت رباعي العوامل ونموذج فاما والنموذج الفرنسي المكون من خمسة عوامل (فاما وفرنش 2015)، ونموذج فاما والعوامل الستة فرنش.

1.5 مقاييس الأداء المستندة إلى ألفا:

لتقييم أداء صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة، تستخدم نماذج أربعة وخمسة وستة عوامل كارهارت (1997) وفاما وفرنش (2015، 2018)، على التوالي، والتي تشمل عوامل الخطر المعترف بها في الدراسات المتعلقة بتسعير الأصول باعتبارها ذات صلة بتفسير العوائد (Nguyen, 2023, pp. 33-43).

1.1.5 نموذج كارهارت (1997) رباعي العوامل: يضيف نموذج كارهارت (1997)، إلى جانب التعرف على عاملي الكتاب إلى السوق وعوامل الحجم لنموذج فاما والنموذج ثلاثي العوامل، متغيرا جديدا هو الزخم. يتم التعبير عن النموذج على النحو التالي:

$$r_{p,t} = \alpha_p + \beta_{p1}(r_{m,t}) + \beta_{p2}\, SMB_t + \beta_{p3}\, HML_t + \beta_{p4}\, WML_t + \varepsilon_t \qquad (1)$$

حيث rp,t هو العائد الزائد للمحفظة p في الفترةt ، و rf,t هو المعدل الخالي من المخاطر، و rm,tهو العائد الزائد لمؤشر السوق في الفترةt ، و $SMBt$ هو الفرق في العائدات بين المحفظة من الأسهم الصغيرة ومحفظة من الأسهم الكبيرة، $HMLt$ هو الفرق في العوائد بين محفظة من الأسهم ذات القيمة الكتابية العالية والأسهم المنخفضة من القيمة الكتابية إلى السوق، و $WMLt$ هو الزخم، أي الفرق بين عوائد مجموعة من الفائزين السابقين ومحفظة من الخاسرين السابقين، εt يقابل القيم المتبقية، و βp يقابل تحميلات العوامل، ويمثل αp أداء غير طبيعي.

2.1.5 نموذج فاما وفرنش الخماسي: نموذج فاما وفرنش (2015) المكون من خمسة عوامل، إلى جانب التعرف على العوامل في نموذج فاما وفرنش (1993) المكون من ثلاثة عوامل، يعترف أيضا بأنماط الربحية والاستثمار في متوسط عوائد الأسهم . ويقدم هذا النموذج وصفا أفضل لمتوسط العائدات من النموذج الثلاثي العوامل فاما وفرانش، يتم إعطاء نموذج Fama و French ذو العوامل الخمسة على النحو التالي:

$$r_{p,t} = \alpha_p + \beta_{p1}(r_{m,t}) + \beta_{p2} SMB_t + \beta_{p3} HML_t + \beta_{p4} RMW_t + \beta_{p5} CMA_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

حيث $RMWt$ هو عامل الربحية، أي الفرق بين عوائد المحافظ المتنوعة للأسهم ذات الربحية القوية والضعيفة، و $CMAt$ هو عامل الاستثمار، أي الفرق بين عوائد المحافظ المتنوعة لأسهم الشركات ذات الاستثمار المنخفض والعالي.

3.1.5 نموذج فاما وفرنسي السداسي: يضيف نموذج فاما وفرنش (2018) المكون من ستة عوامل إلى نموذج فاما وفرنش (2015) المكون من خمسة عوامل عامل الزخم . وبذلك يتم إعطاء هذا النموذج على النحو التالي:

$$r_{p,t} = \alpha_p + \beta_{p1}(r_{m,t}) + \beta_{p2} SMB_t + \beta_{p3} HML_t + \beta_{p4} RMW_t + \beta_{p5} CMA_t + \beta_{p6} WML_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

2.5 مقاييس الأداء المستندة إلى ألفا باستخدام متغير وهمي:

لمقارنة أداء صناديق الاستثمار المتداولة قبل صدمة كوفيد-19 وبعدها، تم إدراج متغيرات وهمية في النماذج متعددة العوامل، وبالتحديد في نموذج فاما وفرنش (2015) المكون من خمسة عوامل . ومع ذلك، في حين أنه حسب بافلوفا وبويري (2022) يتضمنان متغيرين وهميين فقط في مصطلح ألفا (كما في نوفسنجر وفارما، 2014)، فإنه يتم إجراء بعض التعديلات. **أولا**: نستخدم متغيرا وهميا واحدا فقط. **ثانيا**: نقوم أيضا بإدراج المتغير الوهمي في عوامل الخطر والحجة الأساسية هي ما يلي: تماما كما هو متوقع أن يسمح للأداء بالتغير اعتمادا على ظروف السوق المختلفة، قد يتوقع المرء أيضا أن يتغير مستوى مخاطر المحافظ اعتمادا على حالة السوق. (Pavlova & Boyrie, 2021, pp. 1-6)

تؤدي إضافة المتغيرات الوهمية إلى نموذج العوامل الخمسة Fama and French (2015) إلى التعبير التالي:

$$r_{p,t} = \alpha_p + \alpha_{DC,p} D_{DC,t} + \beta_{p1}(r_{m,t}) + \beta_{DC,p1}(r_{m,t}) D_{DC,t} + \beta_{p2} SMB_t + \beta_{DC,p2} SMB_t D_{DC,t} + \beta_{p3} HML_t + \beta_{DC,p3} HML_t D_{DC,t} + \beta_{p4} RMW_t + \beta_{DC,p4} RMW_t D_{DC,t} + \beta_{p5} CMA_t + \beta_{DC,p5} CMA_t D_{DC,t} + \varepsilon_t \quad (4)$$

حيث DDC,t هو متغير وهمي يأخذ القيمة 0 (قبل Covid-19 حتى يناير 2020) والقيمة 1 بخلاف ذلك من فبراير 2020 فصاعدا (حسب المثال).

خلاصة الفصل:

تناول هذا الفصل الاستثمار المستدام وتأثير العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة على تحقيق مرونة المحفظة والقدرة على كشف المخاطر واغتنام الفرص المتاحة وتقديم أداء معزز. يشجع الاستثمار المستدام الشركات على تبني مبادئ مستدامة، والتي يمكن أن توفر مكاسب اجتماعية ومالية طويلة الأجل وبالإضافة إلى التركيز على الأداء المالي وتوليد الأرباح، يجب على المنظمات قياس آثارها الاجتماعية والبيئية. يمكن أن يساعد استخدام مزود التصنيفات البيئية، الاجتماعية والحوكمة المتسقة المستثمرين على اتباع نهج ثابت تجاه الاستدامة.

إن التكامل المنهجي والواسع النطاق للاعتبارات البيئية، الاجتماعية والحوكمة في جميع أنحاء عملية الاستثمار بأكملها سيمكن من تخصيص رأس المال بشكل أكثر كفاءة عالميا نحو الأصول الأكثر إنتاجية على المدى الطويل وسيساهم في انتقال أكثر فعالية وتوازنا نحو اقتصاد مستدام. كما يعد تكامل (ESG) عنصر أساسي في اختيار الأمان القياسي وإنشاء المحفظة وممارسات إدارة المخاطر. ويعتقد أن هذا يمثل تغييرا دائما في كيفية بناء استراتيجيات الاستثمار وكيفية تخصيص الاستثمارات وإدارتها.

الاستثمار المستدام لا يعني أنه يجب خسارة العوائد المالية، في حين أنه من المستحيل ضمان العوائد، فإن الصناديق والاستثمارات البيئية، الاجتماعية والحوكمة يمكن أن تؤدي إلى أداء جيد، إن لم يكن أفضل من الصناديق غير البيئية، الاجتماعية والحوكمة. مما يوفر للمستثمرين خيارات أكثر استدامة ويشجع الشركات بشكل غير مباشر على إعادة تقييم نتائجها البيئية، الاجتماعية والحوكمة ليتم تضمينها.

الفصل الثالث:

دراسة تطبيقية لمؤشر (MSCI)

للأسواق الناشئة والمتقدمة

تمهيد:

يستهدف هذا الفصل إجراء دراسة تطبيقية لعينة من صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة وغير المستدامة المدرجة في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة. فعلى مدار أكثر من 20 عاما قامت MSCI ببناء مؤشرات الأسهم الدولية الأكثر استخداما على نطاق واسع للمستثمرين من المؤسسات. حافظت مؤشرات الأسهم العالمية على مكانتها الرائدة لأنها تطورت مع مرور الوقت لتستمر MSCI في عكس مجموعة الفرص الدولية القابلة للاستثمار في الأسهم بشكل مناسب مع معالجة المصالح الاستثمارية المتغيرة والمتوسعة للمستثمرين عبر الحدود. وكانت القضايا البيئية، الاجتماعية والحوكمة تعتبر في السابق قطاعا متخصصا لا ينطبق إلا على عدد صغير نسبيا من المستثمرين، لكن ينظر إليها الآن على أنها جوهر يجب استغلال فوائده المحتملة بشكل كامل خاصة في بحثها عن عوائد أفضل معدلة حسب المخاطر أو دراسة التقلبات مثلا.

لكن قبل البدء في إجراء التحليل الاحصائي وتقييم الأداء المالي، يجب أولا إلقاء نظرة حول مؤشر MSCI من حيث النشأة والتقديم ومكوناته. واستراتيجياته الاستثمارية حتى الوصول إلى صندوق MSCI ACW ETF الذي يسعى إلى تتبع نتائج الاستثمار لمؤشر يتكون من أسهم الأسواق المتقدمة والناشئة والتطرق إلى أهم خصائص الاستدامة في هذا الصندوق واستراتيجيات الاستثمار في عوامل (ESG).

ومع زيادة العرض في شكل صناديق الاستثمار المتداولة النشطة والسلبية، ولأن إدراج القضايا البيئية، الاجتماعية والحوكمة يساعد في التقييم المالي وصنع القرار الاستثماري. يقدم هذا الفصل مقارنة بين صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة وغير المستدامة سواء في الأسواق الناشئة أو المتقدمة، من خلال قاعدة البيانات المالية المتحصل عليها من منصة التداول Trackinsight. ومن أهم مؤشرات الأداء التي يعتمد عليها: مؤشر العائد، نسبة شارب، التقلبات، التدفقات، الأداء ..الخ، باستخدام برنامج Eviews. وصولا إلى تحليل الارتباط بين المتغيرات، وتقدير نموذج الانحدار بواسطة برنامج Minitab. ومن ثم اختبار الفرضيات وتحصيل النتائج. لذا قسم هذا الفصل إلى الأجزاء التالية:

I. تقديم مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة؛

II. تحليل ومقارنة الأداء المالي لصندوق ishares MSCI ACWI ETF

III. تحليل الارتباط، الانحدار واختبار الفرضيات.

I. تقديم مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة

منذ أكثر من 30 عاما، قامت MSCI ببناء مؤشرات عالمية للأسهم تساهم في عملية إدارة الاستثمار الدولي، تعمل هذه المؤشرات كمعايير أداء دقيقة وذات صلة، وأدوات فعالة للبحث وتخصيص الأصول، وهي مرخصة كأساس لمختلف الأدوات الاستثمارية المصممة لاكتساب أو إدارة التعرض للأسواق الدولية. وعلى هذا النحو تساعد سلسلة مؤشرات الأسهم MSCI في عملية الاستثمار لمجموعة واسعة من المستثمرين الدوليين. عند إنشاء مؤشرات الأسهم الخاصة بها، تطبق "إم إس سي آي" بشكل مستمر منهجية إنشاء وصيانة مؤشرات الأسهم الخاصة بها في الأسواق المتقدمة والناشئة. وهذا الاتساق في النهج يجعل من الممكن تجميع مؤشرات كل دولة وصناعة على حدى لإنشاء مؤشرات مرجعية إقليمية ومركبة ذات معنى للمستثمرين الدوليين.

1. تعريف مؤشر MSCI

شركة MSCI هي شركة تمويل أمريكية مقرها في مدينة نيويورك، MSCI هي مزود عالمي للأسهم والدخل الثابت ومؤشرات العقارات وأدوات تحليل المحافظ متعددة الأصول والمنتجات البيئية، الاجتماعية،الحوكمة والمناخ. وهي تدير مؤشرات MSCI World و(MSCI All Country World Index (ACWI ومؤشرات MSCI للأسواق الناشئة وغيرها (wikipedia org, s.d.).

MSCI هو اختصار لمورغان ستانلي كابيتال إنترناشيونال (عماشة، 2018)، وهي شركة أبحاث استثمارية توفر مؤشرات الأسهم، وتحليلات مخاطر المحفظة والأداء وأدوات الحوكمة للمستثمرين المؤسسيين وصناديق التحوط...الخ. (Kenton, 2023).

يقع المقر الرئيسي للشركة في مركز التجارة العالمي في مانهاتن، مدينة نيويورك، الولايات المتحدة. وتتكون أعمالها في المقام الأول من ترخيص مؤشراتها لصناديق الاستثمار المتداولة (ETFs)، والتي تدفع رسوما تتراوح بين حوالي 0.02 إلى 0.04 بالمائة من الحجم المستثمر لاستخدام الفهرس. اعتبارا من عام 2023، استندت الأموال التي تبلغ قيمتها أكثر من 13 تريليون دولار أمريكي إلى مؤشرات MSCI (wikipedia org, s.d.).

في عام 1968، نشرت شركة كابيتال إنترناشيونال مؤشرات تغطي سوق الأسهم العالمية للأسواق غير الأمريكية. (wikipedia org, s.d.) في عام 1986، قام مورجان ستانلي بترخيص حقوق المؤشرات من كابيتال إنترناشيونال ووصف المؤشرات بأنها مؤشرات مورجان ستانلي كابيتال إنترناشيونال (MSCI). في عام 1988 أطلقت MSCI المزود العالمي للأدوات الداعمة لقرارات الاستثمار للمستثمرين حول العالم أول مؤشر شامل للأسواق الناشئة. وهو عبارة عن مؤشر للقيم السوقية مصمم لقياس أداء أسواق الأسهم في الأسواق الناشئة حول العالم (نابغ ، 2014). بحلول الثمانينيات كانت مؤشرات MSCI هي المؤشرات القياسية الرئيسية خارج الولايات المتحدة قبل أن ينضم إليها FTSE، Citibank وStandard & Poor's. وبعد أن بدأت شركة داو جونز في تعويم ترجيح صناديق المؤشرات الخاصة بها، تبعتها شركة MSCI. في عام 2004 استحوذت شركة MSCI

على شركة Barra, Inc. لتكوين MSCI Barra. وفي منتصف عام 2007 قررت الشركة الأم مورجان ستانلي تصفية MSCI، وأعقب ذلك طرح عام أولي لأقلية من الأسهم في نوفمبر 2007. وتم الانتهاء من سحب الاستثمارات في عام 2009 (Kenton, 2023).

الشكل رقم 16: مؤشر MSCI بالأرقام



المصدر: (MSCI, 2024, p. 3)

2. تطور مؤشرات MSCI الرئيسية:

1.2 مؤشرات MSCI الرئيسية:

يمكن تقسيم مؤشرات MSCI إلى ثلاثة مؤشرات رئيسية هي:

1.1.2 مؤشر MSCI ACWI: مؤشر MSCI لجميع الدول العالمية (ACWI) هو مؤشر شامل يغطي أسواق الأسهم العالمية من خلال تضمين الأسهم من الأسواق المتقدمة والناشئة. يستحوذ مؤشر MSCI ACWI على تمثيل الشركات الكبيرة والمتوسطة في 23 دولة من الأسواق المتقدمة (DM) و24 دولة من الأسواق الناشئة (EM). ويغطي المؤشر حوالي 85% من مجموعة فرص الأسهم العالمية القابلة للاستثمار (Mirae, 2020):

تشمل دول الأسواق المتقدمة (DM): أستراليا، النمسا، بلجيكا، كندا، الدنمارك، فنلندا، فرنسا، ألمانيا، هونج كونج، أيرلندا، إسرائيل، إيطاليا، اليابان، هولندا، نيوزيلندا، النرويج، البرتغال، سنغافورة، إسبانيا، السويد، سويسرا، المملكة المتحدة والولايات المتحدة.

تشمل دول الأسواق الناشئة (EM): البرازيل، تشيلي، الصين، كولومبيا، جمهورية التشيك، مصر، اليونان، المجر، الهند، إندونيسيا، كوريا، ماليزيا، المكسيك، باكستان، بيرو، الفلبين، بولندا، روسيا، قطر، جنوب أفريقيا، تايوان، تايلاند، تركيا والإمارات العربية المتحدة.

وتشكل الأسهم الأمريكية أكبر وزن في مؤشر MSCI ACWI بنسبة 63.32%، تليها اليابان (5.43%) وبريطانيا العظمى (3.59%). القطاعات الرئيسية لمؤشر MSCI ACWI هي تكنولوجيا المعلومات (23.17%)، الخدمات المالية (16.08%) والرعاية الصحية (11.10%).

2.1.2 مؤشر MSCI World: مؤشر MSCI العالمي هو معيار معترف به على نطاق واسع يشمل اقتصادات السوق المتقدمة في جميع أنحاء العالم .وهي تشمل أسهما من 23 دولة متقدمة، تمثل جزءا كبيرا من الأسهم العالمية. غالبا ما يستخدم المستثمرون المؤشر لتتبع أداء الاقتصادات المتقدمة وتقييم اتجاهات سوق الأسهم العالمية. مؤشر MSCI العالمي هو مؤشر أسهم دولي يتتبع أداء الشركات الموجودة في 23 دولة صناعية. مع وجود 1465 شركة حول العالم (الوضع اعتبارًا من 2024/04/30)، يعكس المؤشر ما يقرب من 85% من القيمة السوقية العالمية للدول الصناعية.

تهيمن الشركات الموجودة في الولايات المتحدة على مؤشر MSCI العالمي بنسبة 70.64%. ثم اتبع اليابان (6.06%) وبريطانيا العظمى (4.00%). القطاعات الأفضل تمثيلا في مؤشر MSCI العالمي هي تكنولوجيا المعلومات (23.22%)، الخدمات المالية (15.36%) وقطاع الرعاية الصحية (11.99%).

3.1.2 مؤشر MSCI للأسواق الناشئة: مؤشر MSCI للأسواق الناشئة هو مؤشر يتتبع دوليا أسهم 24 دولة ناشئة. مع 1375 مكونا (الوضع اعتبارا من 2024/04/30)، يغطي هذا المؤشر حوالي 85% من القيمة السوقية المعدلة لكل دولة.

وتشكل الأسهم الصينية أكبر وزن في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة بنسبة 26.69%، تليها الهند (18.08%) وتايوان (17.18%). القطاعات الرائدة في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة هي تكنولوجيا المعلومات (22.74%)، الخدمات المالية (22.28%) والقطاع الاستهلاكي التقديري (12.88%) (justetf, 2024).

2.2. الأداء التاريخي لمؤشر MSCI

يوضح الجدول رقم (20) نمو الأداء السنوي لمؤشر MSCI بالنسبة المئوية خلال الفترة (2010-2023). وفيما يلي أهم الملاحظات حول الأداء التاريخي لنمو مؤشر MSCI:

- يرتبط أداء مؤشر MSCI ACWI ارتباطا وثيقا بأداء مؤشر MSCI العالمي، وأداء مؤشر MSCI للأسواق الناشئة؛

- شهد مؤشر MSCI فترات من التراجع في نمو الأداء السنوي خلال سنوات 2022، 2018، 2015، 2011 وهذا يعود إلى تراجع السوق الاستثمارية بالدرجة الأولى بسبب بعض المتغيرات السياسية والاقتصادية مثل ارتفاع معدلات التضخم مثلا وهو ما حدث سنة 2022؛

– يشير أداء MSCI المرتفع خلال بقية السنوات إلى الفوائد المحتملة من زيادة الأدوات الاستثمارية الممكنة خاصة تداول سلسلة من الأسهم عبر الاستثمار في صناديق الاستثمار المتداولة؛

– نمو أداء مؤشر MSCI World العالمي ومؤشر MSCI Emerging Markets للأسواق الناشئة يؤديان بالضرورة إلى نمو مؤشر MSCI ACWI لجميع الدول العالمية لأنه يشمل الأسواق الناشئة والمتقدمة معا.

الجدول رقم 20: نمو الأداء السنوي (%)

السنوات	MSCI ACWI	MSCI World	MSCI Emerging Markets
2023	22.81	24.42	10.27
2022	-17.98	-17.73	-19.74
2021	19.04	22.35	-2.22
2020	16.82	16.50	18.69
2019	27.30	28.40	18.88
2018	-8.93	-8.20	-14.24
2017	24.62	23.07	37.75
2016	8.48	8.15	11.60
2015	-1.84	-0.32	-14.60
2014	4.71	5.50	-1.82
2013	23.44	27.37	-2.27
2012	16.80	16.54	18.63
2011	-6.86	-5.02	-18.17
2010	13.21	12.34	19.20

المصدر: (MSCI , 2024)

من الجدول السابق يلاحظ أن مؤشر MSCI يتمتع بأداء تاريخي قوي يدعم استخدامه كأداة لتحديد المؤشرات عالية النمو للاستثمارات ومع ذلك، يجب أن يضع المستثمرون في الاعتبار أن الأداء السابق لا يدل على النتائج المستقبلية.

3.2 مؤشرات الأداء الرئيسية لمؤشر قادة MSCI ACWI ESG

يوضح الجدول الموالي أهم مؤشرات الأداء الرئيسية لمؤشر قادة MSCI ACWI ESG مقارنة بمؤشر MSCI ACWI Index من خلال (العائد، المخاطر، نسبة شارب، نسبة ترينور، خطأ التتبع والأرباح السنوية ...الخ).

الجدول رقم 21: مؤشرات الأداء الرئيسية لمؤشر قادة MSCI ACWI ESG

المؤشرات	MSCI ACWI Index	MSCI ACWI ESG Leaders Index
إجمالي العوائد %	11.5	11.7
إجمالي المخاطر %	12.4	12.0

العائد/ المخاطر	0.93	0.98
نسبة شارب	0.90	0.95
خطأ التتبع	0.0	1.0
نسبة المعلومات	N/A	0.19
بيتا التاريخية	1.00	0.97
عدد الأسهم	2.457	1.141
نسبة ترينور %	2.0	6.8
السعر للحجز	1.9	2.1
السعر إلى الأرباح	16.6	17.3
الأرباح السنوية %	2.6	2.6

المصدر: (GIESE, 2019, p. 4)

في الجدول أعلاه تمت مقارنة ملف تعريف المخاطر والأداء لمؤشر MSCI ACWI ESG Leaders مع مؤشر MSCI ACWI الأصلي. عكست النتائج المذكورة أعلاه ما يلي:

تحسنت المخاطر والعائدات المعدلة بشكل كبير بينما كان خطأ التتبع 1% فقط، وهو أمر مهم لأصحاب الأصول الذين يفرضون قيودا صارمة على التخصيصات القائمة على المؤشر. ولوحظ أيضا مستويات أعلى من التقييم مقاسة بنسب السعر إلى القيمة الدفترية والسعر إلى الأرباح (GIESE, 2019, p. 4).

3. أفضل صناديق الاستثمار المتداولة MSCI ACW ETF

مؤشر MSCI ACWI (مؤشر جميع الدول العالمية) هو مؤشر سوق الأوراق المالية الذي يسمح بالاستثمار في معظم دول العالم، سواء المتقدمة أو الناشئة. إنه مفيد جدا لرؤية كيفية تطور أسواق الأسهم العالمية وليس فقط أسواق دولة واحدة (مؤشر S&P 500 للولايات المتحدة أو مؤشر CAC 40 لفرنسا على سبيل المثال).

كمستثمر من الممكن أيضا الحصول على تعرض مباشر لهذا المؤشر عن طريق صناديق الاستثمار المتداولة (ETFs)، التي تتبع المؤشر بشكل أكثر دقة وبرسوم إدارة أقل للحصول على أداء متميز (Petit, 2021).

1.3 صندوق iShares MSCI ACWI ETF:

يسعى صندوق iShares MSCI ACWI ETF إلى تتبع نتائج الاستثمار لمؤشر يتكون من أسهم الأسواق المتقدمة والناشئة ذات القيمة الكبيرة والمتوسطة. كما يمكن من: (iShares , 2024)

- التعرض لمجموعة واسعة من شركات الأسواق العالمية المتقدمة والناشئة؛
- الوصول إلى سوق الأسهم العالمية في صندوق واحد؛
- يستخدم للتنويع الدولي والسعي لتحقيق نمو طويل المدى في المحفظة الاستثمارية.

ويوضح الجدول رقم 22 بعض الحقائق والبيانات حول صندوق iShares MSCI ACWI ETF:

الجدول رقم 22: بيانات وحقائق حول صندوق iShares MSCI ACWI ETF

تاريخ إطلاق الصندوق	2008/03/26
صافي نسبة النفقات	%0.32
المعيار	MSCI ACWI Index
عائد 30 يوما للأوراق المالية	%1.44
عدد الحيازات	2.341
صافي الأصول	$19.578.800.313

المصدر: (iShares MSCI ACWI, 2024, p. 1)

1.1.3 الأداء السنوي iShares MSCI ACWI ETF:

يمكن دراسة الأداء السنوي لصندوق iShares MSCI ACWI ETF للفترة (2019-2023) من خلال إجمالي صافي العوائد مقارنة بسعر السوق والمؤشر المعياري MSCI ACWI Index كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم 23: إجمالي العائد مقارنة بالمؤشر المعياري لصندوق iShares MSCI ACWI ETF

السنوات	2019	2020	2021	2022	2023
إجمالي العائد	26.70	16.38	18.38	-18.27	22.22
سعر السوق	26.55	16.32	18.67	-18.37	22.30
المعيار	26.60	16.25	18.54	-18.36	22.20

المصدر: (iShares , 2024)

من الجدول السابق (رقم 23) يمكن القول أن الأداء المقتبس يمثل الأداء السابق ولا يضمن النتائج المستقبلية، سوف يتقلب عائد الاستثمار والقيمة الرئيسية للاستثمار بحيث تكون قيمة أسهم المستثمر عند بيعها أو استردادها، أكثر أو أقل من التكلفة الأصلية (سعر السوق). قد يكون الأداء الحالي أقل أو أعلى من الأداء المقتبس. قد يبدو أن إجمالي عائد صناديق الاستثمار المتداولة يختلف عن عائد مؤشرها المعياري، قد يكون هذا بسبب استخدام القيمة العادلة المنهجية.

2.1.3 المخاطر في iShares MSCI ACWI ETF

المخاطر والعائد هما مفهومان أساسيان في التمويل، لذا يجب مراعاة العوامل الرئيسية عند تقييم المخاطر والعائد كما هي موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم 24: المخاطر في iShares MSCI ACWI ETF

المقاييس	3 سنوات		5 سنوات		10 سنوات	
	ACWI	متوسط الفئة	ACWI	متوسط الفئة	ACWI	متوسط الفئة
Alpha	-0.06	-0.77	-0.05	-0.81	0.1	-0.31
Beta	1.01	0.97	1.01	0.96	1	0.95
Mean Annual Return	0.46	0.39	0.89	0.79	0.76	0.69
R-squared	99.73	92.23	99.85	93.26	99.88	92.01
Standard Deviation	16.85	16.76	17.94	17.68	14.87	14.6
Sharpe Ratio	0.14	0.1	0.47	0.41	0.51	0.47
Traynor Ratio	1.07	0.28	7.17	6.24	6.77	6.35

المصدر: (iShares , 2024)

يستنتج من الجدول السابق ما يلي:

Alpha هو مقياس لأداء السهم مقارنة بمعياره القياسي، وبما أن أداء السهم قد تفوق على معياره القياسي (خلال فترة 10 سنوات مثلا) فإن ألفا إيجابية، أي أن أداء المحفظة قد تفوق على مؤشرها المعياري.

Beta هو مقياس لتقلبات السهم مقارنة بالسوق بشكل عام، وبما أن قيمة بيتا في هذه الحالة تقترب من الواحد فإن سعر السهم يتحرك بما يتماشى مع السوق (تقلبات مساوية للسوق) سواء خلال 3 سنوات أو 5 سنوات أو 10 سنوات.

كانت نسبة Sharpe أكبر من معيارها القياسي (متوسط الفئة) خلال فترة 5 سنوات و 10 سنوات مما يدل أن الاستثمار يوفر عائدا أفضل لمستوى المخاطرة.

بلغت نسبة Traynor (1.07 خلال 3 سنوات،7.17 خلال 5 سنوات،6.77 خلال 10 سنوات) وهي نسبة أعلى من متوسط الفئة مما يشير أداء أفضل معدل حسب المخاطر.

3.1.3 خصائص الاستدامة لصندوق iShares MSCI ACWI ETF

توفر خصائص الاستدامة للمستثمرين مقاييس غير تقليدية محددة، وإلى جانب المقاييس والمعلومات الأخرى، تمكن هذه المقاييس المستثمرين من تقييم الأموال بناء على خصائص بيئية، اجتماعية وإدارية معينة. لا توفر خصائص الاستدامة مؤشرا على الأداء الحالي أو المستقبلي ولا تمثل المخاطر المحتملة والمكافآت للصندوق، يتم توفيرها للشفافية ولأغراض المعلومات فقط. ولا ينبغي النظر إلى خصائص الاستدامة بشكل منفرد أو بمعزل عن غيرها، بل هي بدلا من ذلك نوع واحد من المعلومات التي قد يرغب المستثمرون في أخذها في الاعتبار عند تقييم الصندوق.

لا يسعى هذا الصندوق إلى اتباع استراتيجية استثمار مستدامة أو ذات تأثير أو (ESG)، لا تغير المقاييس الهدف الاستثماري للصندوق أو تقيد عالم الصندوق القابل للاستثمار. وليس هناك ما يشير إلى أن الصندوق سيتبنى استراتيجية استثمار مستدامة أو مؤثرة أو ذات معايير بيئية، اجتماعية والحوكمة.

الجدول رقم 25: الاستدامة لصندوق iShares MSCI ACWI ETF

تصنيف صندوق MSCI للمعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة (AAA–CCC)	A
نقاط جودة MSCI ESG -النسبة المئوية للنظير	%27.31
تصنيف صندوق ليبر العالمي	الأسهم العالمية
الأموال في مجموعة الأقران	5.554
نقاط جودة MSCI ESG (0-10)	6.76
تغطية MSCI ESG %	%99.91
المتوسط المرجح لكثافة الكربون من شركة MSCI (مبيعات طن ثاني أكسيد الكربون/مليون دولار)	116.49
المتوسط المرجح لشركةMSCI تغطية نسبة كثافة الكربون	%99.55

المصدر: (iShares MSCI ACWI, 2024, pp. 2-3)

من الجدول السابق يتضح ما يلي (iShares MSCI ACWI, 2024, pp. 2-3):

– تصنيف صندوق "MSCI" للمعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة :(AAA-CCC) يتم حساب تصنيف MSCI المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة كرسم خرائط مباشرة لنقاط جودة معايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة لفئات التصنيف بالحروف (على سبيل المثال 10- 8.6 = AAA) تتراوح التقييمات البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) من الرائدة (AAA , AA) والمتوسطة (A, BBB, BB) إلى المتأخرة (B, CCC)؛

– نقاط جودة العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة لدى "MSCI" النسبة المئوية للنظير: النسبة المئوية للعوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة للصندوق مقارنة بمجموعة ليبر النظيرة؛

– تصنيف صندوق ليبر العالمي: مجموعة الصناديق المماثلة كما هو محدد في تصنيف ليبر العالمي؛

– الصناديق في مجموعة النظراء: عدد الصناديق من مجموعة النظراء ذات الصلة في تصنيف Lipper Global Classification والتي تشمل أيضا تغطية (ESG)؛

– نقاط جودة العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة من "MSCI " (0–10): يتم احتساب نقاط جودة العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة من "MSCI " (0 –10) للصناديق باستخدام المتوسط المرجح لدرجات العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة لحيازات الصناديق. تقوم "MSCI " بتصنيف الحيازات الأساسية وفقا لتعرضها للمخاطر البيئية، الاجتماعية والحوكمة الخاصة بالصناعة وقدرتها على إدارة تلك المخاطر مقارنة بأقرانها؛

– نسبة تغطية MSCI للمعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة: النسبة المئوية لحيازات الصندوق التي تتوفر لها بيانات تصنيفات MSCI البيئية، الاجتماعية والحوكمة. يتم عرض تصنيف صندوق MSCI ESG، ونقاط جودة MSCI

(ESG)، ونقاط جودة MSCI ESG مقاييس النسبة المئوية للصناديق التي تتمتع بتغطية لا تقل عن 65% (أو 50% لصناديق السندات وصناديق أسواق المال)؛

– المتوسط المرجح لكثافة الكربون من MSCI (مبيعات طن ثاني أكسيد الكربون/مليون دولار): يقيس مدى تعرض الصندوق للشركات كثيفة الكربون، ويمثل هذا الرقم انبعاثات الغازات الدفيئة المقدرة لكل مليون دولار من المبيعات عبر ممتلكات الصندوق. وهذا يسمح بإجراء مقارنات بين الصناديق ذات الأحجام المختلفة؛

– التغطية المئوية للمتوسط المرجح لكثافة الكربون من " MSCI ": النسبة المئوية لحيازات الصندوق التي تتوفر عنها بيانات كثافة الكربون من " MSCI " يتم عرض مقياس متوسط كثافة الكربون المرجح لـ MSCI للصناديق ذات أي تغطية. قد لا تمثل الصناديق ذات التغطية المنخفضة خصائص الكربون الخاصة بالصندوق بشكل كامل نظرا لنقص التغطية.

2.3 صندوق SPDR MSCI ACWI UCITS ETF:

يتتبع صندوق SPDR MSCI ACWI UCITS ETF مؤشر MSCI All Country World Index (ACWI) يتتبع مؤشر MSCI العالمي لجميع الدول (ACWI) الأسهم الكبيرة والمتوسطة من 23 سوقا متقدمة و24 سوقا ناشئة حول العالم.

تبلغ نسبة إجمالي المصروفات (TER) لصندوق الاستثمار المتداول (ETF) 0.40% سنويا، تكرر صناديق الاستثمار المتداولة (ETF) أداء المؤشر الأساسي عن طريق شراء مجموعة مختارة من المكونات الأكثر صلة بالمؤشر (أخذ العينات الفنية). تتم رسملة أرباح صناديق الاستثمار المتداولة وإعادة استثمارها في صناديق الاستثمار المتداولة. إن صندوق SPDR MSCI ACWI UCITS ETF هو صندوق استثمار متداول كبير جدا بأصول تحت الإدارة بقيمة 2,651 مليون يورو، تم إطلاق هذا الصندوق في 13 مايو 2011 ومقرها في إيرلندا (justetf, 2024).

يوضح الجدول الموالي بيانات وحقائق حول هذا الصندوق:

الجدول رقم 26: بيانات وحقائق حول صندوق SPDR MSCI ACWI UCITS ETF

تاريخ إطلاق الصندوق	2011/05/13
إجمالي نسبة المصروفات TER	%0.40
المعيار	MSCI ACWI Index
عدد الحيازات	2.407
إجمالي أصول الصندوق (مليون)	$US 3.251.22
مؤشر الأرباح السنوي	%1.96

المصدر: (State Street SPDR, 2024, pp. 1-3)

1.2.3 أداء SPDR MSCI ACWI UCITS ETF:

الأداء السابق ليس مؤشرا للأداء المستقبلي ولا يعكس إجمالي الرسوم، ويعكس صافي الرسوم، العمولات، والتكاليف المتكبدة بشأن إصدار الوحدات واستردادها أو شرائها وبيعها. إذا تم حساب الأداء على أساس إجمالي صافي قيم الأصول غير المقومة بالعملة المحاسبية لنظام الاستثمار الجماعي، فقد ترتفع قيمتها أو تنخفض نتيجة لتقلبات العملة كما في الجدول الموالي.

الجدول رقم 27: العوائد السنوية والأداء التقويمي لصندوق SPDR MSCI ACWI UCITS ETF

العوائد السنوية %

السنوات	سنة	3 سنوات	5 سنوات	10 سنوات	السنة التقويمية
المؤشر	17.46	4.27	9.44	8.19	8.37
إجمالي الصندوق	17.68	4.63	9.73	8.65	8.71
الفرق	0.22	0.37	0.29	0.46	0.34
صافي الصندوق	17.21	4.22	9.30	8.21	8.24
الفرق	-0.25	-0.05	-0.14	0.02	-0.12

الأداء التقويمي %

السنوات	2019	2020	2021	2022	2023	2024
المؤشر	26.60	16.25	18.54	-18.37	22.20	4.63
إجمالي الصندوق	26.99	16.16	19.06	-17.97	22.50	4.67
الفرق	0.39	-0.09	0.52	0.39	0.30	0.05
صافي الصندوق	26.48	15.70	18.59	-18.30	22.01	4.54
الفرق	-0.11	-0.55	0.05	0.07	-0.19	-0.09

المصدر: (State Street SPDR, 2024, p. 2)

عندما يتم إغلاق الصندوق وفقا لتقويم صافي قيمة الأصول (NAV) الرسمي الخاص به يمكن تحديد جزء كبير من أسعار الأوراق المالية الأساسية، يتم حساب صافي قيمة الأصول الفنية. وبالتالي تم حساب الأداء السابق المشار إليه هنا باستخدام صافي قيمة الأصول الفنية عند الحاجة، بالإضافة إلى صافي قيمة أصول الصندوق الرسمية في كل يوم عمل آخر للفترة ذات الصلة. كما ستكون عوائد أداء بداية السنة التقويمية جزئية للسنة التي يقع فيها تاريخ البدء إما للصندوق المعني أو للصندوق المرتبط بالأداء التاريخي ومعرفة أيهما أقرب خلال تلك الفترة (State Street SPDR, 2024, p. 2).

من الجدول السابق (رقم 27) يلاحظ فروقات طفيفة سواء بالنسبة للعوائد السنوية أو الأداء التقويمي طيلة فترة التقييم (إذ تم مقارنة إجمالي الصندوق مع المؤشر، وصافي الصندوق مع المؤشر) وكانت العوائد والأداء

موجبة للصندوق. فقط سنة 2022 التي سجلت قيمة سلبية والذي يعود أساسا إلى اضطراب في بعض المتغيرات السياسية والاقتصادية كارتفاع معدلات التضخم في تلك الفترة مثلا.

2.2.3 المخاطر في SPDR MSCI ACWI UCITS ETF:

يلقي هذا الجدول (رقم 28) نظرة عامة على المخاطر التي يتعرض لها المستثمر عند الاستثمار في SPDR MSCI ACWI UCITS ETF من خلال التقلبات مقارنة بمعيار أو مؤشر التقلب، نسبة شارب، نسبة المعلومات، قيمة Beta ...الخ.

الجدول رقم 28: التقلبات والمخاطر في SPDR MSCI ACWI UCITS ETF

المخاطر	سنة	3 سنوات	5 سنوات
مؤشر التقلب (المعيار)	%10.21	%13.35	%16.79
التقلب	%11.17	%13.85	-
نسبة شارب	1.24	0.25	-
نسبة المعلومات	-0.80	-0.91	-
خطأ التتبع	%4.60	%5.68	-
Beta	1.00	0.95	-
R^2	83.02	83.41	-

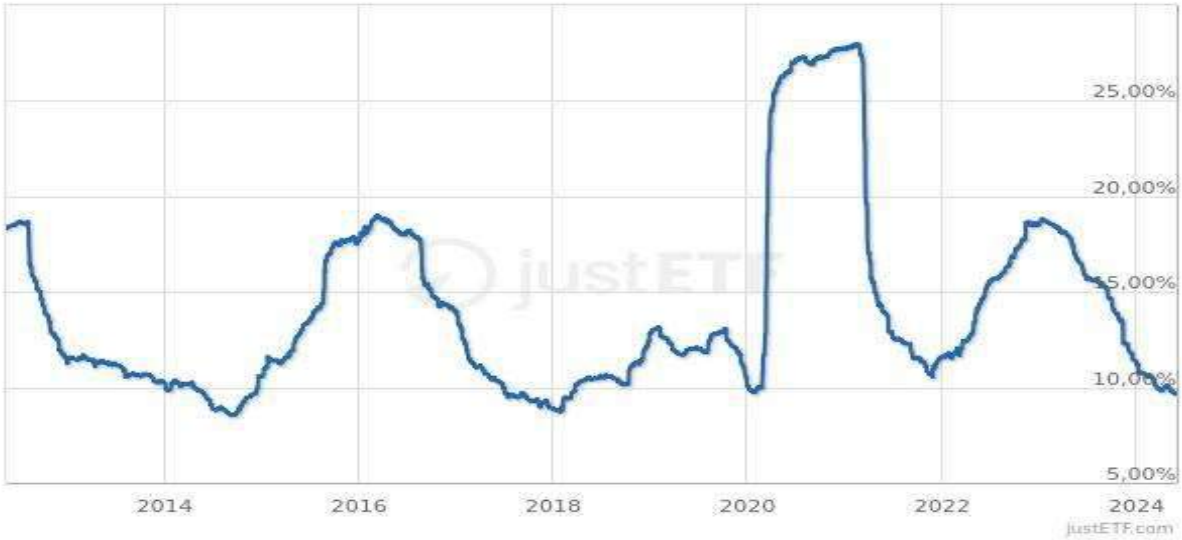
المصدر: (SPDR MSCI ACWI UCITS ETF, 2024)

كما هو معلوم يشير التقلب إلى درجة التباين أو التقلب في سعر الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهو مقياس لعدم اليقين والمخاطر المرتبطة بالاستثمار، وكلما زاد التقلب الذي يأتي مع الاستثمار زادت العوائد التي يحتمل أن يحصل عليها المستثمر وهو ما يلاحظ في الجدول السابق 11.17% خلال سنة و13.85% خلال 3 سنوات. أما التقلب المنخفض للاستثمار يعني عادة انخفاض العوائد المحتملة مثل ما حدث سنة 2022 (الشكل رقم 17).

بلغت نسبة شارب 1.24 خلال سنة، وهي أكبر من الواحد لذا فهي جيدة لأنها توفر ربحية زائدة فيما يتعلق بالتقلبات. أما خلال 3 سنوات كانت نسبة شارب أقل من الواحد (0.25) وهي ضعيفة.

Beta هو مقياس لتقلبات السهم مقارنة بالسوق بشكل عام، وبما أن قيمة بيتا لهذا الصندوق تقترب من الواحد فإن سعر السهم يتحرك بما يتماشى مع السوق (تقلبات مساوية للسوق) سواء خلال سنة أو 3 سنوات.

الشكل رقم 17: التقلب على مدى سنة SPDR MSCI ACWI UCITS ETF



المصدر: (justetf, 2024)

3.3 صندوق Amundi MSCI All Country World UCITS ETF EUR Acc:

يكرر مؤشر Amundi MSCI All Country World UCITS ETF EUR Acc مؤشر MSCI All Country World Index (ACWI). يتتبع مؤشر MSCI العالمي لجميع الدول (ACWI) الأسهم الكبيرة والمتوسطة من 23 سوقا متقدمة و24 سوقا ناشئة حول العالم.

تبلغ نسبة إجمالي المصروفات (TER) لصندوق الاستثمار المتداول (ETF) 0.45 %سنويا، ويقوم صندوق الاستثمار المتداول (ETF) بإعادة إنتاج أداء المؤشر الأساسي بشكل صناعي عن طريق المقايضة. تتم رسملة أرباح صناديق الاستثمار المتداولة وإعادة استثمارها في صناديق الاستثمار المتداولة.

Amundi MSCI All Country World UCITS ETF EUR Acc عبارة عن صندوق استثمار متداول صغير بأصول تحت الإدارة بقيمة 98 مليون يورو، تم إطلاق هذا الصندوق في 5 سبتمبر 2011 ومقرها في لوكسمبورغ.(justetf, 2024) . صناديق Amundi ETFs هي صناديق استثمارية متداولة علنا توفر تعرضا صادقا ومنخفض التكلفة لمؤشر مرجعي.

الجدول رقم 29: بيانات وحقائق حول صندوق Amundi MSCI ACW UCITS ETF - Acc (EUR)

تاريخ إطلاق الصندوق	2011/09/05
إجمالي نسبة المصروفات TER	%0.45
المعيار	MSCI ACWI Index

صافي قيمة الأصول NAV	EUR 421.90
الأصول المدارة (مليون)	Million EUR 1,171.21

المصدر: (AMUNDI ETF , 2024, p. 1)

1.3.3 الأداء في Amundi MSCI ACW UCITS ETF - Acc (EUR)

الأداء السابق لا يضمن النتائج الحالية أو المستقبلية ولا يضمن العوائد المستقبلية، أي مكاسب أو خسائر لا تأخذ في الاعتبار أي تكاليف وعمولات وعائدات يتحملها المستثمر أثناء إصدار واسترداد الوحدات (مثل الضرائب أو رسوم الوساطة أو العمولات الأخرى التي يفرضها الوسيط المالي، وما إلى ذلك). إذا تم حساب الأداء بعملة أخرى غير اليورو، فإن أي مكاسب أو خسائر ناتجة قد تتأثر بتقلبات أسعار الصرف (صعودا أو هبوطا)، وتتوافق هذه الفجوة مع الفرق في أداء المحفظة والمؤشر (AMUNDI ETF , 2024, p. 2).

الجدول رقم 30: تطور أداء صندوق Amundi MSCI ACW UCITS ETF - Acc (EUR)

السنوات	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Amundi ETF - Acc (EUR) %	8.55	10.89	8.73	-5.07	28.66	6.43	27.33	-13.15	17.91
المعيار %	8.76	11.09	8.89	-4.85	28.93	6.65	27.54	-13.01	18.06

المصدر: (AMUNDI, 2024)

يتم حساب الأداء المتداول الموضح في الجدول السابق (رقم 30) اعتبارا من تاريخ إنشاء الصندوق، يتوافق الأداء المتداول مع تطور الأداء خلال فترة معينة. حيث كان أداء الصندوق المشار إليه (Amundi MSCI ACW UCITS ETF - Acc (EUR) يتوافق أو يقترب من الأداء المعياري خلال جميع السنوات حيث سجلت سنوات 2019، 2021، 2023 أكبر معدلات الأداء 28.66% و 27.33% و 17.91% على التوالي وهو ما يدل على زيادة الاهتمام بصناديق الاستثمار المتداولة خاصة خلال فترة COVID 19. أما سنة 2022 عادة ما تسجل تراجع في مستويات الأداء بسبب ارتفاع معدلات التضخم.

2.3.3 المخاطر في Amundi MSCI All Country World UCITS ETF EUR Acc:

التقلب هو مؤشر إحصائي يقيس مدى تغيرات الأصل حول متوسطه، فمثلا التغيرات بنسبة +/- 1.5% يوميا في الأسواق تتوافق مع تقلب بنسبة 25% سنويا. يقيس مؤشر خطأ التتبع فجوة العائد بين الصندوق والمؤشر. أما نسبة شارب تساعد المستثمرين على تقييم عوائد الاستثمار مقارنة بالمخاطر. (الجدول رقم 31).

الجدول رقم 31: مؤشرات المخاطر Amundi MSCI ACW UCITS ETF -Acc (EUR)

المخاطر	سنة	3 سنوات	منذ التأسيس
تقلبات المحفظة	%10.65	%12.66	%14.62

تقلب المؤشر	%10.65	%12.66	%14.61
خطأ التتبع	%0.20	%0.11	%0.06
نسبة شارب	1.73	0.57	0.81

المصدر: (AMUNDI ETF , 2024, p. 1)

يتضح من الجدول السابق أن قيمة تقلبات المحفظة للصندوق بلغت 10.65% خلال سنة و12.66% خلال 3 سنوات وهي مساوية لتقلبات المؤشر، وبما أن قيمتها مرتفعة زادت العوائد التي يحتمل أن يحصل عليها المستثمر. وكانت قيمة مؤشر خطأ التتبع (0.20% خلال سنة، 0.11% خلال 3 سنوات) وهي قيمة منخفضة تشير إلى احتمالية أكبر أن تقوم استراتيجية الاستثمار السلبي بتكرار الأداء المعياري بشكل فعال. أما نسبة شارب خلال سنة كانت 1.73 وهي قيمة أكبر من الواحد لذا فهي جيدة لأنها توفر ربحية زائدة فيما يتعلق بالتقلبات وبلغت 0.57 خلال 3 سنوات وهي ضعيفة.

4.3 صندوق Amundi MSCI All Country World UCITS ETF US Acc

(Amundi MSCI All Country World - Acc (USD هو صندوق استثمار متداول متوافق مع UCITS ويسعى إلى تكرار أداء مؤشر MSCI AC العالمي لصافي العائد بالدولار الأمريكي. مؤشر MSCI AC World Net Return USD، المقوم بالدولار USD هو مؤشر للأسهم يتم حسابه ونشره من قبل مزود المؤشرات الدولي MSCI.ACW.

تم تصميم المؤشر لقياس أداء الشركات المدرجة في الأسواق المتقدمة والناشئة. يتم ترجيح المؤشر من خلال القيمة السوقية المعدلة حسب التعويم .يهدف AMUNDI MSCI WORLD UCITS ETF ACC إلى تكرار أداء مؤشر MSCI العالمي ("المؤشر") بأكبر قدر ممكن، سواء كان الاتجاه صعوديا أو هبوطيا. يهدف الصندوق الفرعي إلى تحقيق مستوى من خطأ التتبع للصندوق الفرعي ومؤشره والذي لن يتجاوز عادة 1%. (Amundi ETF, 2024, pp. 1-3).

الجدول رقم 32: بيانات وحقائق حول صندوق Amundi MSCI ACW UCITS ETF - Acc (US)

تاريخ إطلاق الصندوق	2011/09/05
إجمالي نسبة المصروفات TER	%0.12
المعيار	MSCI ACWI Index
صافي قيمة الأصول NAV	USD 330.42
الأصول تحت الإدارة	Million USD 1.290.35

المصدر: (Amundi ETF, 2024, p. 1)

1.4.3 الأداء في Amundi MSCI ACW UCITS ETF - Acc (USD)

إذا تم حساب الأداء بعملة أخرى غير اليورو، فإن أي مكاسب أو خسائر ناتجة قد تتأثر بتقلبات أسعار الصرف (صعودا أو هبوطا)، وتتوافق هذه الفجوة مع الفرق في أداء المحفظة والمؤشر وهي نفس الملاحظة السابقة. إذ يبين الجدول الموالي أداء المحفظة للمدة الزمنية (2015-2023) مقارنة بمؤشرها المعياري.

الجدول رقم 33: تطور أداء صندوق Amundi MSCI ACW UCITS ETF - Acc (USD)

السنوات	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Amundi ETF - Acc (USD) %	-2.55	7.67	23.79	-9.63	26.34	16.01	18.35	-18.49	22.04
المعيار %	-2.35	7.87	23.97	-9.42	26.60	16.26	18.54	-18.36	22.20

المصدر: (Amundi ETF, 2024, p. 2)

يتبين من الجدول أعلاه، أن أداء الصندوق المشار إليه (Amundi MSCI ACW UCITS ETF - Acc (US)) يتوافق أو يقترب من الأداء المعياري خلال جميع السنوات حيث سجلت سنوات 2017، 2019، 2023 أكبر معدلات الأداء 23.79% و26.34% و 22.04% على التوالي وهو ما يدل على زيادة الاهتمام بصناديق الاستثمار المتداولة. أما سنة 2022 عادة ما تسجل تراجع في مستويات الأداء بسبب ارتفاع معدلات التضخم والذي أثر بشكل كبير على الاستثمار المالي.

2.4.3 المخاطر Amundi MSCI ACW UCITS ETF - Acc (USD)

قد يكون المؤشر الأساسي لصندوق Amundi ETF معقدا ومتقلبا، لذا يتم دائما حساب التقلبات كمؤشرات للمخاطر، متبوعة بمؤشر خطأ التتبع، ونسبة شارب الجدول (رقم 34).

الجدول رقم 34: مؤشرات المخاطر Amundi MSCI ACW UCITS ETF -Acc (US)

المخاطر	سنة	3 سنوات
تقلبات المحفظة	%12.35	%15.28
تقلب المؤشر	%12.34	%15.27
خطأ التتبع	%0.20	%0.12
نسبة شارب	1.01	0.08

المصدر: (Amundi ETF, 2024, p. 1)

يلاحظ من الجدول السابق أن قيمة تقلبات المحفظة للصندوق بلغت 12.35% خلال سنة و15.258% خلال 3 سنوات وهي قريبة جدا لقيمة تقلبات المؤشر، وبما أن قيمتها مرتفعة زادت العوائد التي يحتمل أن يحصل عليها المستثمر. وكانت قيمة مؤشر خطأ التتبع (0.20% خلال سنة، 0.12% خلال 3 سنوات) وهي قيمة منخفضة مما يعكس قدرة المدير على تكرار أداء المعيار وإدارة الانحرافات بشكل فعال. أما

نسبة شارب خلال سنة كانت 1.01 وهي قيمة أكبر من الواحد لذا فهي جيدة لأنها توفر ربحية زائدة فيما يتعلق بالتقلبات وبلغت 0.08 خلال 3 سنوات وهي ضعيفة.

من خلال تقديم أفضل صناديق الاستثمار المتداولة الأربعة المتضمنة في مؤشر MSCI ACW، اتضح أن صندوق iShares MSCI ACWI ETF هو الأفضل من بينهم سواء من حيث قيمة الأصول، التنويع، أو مستويات الأداء (العائد والمخاطر) أو حتى بالنسبة لخصائص الاستدامة. لهذا يعتبر هذا الصندوق مناسب لإجراء الجزء المتبقي من الدراسة التطبيقية.

II. تحليل ومقارنة الأداء المالي لصندوق ishares MSCI ACWI ETF

تعتبر استراتيجيات الاستثمار المستدام لمؤشر ishares MSCI ACWI ETF من أهم المؤشرات التي تعطي صورة واضحة حول كيفية تغيرات الأداء في المديين القصير والطويل. لتحليل أداء صناديق الاستثمار المتداولة، نستخدم بعض مؤشرات الأداء المعروفة مثل العائد نسبة شارب، إلى التقلب، وخطأ التتبع. والمقارنة بين صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة وغير المستدامة في الأسواق الناشئة والمتقدمة، سواء في حالة الفترات (سنة، 3 سنوات، 5 سنوات) أو في حالة الأداء السنوي (2019-2024) من خلال منصة الاستثمار TrackinSight والوقوف على أهم نتائج المقارنة التي تحقق أهداف الدراسة.

1. عينة وأساليب الدراسة التطبيقية:

إن اختيار العينة من الخطوات والمراحل الهامة لأي دراسة علمية، وتبدأ هذه المرحلة عادة منذ البدء في تحديد مشكلة الدراسة وأهدافها لوضع أساس منهجي يمكن من الوصول إلى الهدف الرئيسي للدراسة. ومن ثم البحث عن الأساليب والبرامج الإحصائية التي تساعد على التحليل والتقييم واستخلاص النتائج.

1.1 عينة الدراسة:

شملت هذه الدراسة عينة من صناديق ishares MSCI ACWI ETF يتم إدارتها بشكل سلبي تغطي الأسواق الناشئة والمتقدمة (119 صندوق في الأسواق المتقدمة و44 صندوق في الأسواق الناشئة)، وتم الحصول على البيانات مباشرة من منصة التداول Tracking Sight والتي تتضمن 49 صندوق مستدام في الأسواق المتقدمة و12 صندوق مستدام في الأسواق الناشئة. وتضم فترة قصيرة الأجل لتقييم الأداء المالي لصناديق ishares MSCI ACWI ETF المستدامة وغير المستدامة باستخدام مجموعة من المؤشرات المالية (العائد، التقلبات، نسبة شارب،....) خلال فترات زمنية (1 سنة، 3 سنوات، 5 سنوات) ومقارنة أداء صناديق (ESG) بنظيراتها غير (ESG) في كلا السوقين.

2.1 أساليب واختبارات الدراسة:

تم تطبيق أدوات القياس الاقتصادي باستخدام برنامج EVIEWS والبرنامج الاحصائي Minitab وتم صياغة فرضيات مختلفة لإجراء الدراسة وأهم الأساليب والاختبارات الإحصائية المستخدمة نلخصها فيما يلي:

– الإحصاءات الوصفية Descriptives Statistiques: (صافي، 2015، صفحة 132)

المتوسط الحسابي والوسيط: لمعرفة اتجاه البيانات سواء ارتفاعا أو انخفاضا.

الانحراف المعياري، أدنى قيمة، أعلى قيمة: بهدف معرفة ما إذا كانت البيانات تتمركز حول قيمة معينة أو تتشتت بعيدا عن هذه القيمة.

الالتواء والتفلطح: وذلك لمعرفة شكل التوزيع ويتعلق بأمرين: التناظر أو الالتواء، التطاول أو التفلطح.

إحصائية Jarque – Bera: لمعرفة طبيعة توزيع البيانات.

معامل التحديد R^2: يقيس نسب الاختلاف في المتغير التابع، أي يقيس القدرة التفسيرية لنموذج الانحدار (السواعي، 2012، صفحة 62).

– الارتباط، الانحدار (Corrélations, Régression):

الارتباط: لقياس قوة العلاقة بين متغيرين أو أكثر على أمل استخدام العلاقة المستنتجة في المساعدة في التنبؤ أو التقدير بقيم أحد هذه المتغيرات.

الانحدار الخطي: لتقدير نموذج الدراسة وتحليل العلاقة بين متغيرين أو أكثر (صافي، 2015، صفحة 132).

اختبار Dicky-Fuller GLS (ERS) : لدراسة استقرارية السلاسل الزمنية.

اختبار Linear Trend Model: لتحليل الاتجاه المستقبلي وتوقعات نمو معدلات الأداء في السنوات القادمة (قنديل، 2020، صفحة 478).

2. تحليل استراتيجيات الاستثمار المستدام لمؤشر ishares MSCI ACWI ETF

يعتبر ishares MSCI ACWI ETF من أبرز المؤشرات التي تتضمن صناديق استثمار متداولة مستدامة نظرا لخصائص وعوامل (ESG) التي يتميز بها عن باقي المؤشرات، على غرار استراتيجيات الاستثمار في العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة ونتائج (ESG)، بالإضافة إلى نتائج التصنيف في الأسواق الناشئة والمتقدمة.

1.2 في الأسواق الناشئة:

يوضح الجدول الموالي (الجدول رقم 35) أهم استراتيجيات الاستثمار التي ينتهجها صندوق ishares MSCI ACWI ETF للأسواق الناشئة ونتيجة عوامل (ESG).

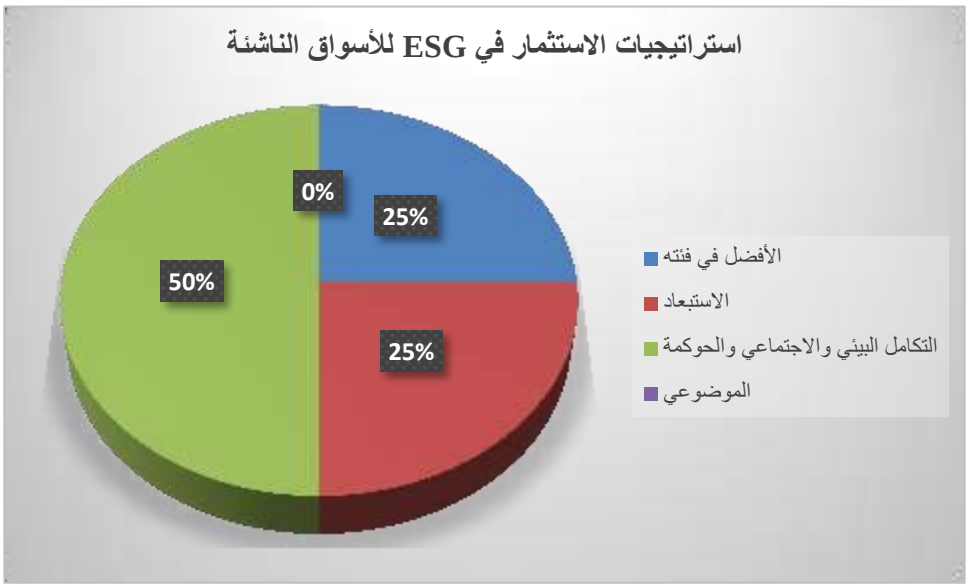
الجدول رقم 35: استراتيجيات الاستثمار المستدام لمؤشر ishares MSCI ACWI ETF

استراتيجيات الاستثمار في ESG	العدد	النسبة %	نتيجة ESG		
			النسبة	العدد	الدرجة
الأفضل في فئته	3	25.00	0	0	A^+
الاستبعاد	3	25.00	0	0	A
التكامل البيئي والاجتماعي والحوكمة	6	50.00	2.28	1	A^-
الموضوعي	/	/	4.54	2	B^+

B	5	11.36	100	12	المجموع
B^-	10	22.74			
C^+	8	18.18			
C	1	2.28			
C^-	10	22.74			
D	0	0			
NR	7	15.91			
Total	44	100			

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على: http://www.trackinsight.com

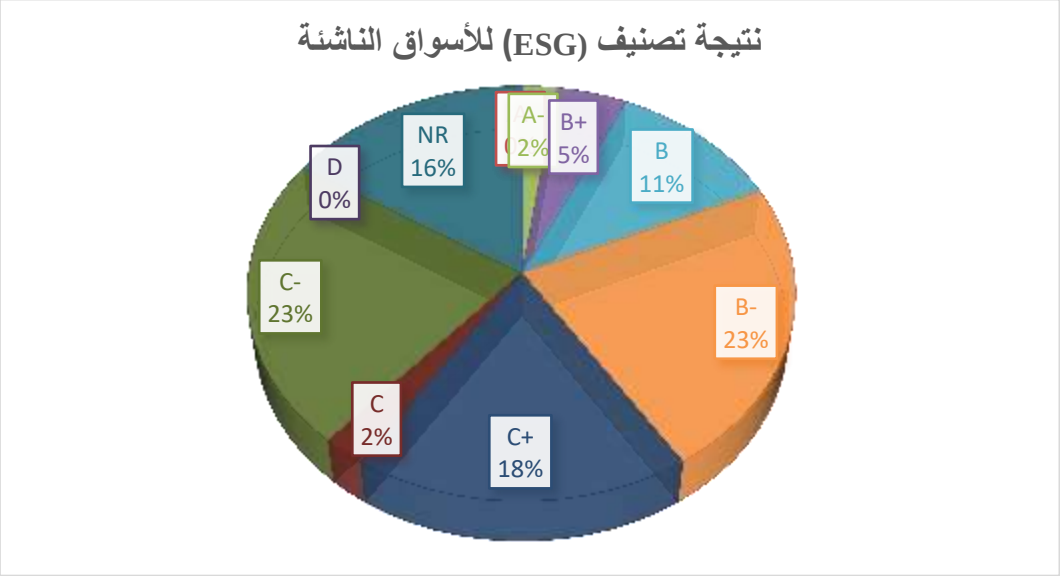
الشكل رقم 18: استراتيجيات الاستثمار في (ESG) للأسواق الناشئة



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على برنامج Excel

من الجدول أعلاه والشكل رقم (18)، بلاحظ أن استراتيجية التكامل البيئي، الاجتماعي والحوكمة تمثل النسبة الأكبر من بين استراتيجيات الاستثمار في عوامل ESG، وذلك بنسبة 50% من إجمالي صناديق الاستثمار المتداولة المتضمنة في ishares MSCI ACWI ETF للأسواق الناشئة، تليها استراتيجية الاستبعاد واستراتيجية الأفضل في فئته (25%) لكل منهما، ويعود هذا التفاوت أساسا إلى أن دمج المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة في استراتيجيات استدامة الاستثمار لا يجسد الاستدامة للمستقبل فحسب، بل يحقق وفورات مالية قوية وطويلة الأجل للأداء. فقد كانت المحافظ التي تركز على المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة في السنوات الخمس الماضية تحقق متوسط أداء سنوي أفضل بنسبة 1.8% من نظيراتها التقليدية وفقا لمؤشر MSCI (Green, 2024). وتعتبر صناديق الاستثمار المتداولة (ETFs) الاستبعادية (ESG) سهلة الفهم وبديلا طبيعيا للدخول في عالم الاستثمار المستدام للمستثمرين الذين لديهم بالفعل محفظة من صناديق الاستثمار المتداولة التي تتبع مؤشرات السوق الشهيرة. أما المزايا التي تتمتع بها استراتيجية الأفضل في فئتها مقارنة بالاستبعاد أنها تستطيع احترام تخصيص القطاعات في المؤشر الأصلي، لأنها تختار أفضل الشركات لكل قطاع.

الشكل رقم 19: نتيجة تصنيف (ESG) للأسواق الناشئة



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على برنامج Excel

في الأسواق الناشئة يوجد عدد قليل جدا من صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة المدرجة في الصنف "A" والذي تشير نتيجته إلى أداء ممتاز نسبيا في مجال (ESG) ودرجة عالية من الشفافية في الإبلاغ عن بيانات (ESG) المادية علنا. في حين توجد نسبة كبيرة نوعا ما (5 %، 11%، 23%) من صناديق الاستثمار المستدامة المتضمنة في ishares MSCI ACWI ETFs مدرجة في الصنف"B" الذي تشير نتيجته إلى أداء جيد نسبيا في مجال البيئة، المجتمع والحوكمة ودرجة أعلى من المتوسط من الشفافية في الإبلاغ عن بيانات المواد البيئية، الاجتماعية والحوكمة علنا. وبنسبة أكبر (18%، 2%، 23%)

ادرجت صناديق ishares MSCI ACWI ETFs في الصنف "C" والذي تشير نتيجته إلى أداء مرضي نسبيا في مجال البيئة، المجتمع والحوكمة ودرجة معتدلة من الشفافية في الإبلاغ عن بيانات البيئة، المجتمع والحوكمة المادية علنا، ولا توجد أي صناديق ishares MSCI ACWI ETFs مدرجة في الصنف D. أما بقية صناديق ishares MSCI ACWI ETFs (16%) موجودة خارج هذا التصنيف.

2.2 في الأسواق المتقدمة:

يوضح الجدول الموالي (الجدول رقم 36) أهم استراتيجيات الاستثمار التي ينتهجها مؤشر ishares MSCI ACWI ETFs للأسواق المتقدمة ونتيجة عوامل (ESG).

الجدول رقم 36: استراتيجيات الاستثمار المستدام لمؤشر ishares MSCI ACWI ETF

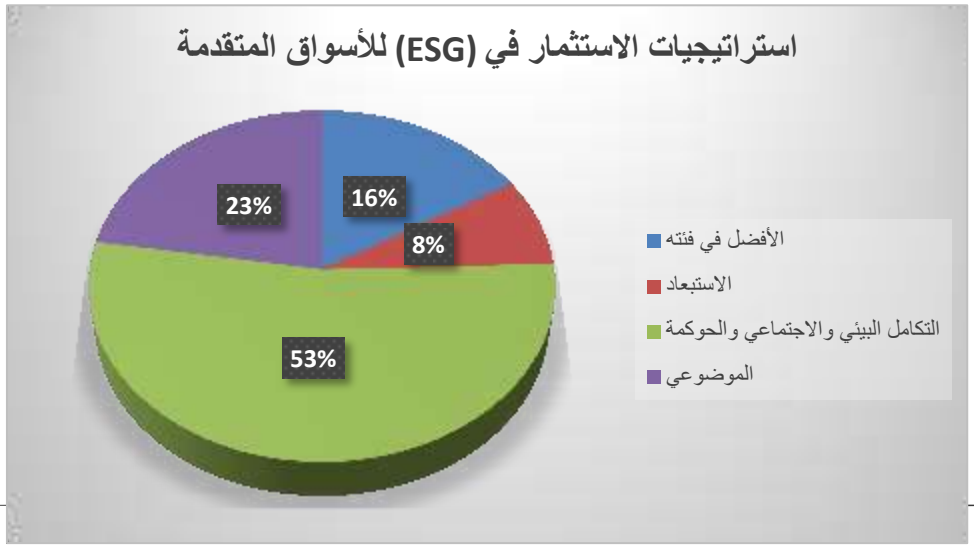
استراتيجيات الاستثمار في ESG	العدد	النسبة %	نتيجة ESG		
			النسبة	العدد	الدرجة
الأفضل في فئته	8	16.33	0	0	A^+
الاستبعاد	4	08.16	4.20	5	A

التكامل البيئي والاجتماعي والحوكمة	26	53.06	13	10.93	A^-
الموضوعي	11	22.45	11	9.24	B^+
المجموع	49	100	17	14.29	B
			7	5.88	B^-
			20	16.81	C^+
			10	8.40	C
			21	17.65	C^-
			3	2.52	D
			12	10.08	NR
			119	100	Total

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على: http://www.trackinsight.com

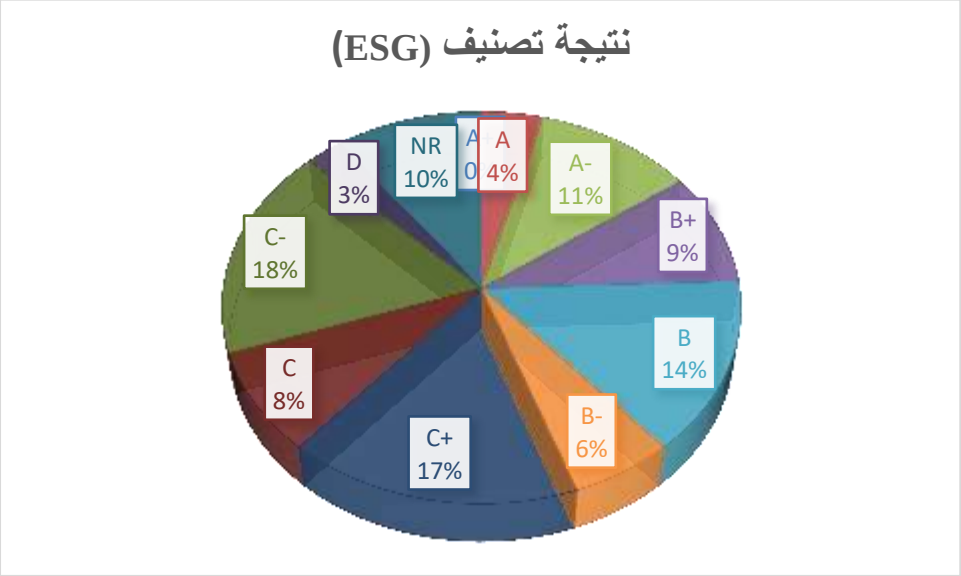
يلاحظ من الجدول أعلاه والشكل رقم (20)، أن استراتيجية التكامل البيئي، الاجتماعي والحوكمة تمثل النسبة الأكبر من بين استراتيجيات الاستثمار في عوامل (ESG)، وذلك بنسبة 53% من إجمالي صناديق الاستثمار المتداولة المتضمنة في ishares MSCI ACWI ETF للأسواق المتقدمة، تليها استراتيجية الاستثمار الموضوعي (23%)، ثم استراتيجية الأفضل في فئته (16%) وفي الأخير استراتيجية الاستبعاد 8%. ويرجع هذا التوزيع إلى أهمية دمج المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة في الاستثمارات طويلة الأجل والمستدامة. كما أن اختيار صندوق الاستثمار المتداول باستخدام استراتيجية (ESG) الموضوعية، أي الاستثمار في شركات تستمد إيراداتها من أعمال الطاقة النظيفة (مثل إنتاج الطاقة الشمسية أو طاقة الرياح أو الطاقة البديلة). لذا تعد استراتيجية (ESG) الموضوعية هي الأنسب لأنها تركز على الاستثمار بشكل أضيق بدلا من شراء السوق بالكامل. أما النسبة المنخفضة لاستراتيجية الاستبعاد مثلا فقد أظهرت أبحاث Trackinsight أن هذه الطريقة هي الأقل كفاءة في تحسين درجة (ESG) لصناديق الاستثمار المتداولة مقارنة بأساليب (ESG) الأخرى. فالصناديق التي تتبنى فحص الاستبعاد بالكاد تحسن التصنيفات مقارنة بنظرائها غير (ESG)، وهذا منطقي لأن هذه الاستراتيجية تتضمن أقل قدر من التعديلات في حيازات المحفظة، ولا يمكن لهذا النهج أن يضاهي تحويل نهج الاستثمار إلى الوفاء الكامل بمبادئ (ESG).

الشكل رقم 20: استراتيجيات الاستثمار في (ESG) للأسواق المتقدمة



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على برنامج Excel

الشكل رقم 21: نتيجة تصنيف (ESG) للأسواق المتقدمة



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على برنامج Excel

في الأسواق المتقدمة وعلى خلاف الأسواق الناشئة تتوزع صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة المدرجة في مؤشر ishares MSCI ACWI ETF على جميع درجات (ESG). ففي الصنف "A " والذي تشير نتيجته إلى أداء ممتاز نسبيا في مجال (ESG) ودرجة عالية من الشفافية في الإبلاغ عن بيانات (ESG) المادية علنا يوجد (4%، 11%). وتوجد نسبة (9%، 14%، 6%) من صناديق الاستثمار المستدامة المتضمنة في ishares MSCI ACWI ETF مدرجة في الصنف"B" الذي تشير نتيجته إلى أداء جيد نسبيا في مجال البيئية، المجتمع والحوكمة ودرجة أعلى من المتوسط من الشفافية في الإبلاغ عن بيانات المواد البيئية، الاجتماعية والحوكمة علنا. وبنسبة أكبر (17%، 8%، 18%) يوجد صناديق ishares MSCI ACWI ETF مدرجة في الصنف "C" والذي تشير نتيجته إلى أداء مرضي نسبيا في مجال البيئة، المجتمع والحوكمة ودرجة معتدلة من الشفافية في الإبلاغ عن بيانات البيئة، المجتمع والحوكمة المادية علنا. أما النسبة الضئيلة موجودة في الصنف "D" والذي تشير النتيجة فيه إلى ضعف الأداء النسبي في مجال البيئة، المجتمع والجوكمة ودرجة غير كافية من الشفافية في الإبلاغ عن البيانات المادية المتعلقة بالبيئية، المجتمع والحوكمة علنا. وبالنسبة لصناديق ishares MSCI ACWI ETF الموجودة خارج هذا التصنيف قليلة مقارنة بالأسواق الناشئة. وهذا راجع إلى نضج الأسواق المتقدمة وخصائصها التي تساعد على تبني معايير الاستثمار المستدام وامتلاكها لموارد مالية أكبر وتعمل في مواقع أكثر ملاءمة للبيئة، المجتمع والحوكمة.

3.2 لائحة توحيد إفصاحات العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة (SFDR):

تهدف SFDR إلى جعل ملفات تعريف الاستدامة للصناديق أكثر قابلية للمقارنة وأسهل في الفهم من قبل المستثمرين، تحدد اللائحة ثلاث فئات من الصناديق من الأقل إلى الأكثر استدامة:

- لا تتضمن صناديق "المادة 6" أي نوع من الاستدامة؛
- تعزز صناديق "المادة 8" الخصائص البيئية والاجتماعية (يجب أن يكون لديها أيضا ممارسات حوكمة جيدة)؛
- تهدف صناديق "المادة 9" إلى الاستثمار المستدام.

كجزء من متطلبات الإفصاح، حدد الاتحاد الأوروبي عددا من المؤشرات لتقييم استدامة الصناديق، تسمى هذه المؤشرات "مؤشرات التأثير الضار الرئيسية". وتجد جذورها في مقاييس (ESG) المعتادة التي يبحث عنها المستثمرون مثل: انبعاثات الكربون، التعرض للوقود الأحفوري، التنوع بين الجنسين والتعرض للفساد.

الجدول رقم 37: لائحة توحيد إفصاحات ESG لمؤشر ishares MSCI ACWI ETF

مواد SFDR	الأسواق الناشئة		الأسواق المتقدمة	
	العدد	النسبة %	العدد	النسبة %
المادة 6	/	/	/	/
المادة 8	7	58.33	38	77.55
المادة 9	0	0	0	0

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على: http://www.trackinsight.com

يوضح الجدول أعلاه لائحة توحيد إفصاحات (ESG) لمؤشر ishares MSCI ACWI ETF، ففي الأسواق الناشئة بلغت نسبة الصناديق التي تتميز بالخصائص البيئية، الاجتماعية وممارسات الحوكمة جيدة 58.33% من مجموع الصناديق المستدامة. أما في الأسواق المتقدمة بلغت نسبة الصناديق التي تتميز بالخصائص البيئية، الاجتماعية وممارسات حوكمة جيدة 77.55% من مجموع الصناديق المستدامة وهي نسبة عالية نسبيا مقارنة بالأسواق الناشئة، في حين لا يوجد أي صناديق للمادة 9 والتي تنص على الاستثمار المستدام في كلا السوقين.

4.2 أهداف التنمية المستدامة SDGs لـ (ishares MSCI ACWI ETF):

أهداف التنمية المستدامة هي مجموعة من 17هدفا قدمتها الأمم المتحدة في عام 2015، وهي مصممة لجعل العالم مكانا أفضل وأكثر استدامة ويجب تحقيقها بحلول عام 2030.

الجدول رقم 38: تطبيق أهداف التنمية المستدامة SDGs للأسواق الناشئة والمتقدمة

أهداف التنمية المستدامة	الأسواق الناشئة	الأسواق المتقدمة
1. القضاء على الفقر	0	0
2. القضاء على الجوع	0	0

3. الصحة الجيدة والرفاهية	0	0
4. التعليم الجيد	0	0
5. المساواة بين الجنسين	0	0
6. المياه النظيفة والصرف الصحي	0	**3**
7. الطاقة النظيفة وبأسعار معقولة	0	0
8. العمل اللائق والنمو الاقتصادي	0	0
9. الصناعة والابتكار والبنية والأساسية	0	**1**
10. الحد من التفاوتات	0	0
11. المدن والمجتمعات المستدامة	0	**1**
12. الاستهلاك والإنتاج المسؤولان	0	0
13. العمل المناخي	0	**6**
14. الحياة تحت الماء	0	0
15. الحياة على الأرض	0	0
16. السلام والعدالة والمؤسسات القوية	0	0
17. الشراكات لتحقيق الأهداف	0	0

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على: http://www.trackinsight.com

من الجدول أعلاه، يلاحظ أن صناديق ishares MSCI ACWI ETF للأسواق الناشئة لا تطبق أي هدف من أهداف التنمية المستدامة (17 هدف). أما في الأسواق المتقدمة نجد 3 صناديق تتبنى هدف المياه النظيفة والصرف الصحي، وصندوق واحد طبق هدف الصناعة، الابتكار والبنية الأساسية وصندوق واحد تبنى هدف المدن والمجتمعات المستدامة و6 صناديق تطبق هدف العمل المناخي. وبالنظر إلى النتائج المتوصل إليها مجتمعة، تظهر أن الأسواق الناشئة تتخلف عن أداء (ESG) في الأسواق المتقدمة.

3. تحليل ومقارنة الأداء المالي لصناديقishares MSCI ACWI ETF بواسطة الاحصاء الوصفي:

يعتمد تقييم الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة المستدامة وغير المستدامة في هذه الدراسة على الأداء، العائد، التقلبات، التدفقات ونسبة شارب، حيث تم حساب المتوسطات الحسابية لكل متغير يمثل الأداء العام. بالإضافة إلى الانحرافات المعيارية...من خلال برنامج Eviews الخ. كما تم إجراء اختبار Jarque-Bera لمعرفة طبيعة توزيع البيانات ومدى ملاءمتها لإجراء بقية الدراسة التطبيقية.

1.3 تحليل ومقارنة العائد (Return):

يوضح الجدول الموالي العائد المالي لصناديق الاستثمار المتداولة المدرجة في مؤشر ishares MSCI ACWI (ETFs) للأسواق الناشئة والمتقدمة المستدامة وغير المستدامة، فمن خلال البرنامج الإحصائي Eviews تم الحصول على النتائج التالية:

الجدول رقم 39: الإحصاء الوصفي لعائد صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة

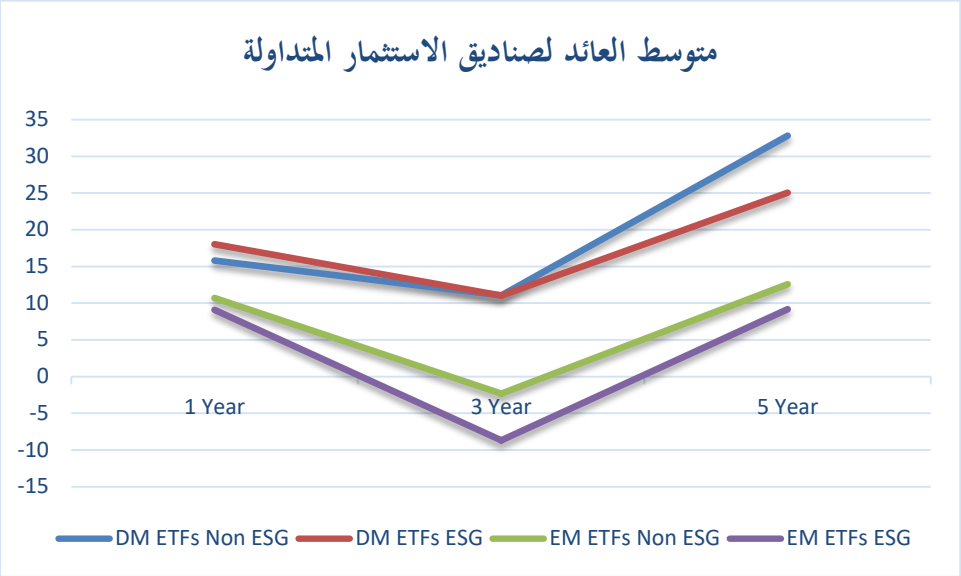
	ETF DM NON ESG	ETF DM ESG	ETF EM NON ESG	ETF EM ESG
Mean	**19.86000**	**18.000000**	**3.156667**	**6.940000**
Median	15.77000	**18.000000**	9.040000	10.65000
Maximum	32.7900	25.00000	9.1500000	12.53000
Minimum	11.02000	11.00000	-8.720000	-2.360000
Std. Dev.	**11.44680**	**7.000000**	**10.28564**	**8.108705**
Skewness	0.572609	0.00000	-0.707016	-0.664586
Kurtosis	1.500000	1.500000	1.500000	1.500000
Jarque-Bera	**0.445191**	**0.281250**	**0.531186**	**0.502087**
Probability	**0.800439**	**0.868815**	**0.766751**	**0.777988**
Sum	59.58000	54.00000	9.470000	20.82000
Sum Sq. Dev.	262.0586	98.0000	211.5889	131.5022
Observations	3	3	3	3

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على برنامج Eviews13

في الأسواق المتقدمة:

بلغ متوسط القيمة لعوائد صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة 19.86 طيلة فترات المشاهدة (1 سنة، 3 سنوات، 5 سنوات) وهي قيمة عالية أكبر من متوسط القيمة لعوائد صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة 18.00. ويعود هذا الانخفاض حسب الشكل (رقم 22) إلى تراجع معدلات العائد سنتي 2019-2020 لتأثرها بأزمة كوفيد-19، بالنسبة للصناديق التي تراعي العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة في استثماراتها. أي أنها تتأثر بشكل كبير بظروف وحساسية السوق. يفترض الانحراف المعياري أن العوائد يتم توزيعها بشكل طبيعي. لكن توزيع عوائد صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة وغير المستدامة ليس متماثلا (متقلب) حول متوسطاتها لأن الانحراف ليس صفرا لأي صندوق استثمار متداول (11.44، 7.00)، مؤشر أو اختبار جاك بيرا لصناديق الاستثمار المتداولة قريب من الصفر كما أن القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار أكبر من 0.05، مما يدل على أن بيانات عائدات صناديق الاستثمار المتداولة قريبة من المتوسط وتتوزع بشكل طبيعي.

الشكل رقم 22: متوسط العائد لصناديق الاستثمار المتداولة (ETFs)



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على برنامج Excel

في الأسواق الناشئة:

بلغ متوسط القيمة لعوائد صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة 6.94 طيلة فترات المشاهدة (1 سنة، 3 سنوات، 5 سنوات) وهي قيمة عالية أكبر من متوسط القيمة لعوائد صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة 3.16. ويعود هذا التفاوت أساسا حسب الشكل (رقم 22) إلى زيادة معدلات العائد بالنسبة للصناديق التي تراعي العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة في استثماراتها. كما تظهر نتائج الانحراف أن توزيع العائدات ليس متماثلا (متقلبا) حول متوسطاتها لأن الانحراف لا يساوي الصفر لأي من صناديق الاستثمار المتداولة (10.28 و8.10)، اختبار جاك بيرا لصناديق الاستثمار المتداولة قريب من الصفر كما أن القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار أكبر من 0.05، مما يدل على أن بيانات عائدات صناديق الاستثمار المتداولة قريبة من المتوسط وتتوزع بشكل طبيعي. وعليه يمكن القول أن الاستثمار في عوامل (ESG) يعتبر بديلا استثماريا مناسبا.

2.3 تحليل ومقارنة نسبة شارب (Sharp Ratio):

تستخدم هذه النسبة لفهم عائد الاستثمار مقارنة بمخاطره، ويوضح الجدول الموالي نسبة شارب لصناديق الاستثمار المتداولة المدرجة في مؤشر ishares MSCI ACWI ETF للأسواق الناشئة والمتقدمة المستدامة وغير المستدامة، فمن خلال البرنامج الإحصائي Eviews تم الحصول على النتائج التالية:

الجدول رقم 40: الإحصاء الوصفي لنسبة شارب

	ETF DM NON ESG	ETF DM ESG	ETF EM NON ESG	ETF EM ESG
Mean	**0.653333**	**0.670000**	**0.313333**	**0.200000**
Median	0.300000	**0.220000**	0.140000	0.090000
Maximum	1.420000	1.580000	0.840000	0.690000
Minimum	0.240000	0.210000	-0.040000	-0.180000

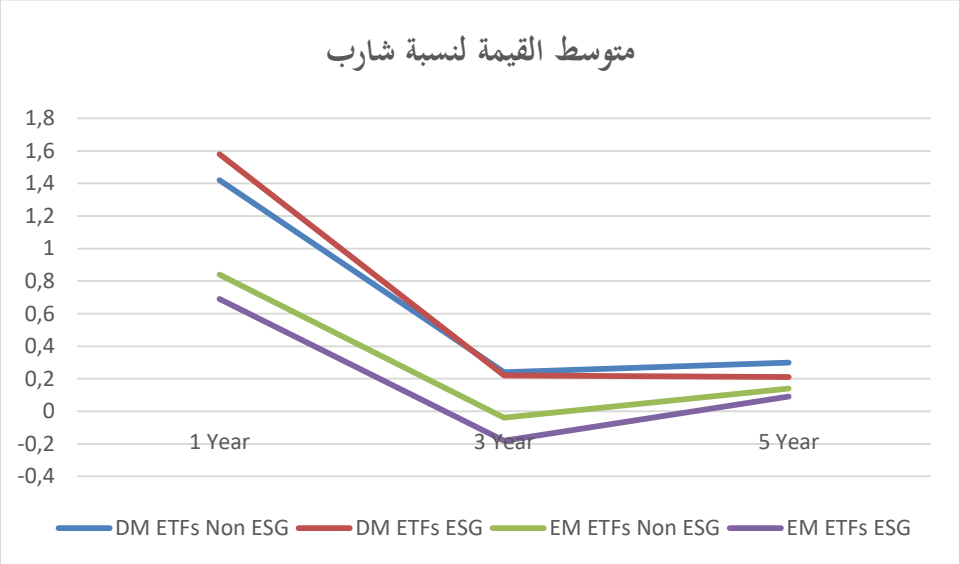
Std. Dev.	**0.664630**	**0.788099**	**0.464901**	**0.445309**
Skewness	0.700629	0.706979	0.589735	0.426113
Kurtosis	1.500000	1.500000	1.500000	1.500000
Jarque-Bera	**0.526691**	**0.531159**	**0.455144**	**0.372036**
Probability	**0.768476**	**0.766761**	**0.796465**	**0.830259**
Sum	1.960000	2.010000	0.940000	0.600000
Sum Sq. Dev.	0.883467	1.242200	0.432267	0.396600
Observations	3	3	3	3

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على برنامج Eviews13

في الأسواق المتقدمة:

يلاحظ من الجدول أعلاه أن متوسط القيمة لنسبة شارب لصناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة بلغ 0.65 طيلة فترات المشاهدة (1 سنة، 3 سنوات، 5 سنوات) وهي أقل بقليل من متوسط القيمة لنسبة شارب في صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة 0.67 أي أن صناديق الاستثمار المتداولة في الحالتين تتمتع بنسبة شارب إيجابية. وبما أن هذه القيمة ايجابية وتقترب من الواحد فهذا يعطي مؤشر جيد على تحسن هذه النسبة في المستقبل القريب خاصة بالنسبة للصناديق التي تراعي العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة في استثماراتها. لكن توزيع الأداء المعدل حسب المخاطر لصناديق الاستثمار المتداولة المستدامة وغير المستدامة ليس متماثلا حول متوسطاتها لأن الانحراف ليس صفرا لأي صندوق استثمار متداول (0.66، 0.78)، ويتأكد طبيعية توزيع الأداء المعدل حسب المخاطر من خلال النتائج المهمة لاختبارات جاك بيرا (لأن القيمة الاحتمالية أكبر من 0.05).

الشكل رقم 23: متوسط نسبة شارب لصناديق الاستثمار المتداولة (ETFs)



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على برنامج Excel

في الأسواق الناشئة:

يلاحظ من الجدول أعلاه أن متوسط القيمة لنسبة شارب لصناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة بلغ 0.31 طيلة فترات المشاهدة (1 سنة، 3 سنوات، 5 سنوات) وهي أكبر بقليل من متوسط القيمة لنسبة شارب في صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة 0.20 أي أن صناديق الاستثمار المتداولة في الحالتين تتمتع بنسبة شارب إيجابية. وبما أن هذه القيمة ايجابية لكنها أقل من الواحد فهذا يدل على أن الأداء المعدل حسب المخاطر منخفض. ويعود هذا الانخفاض خصوصا إلى أهمية تأثير العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة أثناء الأزمات والظروف السياسية (من 2019 إلى غاية 2022) بالنسبة لصناديق الاستثمار المتداولة المستدامة. لكن توزيع الأداء المعدل حسب المخاطر لصناديق الاستثمار المتداولة المستدامة وغير المستدامة ليس متماثلا حول متوسطاتها لأن الانحراف ليس صفرا لأي صندوق استثمار متداول (0.46، 0.44)، ويتأكد طبيعية توزيع الأداء المعدل حسب المخاطر من خلال النتائج المهمة لاختبارات جاك بيرا (لأن القيمة الاحتمالية أكبر من 0.05).

3.3 تحليل ومقارنة التقلبات (Volatility):

يشير التقلب في صناديق الاستثمار المتداولة إلى درجة تقلب الأسعار، أو عدم اليقين في الأسواق المالية. يوضح الجدول الموالي مؤشر التقلب لصناديق الاستثمار المتداولة المدرجة في مؤشر ishares MSCI ACWI (ETFs) للأسواق الناشئة والمتقدمة المستدامة وغير المستدامة، فمن خلال البرنامج الإحصائي Eviews تم الحصول على النتائج التالية:

الجدول رقم 41: الإحصاء الوصفي لمؤشر التقلب

	ETF DM NON ESG	ETF DM ESG	ETF EM NON ESG	ETF EM ESG
Mean	**0.123333**	**0.096667**	0.130000	**0.146667**
Median	0.130000	**0.110000**	0.130000	0.140000
Maximum	0.140000	0.110000	0.140000	0.160000
Minimum	0.100000	0.070000	0.120000	0.140000
Std. Dev.	**0.020817**	**0.023094**	**0.010000**	**0.011547**
Skewness	-0.528005	-0.707107	0.000000	0.707107
Kurtosis	1.500000	1.500000	1.500000	1.500000
Jarque-Bera	0.420645	**0.531250**	**0.281250**	**0.531250**
Probability	**0.810323**	**0.766727**	**0.868815**	**0.766727**
Sum	0.370000	0.290000	0.3900000	0.440000
Sum Sq. Dev.	0.000867	0.001067	0.000200	0.000267
Observations	3	3	3	3

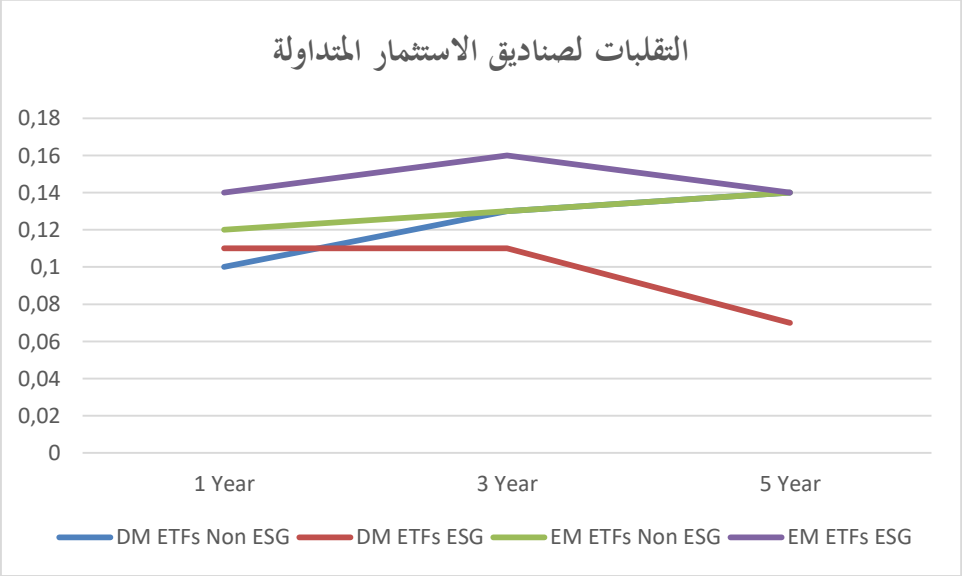
المصدر: تم إعداده بالاعتماد على برنامج Eviews13

في الأسواق المتقدمة:

بلغ متوسط قيمة التقلبات لصناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة 12.33 % طيلة فترات المشاهدة (1 سنة، 3 سنوات، 5 سنوات) وهي قيمة عالية أكبر من متوسط القيمة للتقلب في صناديق الاستثمار المتداولة

المستدامة 9.66% وهذا التفاوت يمكن تفسيره من خلال أن الاستثمارات التي تركز على الاستدامة يمكن أن تقلل من المخاطر المرتبطة بالتغييرات البيئية، الاجتماعية والتنظيمية، مما يساعد في حماية الاستثمارات. لكن تقلبات صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة وغير المستدامة متماثلا حول متوسطاتها لأن الانحراف قريب من الصفر لمعظم صناديق الاستثمار المتداولة (0.02 في الحالتين)، مؤشر أو اختبار جاك بيرا لصناديق الاستثمار المتداولة قريب من الصفر كما أن القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار أكبر من 0.05، مما يدل على أن تقلبات صناديق الاستثمار المتداولة قريبة من المتوسط وتتوزع بشكل طبيعي. لذلك يستخدم المستثمرون صناديق الاستثمار المتداولة المتقلبة لأغراض مختلفة. حيث يستخدمها بعض المتداولين والمستثمرين لأغراض التحوط، بهدف حماية محافظهم الاستثمارية من الانكماش المحتمل في السوق أو الارتفاع المفاجئ في التقلبات.

الشكل رقم 24: متوسط التقلبات لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على برنامج Excel

في الأسواق الناشئة:

بلغ متوسط قيمة التقلبات لصناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة 13 % طيلة فترات المشاهدة (1 سنة، 3 سنوات، 5 سنوات) وهي أقل من متوسط القيمة للتقلب في صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة 14.66% وهذا راجع إلى أن التغيرات في السياسات الحكومية والتنظيميات البيئية، تغييرات اللوائح أو عدم اليقين السياسي مثل ما حدث سنة 2022 (الشكل رقم 24) قد تؤدي إلى تقلبات في الأسواق الناشئة. لكن تقلبات صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة وغير المستدامة متماثلا حول متوسطاتها لأن الانحراف المعياري قريب من الصفر لمعظم صناديق الاستثمار المتداولة (0.01 في الحالتين)، مؤشر أو اختبار جاك بيرا لصناديق الاستثمار المتداولة قريب من الصفر كما أن القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار أكبر من 0.05، مما يدل على أن تقلبات صناديق الاستثمار المتداولة قريبة من المتوسط وتتوزع بشكل طبيعي.

لهذا من المهم ملاحظة أن **صناديق الاستثمار المتداولة المتقلبة** هي أدوات مالية معقدة وقد تنطوي على مخاطر كبيرة، لذا يجب أن يفهم المستثمرين تماما **أهدافهم الاستثمارية واستراتيجياتهم ومخاطرهم وتكاليفهم**.

4.3 تحليل ومقارنة الأداء (Performance):

يوضح الجدول رقم (42) تحليل ومقارنة الأداء السنوي لصناديق الاستثمار المتداولة المستدامة وغير المستدامة لمؤشر ishares MSCI ACWI ETF خلال الفترة (2019-2024). في الأسواق الناشئة والمتقدمة. فمن خلال البرنامج الإحصائي Eviews تم الحصول على النتائج التالية:

الجدول رقم 42: الإحصاء الوصفي لأداء صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)

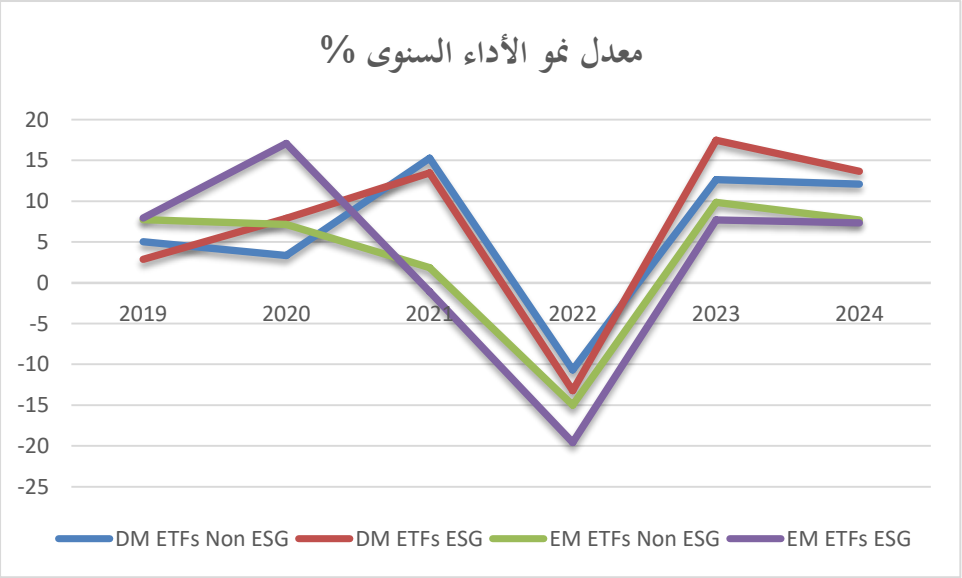
	ETF DM NON ESG	ETF DM ESG	ETF EM NON ESG	ETF EM ESG
Mean	**6.311667**	**7.050000**	**3.235000**	**3.246667**
Median	**8.595000**	10.70000	7.450000	7.525000
Maximum	15.30000	17.50000	9.880000	17.09000
Minimum	-10.66000	-13.20000	-14.98000	-19.56000
Std. Dev.	**9.519908**	**11.16275**	**9.314395**	**12.56499**
Skewness	-0.948866	-1.050753	-1.493700	-0.997014
Kurtosis	2.698150	2.845023	3.606093	2.973276
Jarque-Bera	**0.953125**	**1.110087**	**2.322978**	**0.994216**
Probability	**0.630298**	**0.574047**	**0.313020**	**0.608287**
Observations	6	6	6	6

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على برنامج Eviews13

في الأسواق المتقدمة:

من الجدول أعلاه يلاحظ أن معدل نمو أداء صناديق الاستثمار المتداولة (ESG) كان أفضل من صناديق الاستثمار المتداولة غير (ESG). طيلة فترات المشاهدة (من 2019 إلى 2024) أي أن صناديق الاستثمار المتداولة التي تراعي عوامل (ESG) تميل إلى تحقيق أداء أفضل على المدى الطويل من نظيراتها غير (ESG). من خلال المرونة والقدرة على التكيف مع التحديات الجديدة التي تعزز من فرص نجاح هذه الصناديق، مما يزيد من جاذبيتها للمستثمرين. ويلاحظ أيضا أن معدل نمو أداء صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة وغير المستدامة ليس متماثلا حول متوسطاتها لأن الانحراف ليس صفرا لأي صندوق استثمار متداول (9.51، 11.16)، كما أن القيمة الاحتمالية لمؤشر أو اختبار جاك بيرا لصناديق الاستثمار المتداولة أكبر من 0.05، مما يدل على أن البيانات المتعلقة بأداء صناديق الاستثمار المتداولة تتوزع بشكل طبيعي.

الشكل رقم 25: معدل نمو الأداء السنوي % لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على برنامج Excel

في الأسواق الناشئة:

من الجدول أعلاه يلاحظ أن معدل نمو أداء صناديق الاستثمار المتداولة (ESG) ومعدل نمو أداء صناديق الاستثمار المتداولة غير (ESG) متقارب جدا. طيلة فترات المشاهدة (من 2019 إلى 2024). ويعود هذا التقارب أساسا إلى أنه في بعض الحالات قد تكون العوائد المتوقعة للاستثمار في (ESG) أقل بسبب العوامل الاقتصادية والتغيرات في السوق تؤدي إلى تقلبات تؤثر على الأداء. ويلاحظ أيضا أن معدل نمو أداء صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة وغير المستدامة ليس متماثلا حول متوسطاتها لأن الانحراف ليس صفرا لأي صندوق استثمار متداول (9.31، 12.56)، كما أن القيمة الاحتمالية لمؤشر أو اختبار جاك بيرا لصناديق الاستثمار المتداولة أكبر من 0.05، مما يدل على أن البيانات المتعلقة بأداء صناديق الاستثمار المتداولة في الأسواق الناشئة تتوزع بشكل طبيعي.

من الشكل رقم (25) يلاحظ تراجع كبير في معدل نمو الأداء السنوي سنة 2022 بسبب تصاعد المخاطر الجيوسياسية (التدخل العسكري الروسي على أوكرانيا) والذي أدى إلى استمرار الاضطراب في سلاسل التوريد وصدمات الطاقة والتضخم المفرط، سواء في الأسواق الناشئة أو المتقدمة.

5.3 تحليل ومقارنة التدفقات (Flows):

يوضح الجدول رقم (43) الإحصاء الوصفي لتدفقات صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة وغير المستدامة لمؤشر ishares MSCI ACWI ETF خلال الفترة (2019-2024). في الأسواق الناشئة والمتقدمة. فمن خلال البرنامج الإحصائي Eviews تم الحصول على النتائج التالية:

الجدول رقم 43: الإحصاء الوصفي لتدفقات صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs)

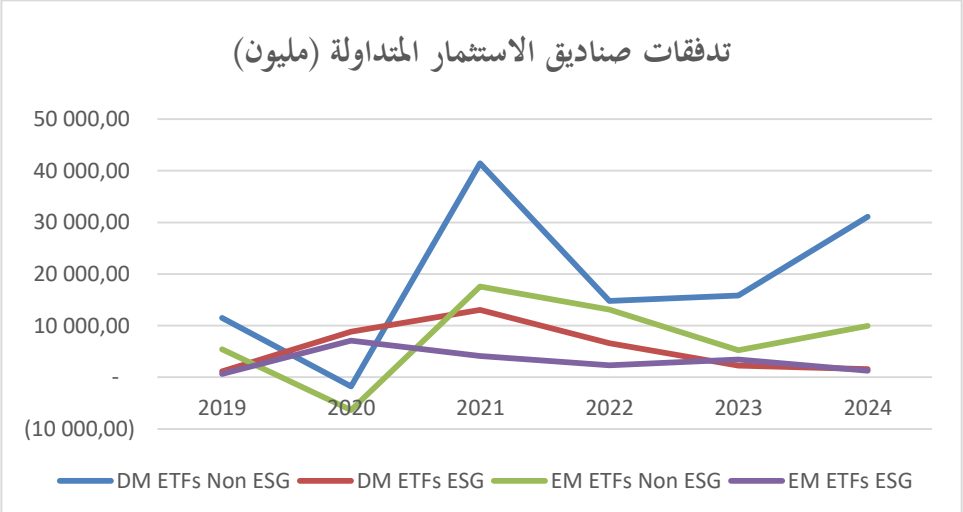
	ETF DM NON ESG	ETF DM ESG	ETF EM NON ESG	ETF EM ESG
Mean	**18.80333**	**5.558333**	**7.476667**	**3.131667**
Median	**15.28500**	4.430000	7.655000	2.855000
Maximum	41.45000	13.03000	17.57000	7.070000
Minimum	-1.760000	1.100000	-6.370000	0.630000
Std. Dev.	**15.26183**	**4.779541**	**8.258115**	**2.324559**
Skewness	0.263670	0.529775	-0.564815	0.685195
Kurtosis	2.068529	1.839427	2.489454	2.412046
Jarque-Bera	**0.286431**	**0.617394**	**0.384180**	**0.555919**
Probability	**0.866567**	**0.734403**	**0.825233**	**0.757328**
Observations	6	6	6	6

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على برنامج Eviews13

في الأسواق المتقدمة:

بلغ متوسط القيمة لتدفقات صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة 18.80 طيلة فترات المشاهدة (2019-2024) وهي قيمة عالية أكبر بكثير من متوسط القيمة لتدفقات صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة 5.55، أي أن التدفقات المتأتية من صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة لديها معدل زيادة أكبر من التدفقات المتأتية من صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة وبما أن الأسهم والدخل الثابت تهيمن على زيادة التدفقات فإن الصناديق التي تراعي العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة تتأثر بتراجع معدلات الأداء بشكل كبير (سنة 2020). لكن توزيع تدفقات صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة وغير المستدامة ليس متماثلا (متقلب) حول متوسطاتها لأن الانحراف ليس صفرا لأي صندوق استثمار متداول (15.26، 4.77)، مؤشر أو اختبار جاك بيرا لصناديق الاستثمار المتداولة قريب من الصفر كما أن القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار أكبر من 0.05، مما يدل على أن بيانات تدفقات صناديق الاستثمار المتداولة تتوزع بشكل طبيعي.

الشكل رقم 26: تدفقات صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) (مليون)



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على برنامج Excel

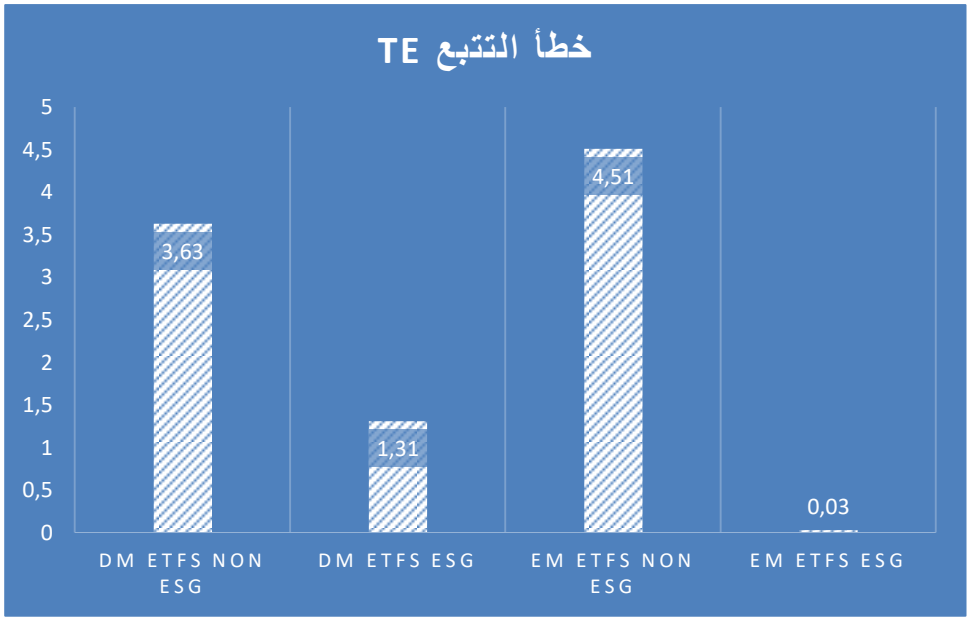
في الأسواق الناشئة:

بلغ متوسط القيمة لتدفقات صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة 7.47 طيلة فترات المشاهدة (2019-2024) وهي قيمة عالية أكبر من متوسط القيمة لتدفقات صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة 3.13، أي أن التدفقات المتأتية من صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة لديها معدل زيادة أكبر من التدفقات المتأتية من صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة وبما أن الأسهم والدخل الثابت تهيمن على زيادة التدفقات فإن الصناديق التي تراعي العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة تتأثر بتراجع معدلات الأداء بشكل كبير (سنة 2020). لكن توزيع تدفقات صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة وغير المستدامة ليس متماثلا (متقلب) حول متوسطاتها لأن الانحراف ليس صفرا لأي صندوق استثمار متداول (8.25، 2.32)، مؤشر أو اختبار جاك بيرا لصناديق الاستثمار المتداولة قريب من الصفر كما أن القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار أكبر من 0.05، مما يدل على أن بيانات تدفقات صناديق الاستثمار المتداولة تتوزع بشكل طبيعي في الأسواق الناشئة.

6.3 تحليل ومقارنة خطأ التتبع (T/E):

يلعب خطأ التتبع دورا مهما في تقييم خيارات الصناديق المتداولة في البورصة المختلفة حيث يكون الالتزام بالمعيار المرجعي أي خطأ التتبع المنخفض أمرا بالغ الأهمية. لذا يوضح الشكل أدناه قيم خطأ التتبع لصناديق الاستثمار المتداولة لمؤشر ishares MSCI ACWI ETF حسب أربع حالات مختلفة.

الشكل رقم 27: قيم خطأ التتبع %



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على برنامج Excel

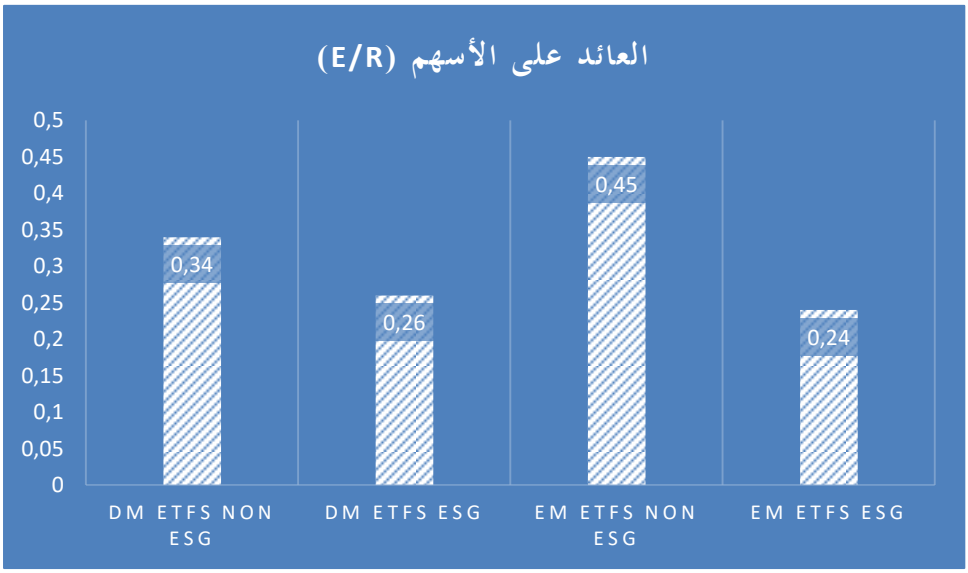
من الشكل أعلاه يلاحظ أن قيمة مؤشر خطأ التتبع لصناديق الاستثمار المتداولة المستدامة وغير المستدامة المدرجة في مؤشر ishares MSCI ACWI ETF كانت منخفضة في حالة الصناديق المستدامة ETF

(ESG) (1.31% للصناديق المستدامة في الأسواق المتقدمة، 0.03% للصناديق المستدامة في الأسواق الناشئة). وتشير هذه القيمة المنخفضة إلى احتمالية أكبر أن تقوم استراتيجية الاستثمار السلبي بتكرار الأداء المعياري وإدارة الانحرافات بشكل فعال. أي أن صناديق الاستثمار المتداولة يتم إدارتها بشكل فعال تماما في حالة الاستثمار المستدام (ESG) وفي الأسواق الناشئة أفضل مقارنة بالأسواق المتقدمة، ويؤكد هذا التفوق أن الأسواق الناشئة قد تصبح أكثر قدرة على المنافسة مقارنة بصناعة الصناديق المدارة بنشاط في الأسواق المتقدمة.

7.3 تحليل ومقارنة العائد على الأسهم (E/R):

إن العائد على حقوق المساهمين الذي يزيد عن 20% يعتبر ممتازا في كثير من الأحيان حتى لو لم يتسنى مقارنة الأخير بمتوسط العائد على حقوق المساهمين للقطاع الذي تمت دراسته. كما في هذه الحالة.

الشكل رقم 28: قيم العائد على الأسهم (E/R)



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على برنامج Excel

من الشكل أعلاه يلاحظ أن قيم العائد على الأسهم لصناديق الاستثمار المتداولة لمؤشر ishares MSCI ACWI ETF كانت مرتفعة في جميع الحالات، حيث يشير ارتفاع معدل العائد على حقوق المساهمين إلى أن فريق إدارة الشركة أكثر كفاءة عندما يتعلق الأمر باستخدام الاستثمار في (ETFs) لتنمية أعمالهم (ومن المرجح أن يوفر عوائد أفضل للمستثمرين). لكن الملاحظ أيضا أن قيم R/E في حالة الصناديق غير المستدامة كانت دائما أفضل من نظيراتها المستدامة سواء في الأسواق الناشئة أو المتقدمة. ولعل هذا الاختلاف يعود لمراعاة عوامل (ESG) في حالة الاستثمار المستدام.

III. تحليل الارتباط، الانحدار، الاتجاه، واختبار الفرضيات

يسعى هذا الجزء إلى دراسة علاقات الارتباط بين متغيرات الدراسة، بالإضافة إلى تحليل نماذج الانحدار الخطي البسيط لدراسة تأثير المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة. وقياس القدرة التفسيرية للنموذج من خلال معاملات التحديد ومعاملات التحديد المعدلة وفق الحالات الموجودة. كما يتطلب الأمر دراسة الاتجاه المستقبلي

لتغير مستويات ومؤشرات الأداء المالي في ظل تبني المعايير البيئية، الاجتماعية والحوكمة باستخدام البرنامج الإحصائي Minitab، وفي الأخير اختبار فرضيات الدراسة وفق النتائج المحصل عليها.

1. تحليل علاقات الارتباط:

يستخدم معامل الارتباط بيرسون لقياس قوة الارتباط بين متغيرين، فإذا كان معامل الارتباط موجب الإشارة يكون الارتباط طردي. وإذا كان معامل الارتباط سالب الإشارة يكون الارتباط عكسي.

1.1 تحليل الارتباط بين الأداء والتدفقات:

اعتمادا على البيانات السنوية المحصل عليها من منصة التداول Trackinsight المتعلقة بالأداء السنوي والتدفقات السنوية، وبعد معالجتها بالبرنامج الاحصائي Minitab تم الحصول على النتائج الموضحة في الجدول الموالي. حسب أربع حالات (صناديق استثمار متداولة مستدامة وغير مستدامة، في الأسواق الناشئة والمتقدمة).

الجدول رقم 44: معامل الارتباط بين الأداء والتدفقات

	معامل الارتباط (R)	القيمة الاحتمالية (P)
PERFORMANCE & FLOWS DM ETFS NON ESG	0.543	0.940
PERFORMANCE & FLOWS DM ETFS ESG	-0.047	0.929
PERFORMANCE & FLOWS EM ETFS NON ESG	-0.480	0.335
PERFORMANCE & FLOWS EM ETFS ESG	0.348	0.499

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

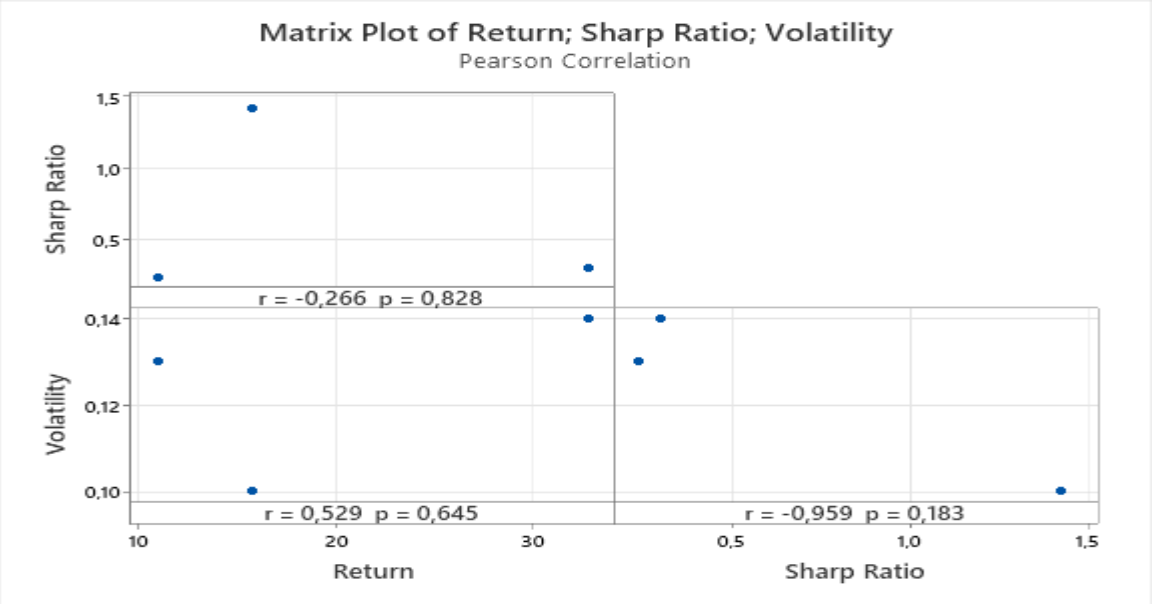
في الأسواق المتقدمة: من الجدول أعلاه يلاحظ أن قيمة معامل الارتباط بين الأداء والتدفقات كانت موجبة في حالة صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط **(r=0.543)** بقيمة احتمالية (p=0.940)، مما يدل على أن هناك علاقة ارتباط **طردية** بين الأداء المالي والتدفقات. فكلما زادت معدلات نمو الأداء زادت تدفقات صناديق الاستثمار المتداولة. في حين كانت قيمة معامل الارتباط بين الأداء والتدفقات سالبة في حالة صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط **(r= -0.047)** بقيمة احتمالية (p=0.929)، مما يدل على أن هناك علاقة ارتباط **عكسية** بين الأداء المالي والتدفقات. فكلما زادت معدلات نمو الأداء تراجعت تدفقات صناديق الاستثمار المتداولة.

في الأسواق الناشئة: بلغت قيمة معامل الارتباط بين الأداء والتدفقات في حالة صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة **(r= -0.480)** بقيمة احتمالية (p=0.335)، وهي سالبة مما يدل على أن هناك علاقة ارتباط **عكسية** بين الأداء المالي والتدفقات. فكلما زادت معدلات نمو الأداء انخفضت تدفقات صناديق الاستثمار المتداولة. في حين كانت قيمة معامل الارتباط بين الأداء والتدفقات موجبة في حالة صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط **(r= 0.348)** بقيمة احتمالية (p=0.499)، مما يدل على أن هناك علاقة ارتباط **طردية** بين الأداء المالي والتدفقات. فكلما زادت معدلات نمو الأداء زادت تدفقات صناديق الاستثمار المتداولة.

2.1 تحليل الارتباط بين التقلبات، العائد، نسبة شارب:

يتأثر العائد ونسبة شارب عادة بالتقلبات (المخاطر) الناجمة عن الاستثمار، لذا يبحث هذا العنصر دراسة الارتباط بين هذه المتغيرات، فبعد معالجة البيانات بالبرنامج الاحصائي Minitab تم الحصول على النتائج الموضحة في الأشكال التالية:

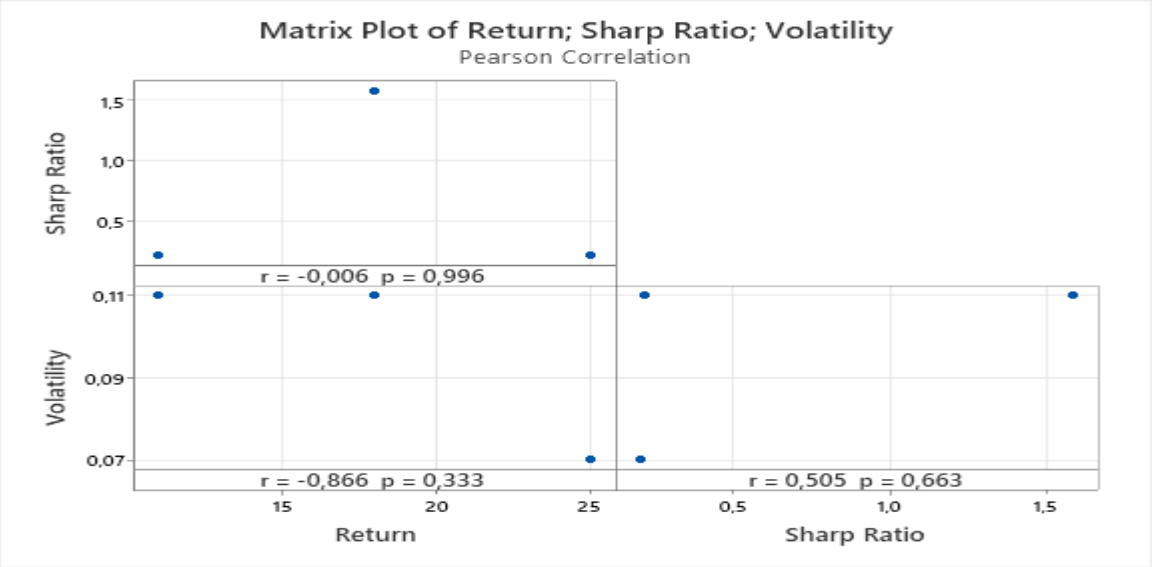
الشكل رقم 29: مصفوفة الارتباطات بين المتغيرات DM ETFS NON ESG



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

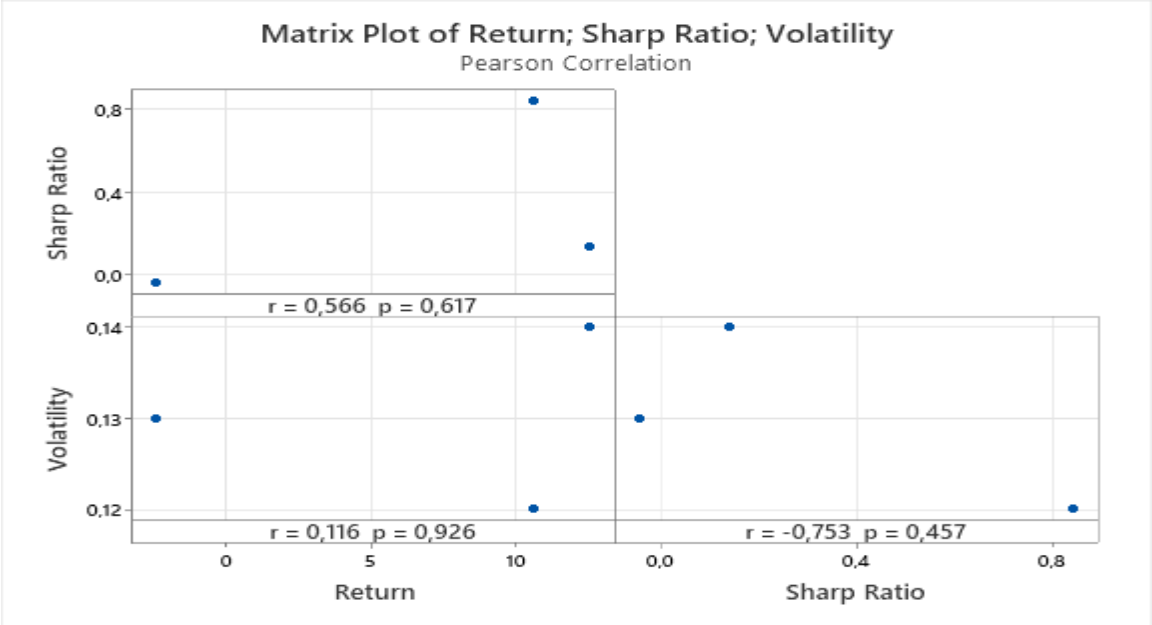
من الشكل أعلاه (رقم 29) يلاحظ أن قيمة معامل الارتباط بين التقلبات والعائد كانت موجبة لصناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة في الأسواق المتقدمة، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط **(r=0.529)** بقيمة احتمالية **(p=0.645)**، مما يدل على أن هناك علاقة ارتباط **طردية** بين التقلبات والعائد. فكلما زادت التقلبات زادت عوائد صناديق الاستثمار المتداولة. بينما كانت قيمة معامل الارتباط بين التقلبات ونسبة شارب سالبة **(r=-0.959)** لصناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة، مما يدل على أن هناك علاقة ارتباط **عكسية** بين التقلبات ونسبة شارب، كما أظهرت النتائج وجود علاقة ارتباط **عكسية** بين نسبة شارب والعائد لصناديق الاستثمار المتداولة حسب قيمة معامل الارتباط السالبة **(r=-0.266)**.

الشكل رقم 30: مصفوفة الارتباطات بين المتغيرات DM ETFS ESG



من الشكل أعلاه يلاحظ أن قيمة معامل الارتباط بين التقلبات والعائد كانت سالبة لصناديق الاستثمار المتداولة المستدامة في الأسواق المتقدمة، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط **(r=-0.866)** بقيمة احتمالية **(p=0.333)**، مما يدل على أن هناك علاقة ارتباط **عكسية** بين التقلبات والعائد. فكلما زادت التقلبات انخفضت قيمة عوائد صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة. بينما كانت قيمة معامل الارتباط بين التقلبات ونسبة شارب موجبة **(r=0.505)** لصناديق الاستثمار المتداولة المستدامة، مما يدل على أن هناك علاقة ارتباط **طردية** بين التقلبات ونسبة شارب، كما أظهرت النتائج وجود علاقة ارتباط **عكسية** بين نسبة شارب والعائد لصناديق الاستثمار المتداولة المستدامة حسب قيمة معامل الارتباط السالبة **(r=-0.006)**.

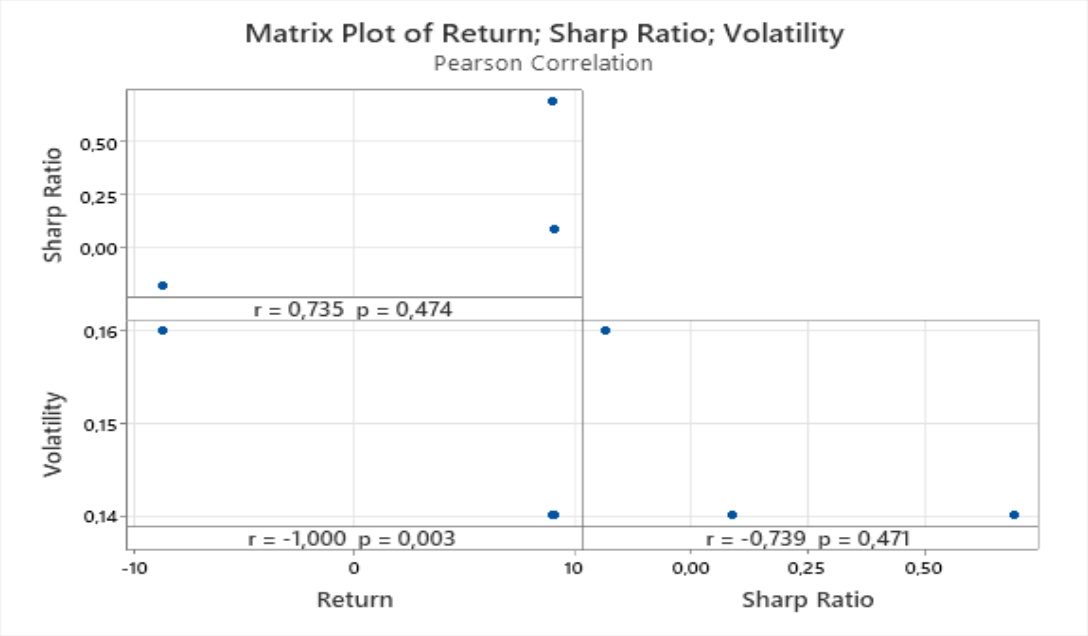
الشكل رقم 31: مصفوفة الارتباطات بين المتغيرات EM ETFS NON ESG



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

من الشكل أعلاه (رقم 31) يلاحظ أن قيمة معامل الارتباط بين التقلبات والعائد كانت موجبة لصناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة في الأسواق الناشئة، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط **(r=0.116)** بقيمة احتمالية **(p=0.926)**، مما يدل على أن هناك علاقة ارتباط **طردية** بين التقلبات والعائد. فكلما زادت مثلا التقلبات زادت عوائد صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة. بينما كانت قيمة معامل الارتباط بين التقلبات ونسبة شارب سالبة **(r=-0.753)** لصناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة، مما يدل على أن هناك علاقة ارتباط **عكسية** بين التقلبات ونسبة شارب، كما أظهرت النتائج وجود علاقة ارتباط **طردية** بين نسبة شارب والعائد لصناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة حسب قيمة معامل الارتباط الموجبة **(r=0.566)**.

الشكل رقم 32: مصفوفة الارتباطات بين المتغيرات EM ETFS ESG



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

من الشكل أعلاه يلاحظ أن قيمة معامل الارتباط بين التقلبات والعائد كانت سالبة لصناديق الاستثمار المتداولة المستدامة في الأسواق الناشئة، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط **(r=-1.000)** بقيمة احتمالية **(p=0. 003)**، مما يدل على أن هناك علاقة ارتباط **عكسية تماما** بين التقلبات والعائد. فكلما زادت التقلبات مثلا انخفضت قيمة عوائد صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة. وكانت قيمة معامل الارتباط بين التقلبات ونسبة شارب سالبة أيضا **(r=-0.739)** لصناديق الاستثمار المتداولة المستدامة، مما يدل على أن هناك علاقة ارتباط **عكسية** بين التقلبات ونسبة شارب، كما أظهرت النتائج وجود علاقة ارتباط **طردية قوية** بين نسبة شارب والعائد لصناديق الاستثمار المتداولة المستدامة حسب قيمة معامل الارتباط العالية **(r=0.735)**.

2. تحليل نموذج الانحدار الخطي:

يستعمل في هذا الجزء نموذج الانحدار الخطي البسيط، لمعرفة علاقات التأثير بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة. باعتبار (الأداء متغير مستقل مع التدفقات متغير تابع)، (التقلبات متغير مستقل مع العائد ونسبة شارب متغيرات تابعة). إذ يعتمد على إحصائية T لإثبات تأثير المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة، معامل التحديد لدراسة القدرة التفسيرية للنموذج، وقيمة Beta لقياس درجة التأثير.

1.2 تأثير الأداء على التدفقات:

لدراسة تأثير الأداء على التدفقات يستعمل نموذج الانحدار الخطي البسيط اعتمادا على برنامج Minitab. وفق أربع حالات (صناديق استثمار متداولة غير ذات (ESG) في الأسواق الناشئة والمتقدمة، وصناديق استثمار متداولة ذات (ESG) في الأسواق الناشئة والمتقدمة).

1.1.2 تأثير الأداء على التدفقات في حالة: DM ETFS NON ESG

يوضح الجدول الموالي (رقم 45) نتائج الانحدار الخطي البسيط لدراسة تأثير الأداء على التدفقات في حالة صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة في الأسواق المتقدمة.

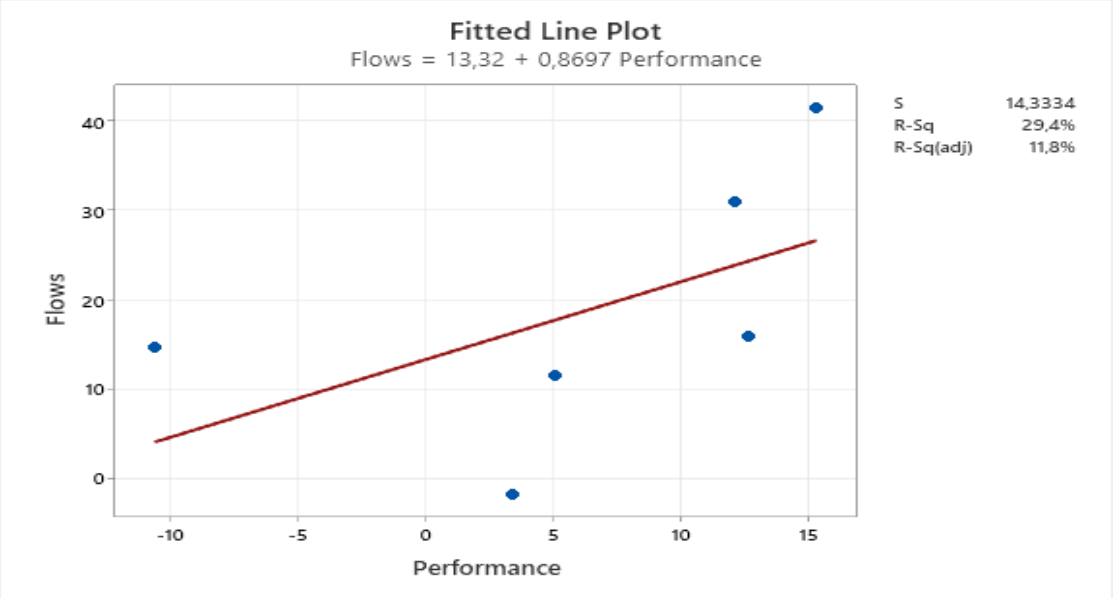
الجدول رقم 45: نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ (Flows versus Performance) DM ETFS NON ESG

النموذج	معاملات النموذج		معامل التحديد	معامل التحديد المعدل	قيمة T	قيمة p
	المعاملات	الخطأ المعياري				
الثابت Constant	13.32	7.23	/	/	1.84	0.013
الأداء	0.870	0.673	0.294	0.117	1.29	0.026
معادلة الانحدار الخطي البسيط	**التدفقات = 13.32 + 0.870 الأداء**					

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

يلاحظ من تحليل الارتباط (الجدول رقم: 44) أن هناك علاقة ارتباط طردية متوسطة بين الأداء والتدفقات إذ بلغ معامل الارتباط 0.543، ومن الجدول رقم (45): بلغ معامل التحديد 0.294 مما يعني أن المتغير المستقل التفسيري استطاع أن يفسر29.40% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع والباقي يعزى لعوامل أخرى. يلاحظ أن قيمة درجة التأثير (Coef) لمتغير الأداء على التدفقات النقدية بلغت (0.870) وكانت قيمة T المحسوبة المقابلة له (1.29) بقيمة احتمالية (p=0.026) وهو أقل من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 مما يعني أن الزيادة بدرجة واحدة في الاهتمام بعنصر الأداء يؤدي إلى الزيادة في حجم تدفقات صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة بقيمة 0.87 في الأسواق المتقدمة. والشكل رقم (33) يوضح معادلة الانحدار الخطي البسيط.

الشكل رقم 33: معادلة الانحدار الخطي البسيط لـ (DM ETFS NON ESG (Flows versus Performance



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

2.1.2 تأثير الأداء على التدفقات في حالة: DM ETFS ESG

يوضح الجدول الموالي (رقم 46) نتائج الانحدار الخطي البسيط لدراسة تأثير الأداء على التدفقات في حالة صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة في الأسواق المتقدمة.

الجدول رقم 46: نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ (DM ETFS ESG (Flows versus Performance

النموذج	معاملات النموذج		معامل التحديد	معامل التحديد المعدل	قيمة T	قيمة p
	المعاملات	الخطأ المعياري				
الثابت Constant	5.703	2.65	/	/	2.15	0.098
الأداء	-0.0202	0.214	0.02	0.00	0.09	0.929
معادلة الانحدار الخطي البسيط	**التدفقات = 5.703 – 0.0202 الأداء**					

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

من تحليل الارتباط (الجدول رقم: 44) يلاحظ أن هناك علاقة ارتباط عكسية بين الأداء والتدفقات إذ بلغ معامل الارتباط (0.047-) كما يلاحظ أن قيمة درجة التأثير (Coef) لمتغير الأداء على التدفقات النقدية بلغت (0.0202-) وكانت قيمة T المحسوبة المقابلة له (0.09) بقيمة احتمالية (p=0.929) (الجدول 46) وهو أكبر من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 مما يؤكد عدم وجود تأثير للأداء على زيادة حجم تدفقات صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة في الأسواق المتقدمة.

3.1.2 تأثير الأداء على التدفقات في حالة: EM ETFS NON ESG

يوضح الجدول الموالي (رقم 47) نتائج الانحدار الخطي البسيط لدراسة تأثير الأداء على التدفقات في حالة صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة في الأسواق الناشئة.

الجدول رقم 47: نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ (EM ETFS NON ESG (Flows versus Performance

النموذج	معاملات النموذج		معامل التحديد	معامل التحديد المعدل	قيمة T	قيمة p
	المعاملات	الخطأ المعياري				
الثابت Constant	8.854	3.54	/	/	2.50	0.067
الأداء	-0.425	0.389	0.23	0.03	1.09	0.335
معادلة الانحدار الخطي البسيط	**التدفقات = 8.854 – 0.425الأداء**					

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

من تحليل الارتباط (الجدول رقم: 44) يلاحظ أن هناك علاقة ارتباط عكسية بين الأداء والتدفقات إذ بلغ معامل الارتباط (0.480–)، كما يلاحظ أن قيمة درجة التأثير (Coef) لمتغير الأداء على التدفقات النقدية بلغت (0.425–) حسب الجدول رقم (47)، وكانت قيمة T المحسوبة المقابلة له (1.09) بقيمة احتمالية (p=0.335) وهو أكبر من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 مما يؤكد عدم وجود تأثير للأداء على زيادة حجم تدفقات صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة في الأسواق الناشئة.

4.1.2 تأثير الأداء على التدفقات في حالة: EM ETFS ESG

يوضح الجدول الموالي (رقم 48) نتائج الانحدار الخطي البسيط لدراسة تأثير الأداء على التدفقات في حالة صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة في الأسواق الناشئة.

الجدول رقم 48: نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ (EM ETFS ESG (Flows versus Performance

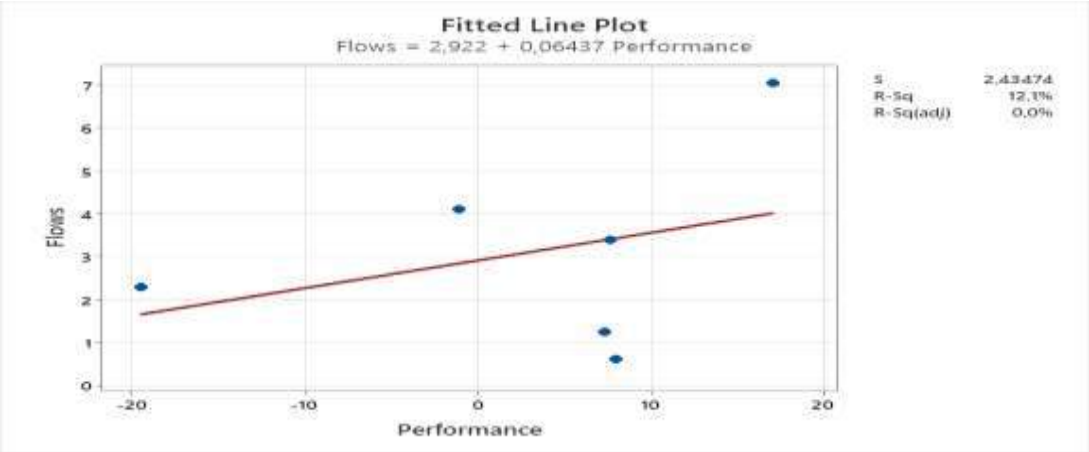
النموذج	معاملات النموذج		معامل التحديد	معامل التحديد المعدل	قيمة T	قيمة p
	المعاملات	الخطأ المعياري				
الثابت Constant	2.922	1.03	/	/	2.83	0.040
الأداء	0.064	0.0867	0.12	0.000	2.74	0.049
معادلة الانحدار الخطي البسيط	**التدفقات = 2.922 + 0.064الأداء**					

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

من تحليل الارتباط (الجدول رقم: 44) يلاحظ أن هناك علاقة ارتباط طردية بين الأداء والتدفقات إذ بلغ معامل الارتباط 0.348، ومن الجدول رقم (48): بلغ معامل التحديد 0.12 مما يعني أن المتغير المستقل التفسيري استطاع أن يفسر 12% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع والباقي يعزى لعوامل أخرى. كما يلاحظ أن قيمة درجة التأثير (Coef) لمتغير الأداء على التدفقات النقدية بلغت (0.064) وكانت قيمة T

المحسوبة المقابلة له (2.74) بقيمة احتمالية (p=0.049) وهو أقل من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 مما يعني أن الزيادة بدرجة واحدة في الاهتمام بعنصر الأداء يؤدي إلى الزيادة في حجم تدفقات صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة بقيمة 0.064 في الأسواق الناشئة. والشكل رقم (34) يوضح معادلة الانحدار الخطي البسيط.

الشكل رقم 34: معادلة الانحدار الخطي البسيط لـ (EM ETFS ESG (Flows versus Performance



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

2.2 تأثير التقلبات على العائد:

يتأثر العائد عموما بالتقلبات (المخاطر)، ولدراسة تأثير التقلبات على العوائد المالية يستعمل نموذج الانحدار الخطي البسيط اعتمادا على برنامج Minitab. وفق أربع حالات (صناديق استثمار متداولة غير ذات ESG في الأسواق الناشئة والمتقدمة، وصناديق استثمار متداولة ذات (ESG) في الأسواق الناشئة والمتقدمة).

1.2.2 تأثير التقلبات على العائد في حالة: DM ETFS NON ESG

يوضح الجدول الموالي (رقم 49) نتائج الانحدار الخطي البسيط لدراسة تأثير التقلبات على العائد في حالة صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة في الأسواق المتقدمة.

الجدول رقم 49: نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ (DM ETFS NON ESG (Volatility versus Return

النموذج	معاملات النموذج		معامل التحديد	معامل التحديد المعدل	قيمة T	قيمة p
	المعاملات	الخطأ المعياري				
الثابت Constant	16.0	58.1	/	/	3.81	0.028
التقلبات	29.10	46.7	0.27	0.000	2.62	0.006
معادلة الانحدار الخطي البسيط	العائد = 16.0 + 29.10 التقلبات					

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

يلاحظ من الشكل رقم (29 تحليل الارتباط) أن هناك علاقة ارتباط موجبة طردية بين التقلبات والعائد إذ بلغ معامل الارتباط 0.645، ومن الجدول رقم (49): بلغ معامل التحديد 0.27 مما يعني أن المتغير المستقل التفسيري استطاع أن يفسر 27% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع والباقي يعزى لعوامل أخرى. كما يلاحظ

أن قيمة درجة التأثير (Coef) لمتغير التقلبات على العوائد النقدية بلغت (29.10) وكانت قيمة T المحسوبة المقابلة له (2.62) بقيمة احتمالية (p=0.006) وهو أقل من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 مما يعني أن الزيادة بدرجة واحدة في الاهتمام بعنصر التقلبات يؤدي إلى الزيادة في حجم عوائد صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة بقيمة 29.10 في الأسواق المتقدمة.

2.2.2 تأثير التقلبات على العائد في حالة: DM ETFS ESG

يوضح الجدول الموالي (رقم 50) نتائج الانحدار الخطي البسيط لدراسة تأثير التقلبات على العائد في حالة صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة في الأسواق المتقدمة.

الجدول رقم 50: نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ (Volatility versus Return) DM ETFS ESG

النموذج	معاملات النموذج		معامل التحديد	معامل التحديد المعدل	قيمة T	قيمة p
	المعاملات	الخطأ المعياري				
الثابت Constant	43.4	14.9	/	/	2.91	0.211
التقلبات	-26.3	15.2	0.75	0.25	-1.73	0.333
معادلة الانحدار الخطي البسيط	العائد = 43.4 – 26.3 التقلبات					

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

من الشكل رقم 30 الذي يوضح تحليل الارتباط يلاحظ أن هناك علاقة ارتباط عكسية بين التقلبات والعائد إذ بلغ معامل الارتباط (0.866-)، كما يلاحظ أن قيمة درجة التأثير (Coef) لمتغير التقلبات على العوائد النقدية بلغت (26.3-.) حسب الجدول رقم (50). وكانت قيمة T المحسوبة المقابلة له (1.73-) بقيمة احتمالية (p=0.333) وهو أكبر من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 مما يؤكد عدم وجود تأثير للتقلبات على حجم عوائد صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة في الأسواق المتقدمة.

3.2.2 تأثير التقلبات على العائد في حالة: EM ETFS NON ESG

يوضح الجدول الموالي (رقم 51) نتائج الانحدار الخطي البسيط لدراسة تأثير التقلبات على العائد في حالة صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة في الأسواق الناشئة.

الجدول رقم 51: نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ (Volatility versus Return) EM ETFS NON ESG

النموذج	معاملات النموذج		معامل التحديد	معامل التحديد المعدل	قيمة T	قيمة p
	المعاملات	الخطأ المعياري				
الثابت Constant	5.0	105	/	/	2.05	0.009
التقلبات	94.0	108	0.13	0.000	2.12	0.026
معادلة الانحدار الخطي البسيط	العائد = 5.0+ 94.0 التقلبات					

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

يلاحظ من الشكل رقم (31) الذي يوضح تحليل الارتباط أن هناك علاقة ارتباط طردية بين التقلبات والعائد إذ بلغ معامل الارتباط 0.116، في حين بلغ معامل التحديد 0.13 مما يعني أن المتغير المستقل التفسيري استطاع أن يفسر 13% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع والباقي يعزى لعوامل أخرى. كما يلاحظ أن قيمة درجة التأثير (Coef) لمتغير التقلبات على العوائد النقدية بلغت (94.0) وكانت قيمة T المحسوبة المقابلة له (2.12) بقيمة احتمالية (p=0.026) وهو أقل من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 مما يعني أن الزيادة بدرجة واحدة في الاهتمام بعنصر التقلبات يؤدي إلى الزيادة في حجم عوائد صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة بقيمة 94.0 في الأسواق الناشئة.

4.2.2 تأثير التقلبات على العائد في حالة: EM ETFS ESG

يوضح الجدول الموالي (رقم 52) نتائج الانحدار الخطي البسيط لدراسة تأثير التقلبات على العائد في حالة صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة في الأسواق الناشئة.

الجدول رقم 52: نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ EM ETFS ESG (Volatility versus Return)

النموذج	معاملات النموذج		معامل التحديد	معامل التحديد المعدل	قيمة T	قيمة p
	المعاملات	الخطأ المعياري				
الثابت Constant	13.380	0.700	/	/	191.1	0.003
التقلبات	-89.075	4.76	1.0	0.99	-187.0	0.003
معادلة الانحدار الخطي البسيط	العائد = 13.380 – 89.075 التقلبات					

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

من الشكل رقم (32 لتحليل الارتباط) يلاحظ أن هناك علاقة ارتباط عكسية بين التقلبات والعائد إذ بلغ معامل الارتباط (1–)، كما نلاحظ أن قيمة درجة التأثير (Coef) لمتغير التقلبات على العوائد النقدية بلغت (89.075–) حسب الجدول رقم (52)، وكانت قيمة T المحسوبة المقابلة له (187.00-) وبما أن قيمة T سالبة يؤكد عدم وجود تأثير للتقلبات على حجم عوائد صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة في الأسواق الناشئة.

3.2 تأثير التقلبات على نسبة شارب:

في الغالب يتأثر معدل شارب عموما بالتقلبات (المخاطر)، ولدراسة تأثير التقلبات على نسبة شارب يستعمل نموذج الانحدار الخطي البسيط اعتمادا على برنامج Minitab. وفق أربع حالات (صناديق استثمار متداولة غير ذات (ESG) في الأسواق الناشئة والمتقدمة، وصناديق استثمار متداولة ذات (ESG) في الأسواق الناشئة والمتقدمة).

1.3.2 تأثير التقلبات على نسبة شارب في حالة: DM ETFS NON ESG

يوضح الجدول الموالي (رقم 53) نتائج الانحدار الخطي البسيط لدراسة تأثير التقلبات على نسبة شارب في حالة صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة في الأسواق المتقدمة.

الجدول رقم 53: نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ (Volatility versus Sharp Ratio) DM ETFS NON ESG

النموذج	معاملات النموذج		معامل التحديد	معامل التحديد المعدل	قيمة T	قيمة p
	المعاملات	الخطأ المعياري				
الثابت Constant	4.43	1.13	/	/	3.93	0.159
التقلبات	-3.062	9.06	0.91	0.83	-3.38	0.183
معادلة الانحدار الخطي البسيط	نسبة شارب = 4.43−3.062 التقلبات					

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

من الشكل رقم (29 لتحليل الارتباط) يلاحظ أن هناك علاقة ارتباط عكسية بين التقلبات ونسبة شارب إذ بلغ معامل الارتباط (0.959-)، كما يلاحظ أن قيمة درجة التأثير (Coef) لمتغير التقلبات على نسبة شارب بلغت (3.062-.) حسب الجدول رقم (53)، وكانت قيمة T المحسوبة المقابلة له (3.38-) بقيمة احتمالية (p=0.183) وهو أكبر من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 مما يؤكد عدم وجود تأثير للتقلبات على زيادة نسبة شارب وبالتالي العائد المعدل حسب المخاطر لصناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة في الأسواق المتقدمة.

2.3.2 تأثير التقلبات على نسبة شارب في حالة: DM ETFS ESG

يوضح الجدول الموالي (رقم 54) نتائج الانحدار الخطي البسيط لدراسة تأثير التقلبات على نسبة شارب في حالة صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة في الأسواق المتقدمة.

الجدول رقم 54: نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ (Volatility versus Sharp Ratio) DM ETFS ESG

النموذج	معاملات النموذج		معامل التحديد	معامل التحديد المعدل	قيمة T	قيمة p
	المعاملات	الخطأ المعياري				
الثابت Constant	1.00	2.90	/	/	2.34	0.007
التقلبات	17.3	29.4	0.25	0.00	2.59	0.006
معادلة الانحدار الخطي البسيط	نسبة شارب =1.00 + 17.3 التقلبات					

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

يلاحظ من الشكل رقم (31) الذي يوضح تحليل الارتباط أن هناك علاقة ارتباط طردية موجبة بين التقلبات ونسبة شارب إذ بلغ معامل الارتباط 0.505، ومن الجدول رقم (54): بلغ معامل التحديد 0.25 مما يعني أن المتغير المستقل التفسيري استطاع أن يفسر 25% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع والباقي يعزى

لعوامل أخرى. كما يلاحظ أن قيمة درجة التأثير (Coef) لمتغير التقلبات على نسبة شارب بلغت (17.3) وكانت قيمة T المحسوبة المقابلة له (2.59) بقيمة احتمالية (p=0.006) وهو أقل من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 مما يعني أن الزيادة بدرجة واحدة في الاهتمام بعنصر التقلبات يؤدي إلى الزيادة في نسبة شارب لصناديق الاستثمار المتداولة المستدامة بقيمة 17.3 في الأسواق المتقدمة.

3.3.2 تأثير التقلبات على نسبة شارب في حالة: EM ETFS NON ESG

يوضح الجدول الموالي (رقم 55) نتائج الانحدار الخطي البسيط لدراسة تأثير التقلبات على نسبة شارب في حالة صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة في الأسواق الناشئة.

الجدول رقم 55: نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ (EM ETFS NON ESG (Volatility versus Sharp Ratio

النموذج	معاملات النموذج		معامل التحديد	معامل التحديد المعدل	قيمة T	قيمة p
	المعاملات	الخطأ المعياري				
الثابت Constant	4.86	3.99	/	/	1.22	0.437
التقلبات	-35.0	30.6	0.56	0.03	-1.14	0.457
معادلة الانحدار الخطي البسيط	نسبة شارب = 4.86−35.0 التقلبات					

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

من الجدول رقم (31) يلاحظ أن هناك علاقة ارتباط عكسية بين التقلبات ونسبة شارب إذ بلغ معامل الارتباط (0.753-)، كما نلاحظ أن قيمة درجة التأثير (Coef) لمتغير التقلبات على نسبة شارب بلغت (35.0-) حسب الجدول رقم (55)، وكانت قيمة T المحسوبة المقابلة له (1.14-) بقيمة احتمالية (p=0.457) وهو أكبر من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 مما يؤكد عدم وجود تأثير للتقلبات على زيادة نسبة شارب وبالتالي العائد المعدل حسب المخاطر لصناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة في الأسواق الناشئة.

4.3.2 تأثير التقلبات على نسبة شارب في حالة: EM ETFS ESG

يوضح الجدول الموالي (رقم 56) نتائج الانحدار الخطي البسيط لدراسة تأثير التقلبات على نسبة شارب في حالة صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة في الأسواق الناشئة.

الجدول رقم 56: نتائج الانحدار الخطي البسيط لـ (EM ETFS ESG (Volatility versus Sharp Ratio

النموذج	معاملات النموذج		معامل التحديد	معامل التحديد المعدل	قيمة T	قيمة p
	المعاملات	الخطأ المعياري				
الثابت Constant	4.38	3.82	/	/	1.15	0.456
التقلبات	-28.5	26.0	0.54	0.09	-1.10	0.471
معادلة الانحدار الخطي البسيط	نسبة شارب = 4.38−28.5 التقلبات					

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

من الشكل رقم (32) يلاحظ أن هناك علاقة ارتباط عكسية بين التقلبات ونسبة شارب إذ بلغ معامل الارتباط (0.739-)، كما نلاحظ أن قيمة درجة التأثير (Coef) لمتغير التقلبات على نسبة شارب بلغت (28.5-) حسب الجدول رقم (56)، وكانت قيمة T المحسوبة المقابلة له (1.10-) بقيمة احتمالية (p=0.471) وهو أكبر من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 مما يؤكد عدم وجود تأثير للتقلبات على زيادة نسبة شارب وبالتالي العائد المعدل حسب المخاطر لصناديق الاستثمار المتداولة المستدامة في الأسواق الناشئة.

3. دراسة استقرار واتجاه السلاسل الزمنية (Trends Analysis):

يقصد باستقرارية السلاسل الزمنية عدم وجود اتجاه عام للظاهرة صعودا ونزولا، إضافة إلى وجود تقلبات موسمية. أي أن خصائصها لا تتغير عبر الزمن. لذا يدرس هذا العنصر استقرارية السلاسل الزمنية لمتغير الأداء المالي وفق الحالات الأربعة، ثم تحليل الاتجاه المستقبلي للسلسلة في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة.

1.3 دراسة استقرار السلاسل الزمنية:

اعتمادا على اختبارات جذر الوحدة التي تهدف إلى فحص خواص السلسلة الزمنية، وبما أن الدراسة تركز على عينة ذات مشاهدات صغيرة (أقل من 20 مشاهدة). نستخدم اختبار Dicky-Fuller GLS (ERS) وفق الحالات الأربعة والنتائج موضحة في الجدول الموالي.

الجدول رقم 57: نتائج اختبار Dicky-Fuller GLS لاستقرار السلاسل الزمنية

الحالة	T المحسوبة	T الجدولية	القيمة الاحتمالية p	القرار
DM ETFs Non ESG	-3.71	-2.04	0.020	**مستقرة**
DM ETFs ESG	-3.22	-2.04	0.032	**مستقرة**
EM ETFs Non ESG	-2.29	-2.04	0.08	**غير مستقرة**
EM ETFs ESG	-1.95	-2.04	0.12	**غير مستقرة**
ملاحظة: قيمة T المحسوبة والجدولية تؤخذ بالقيمة المطلقة				

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على برنامج Eviews13

من الجدول أعلاه يمكن تفسير نتائج اختبار استقرارية السلسلة الزمنية حسب حالتين هما:

في الأسواق المتقدمة (DM ETFs ESG + DM ETFs Non ESG): قيمة t المحسوبة أكبر من قيمة t الجدولية، إضافة إلى أن القيمة الاحتمالية p أقل من 0.05 وعليه السلسلة ليس لها جذر وحدة وهي **مستقرة**.

في الأسواق الناشئة (DM ETFs ESG + DM ETFs Non ESG): في حالة صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة قيمة t المحسوبة أكبر من قيمة t الجدولية، لكن القيمة الاحتمالية p أكبر من 0.05، أما في حالة

صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة قيمة t المحسوبة أقل من قيمة t الجدولية، بالإضافة إلى أن القيمة الاحتمالية p أكبر من 0.05 وعليه السلسلة لها جذر وحدة وهي **غير مستقرة**.

2.3 تحليل اتجاه السلاسل الزمنية:

يستخدم هذا التحليل للتنبؤ بالاتجاه العام لبيانات السلاسل الزمنية ولتوفير التوقعات للأزمان في المستقبل، وهذا الإجراء يستعمل لملائمة الاتجاه عندما يكون للبيانات اتجاه ثابت مثلا (سليمان، 2019، صفحة 383). لذا يحلل هذا العنصر الاتجاه المستقبلي لأداء صناديق الاستثمار المتداولة ذات ESG وغير ذات ESG في الأسواق الناشئة والمتقدمة، خلال الفترة من 2024 إلى غاية 2035. خاصة بالنسبة للاستثمارات التي تراعي العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة.

1.2.3 تحليل الاتجاه للأداء في حالة: DM ETFs Non ESG

يوضح الجدول الموالي رقم (58) تحليل التوقعات المستقبلية لتطور أداء صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة في الأسواق المتقدمة، خلال الفترة 2024-2035.

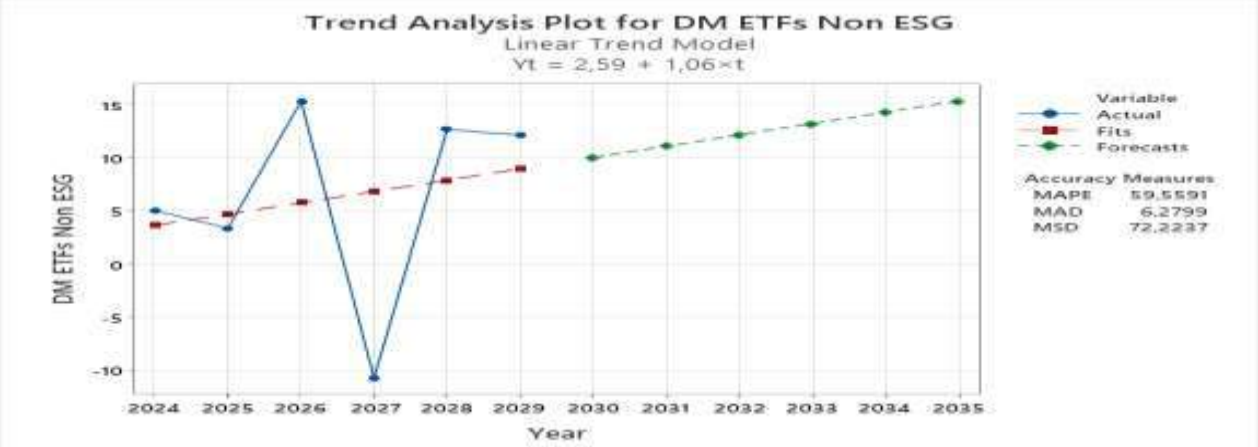
الجدول رقم 58: التوقعات للأداء لـ DM ETFs Non ESG

التوقعات خلال الفترة: 2030-2035	
2030	10.0347
2031	11.0984
2032	12.1621
2033	13.2258
2034	14.2895
2035	15.3532

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

من الجدول رقم (58) يلاحظ أن صناديق الاستثمار المتداولة التي لا تراعي العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة في الأسواق المتقدمة، تظهر زيادة ثابتة في نمو معدلات الأداء المستقبلية حسب توقعات الفترة (2030-2035).

الشكل رقم 35: تحليل الاتجاه للأداء DM ETFs Non ESG



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

إن نمو أصول صناديق الاستثمار المتداولة بالإضافة إلى التدفقات النقدية القياسية المتأتية من الاستثمار في (ETFs)، تؤثر بشكل كبير على الاتجاه التصاعدي للأداء المتوقع. فمن الشكل رقم (35) ومن ملاحظة معادلة التنبؤ يتبين أن الزيادة الثابتة بمعدل 1.06 في السنة سببها كذلك البيانات المالية المتاحة للتنبؤ بالمستقبل (التي تنمو بمرور الوقت) بالإضافة إلى الأداء اللازم والمناسب خلال الفترة (2024-2029)، بالنسبة للصناديق التي لا تراعي العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة.

2.2.3 تحليل الاتجاه للأداء في حالة: DM ETFs ESG

يوضح الجدول الموالي رقم (59) تحليل التوقعات المستقبلية لتطور أداء صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة في الأسواق المتقدمة، خلال الفترة 2024-2035.

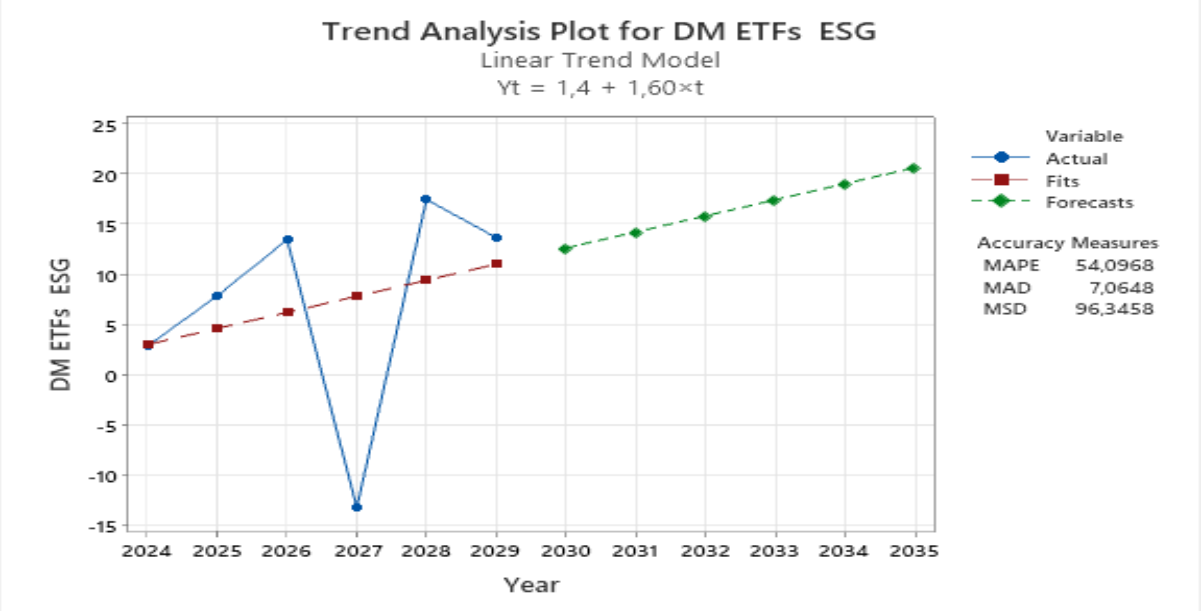
الجدول رقم 59: التوقعات للأداء لـ DM ETFs ESG

التوقعات خلال الفترة: 2030-2035	
2030	12.6600
2031	14.2629
2032	15.8657
2033	17.4686
2034	19.0714
2035	20.6743

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

من الجدول رقم (59) يلاحظ أن صناديق الاستثمار المتداولة التي تراعي العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة في الأسواق المتقدمة، تظهر كذلك زيادة ثابتة في نمو معدلات الأداء المستقبلية حسب توقعات الفترة (2030-2035). والشكل الموالي يوضح ذلك (من خلال النموذج الخطي للاتجاه).

الشكل رقم 36: تحليل الاتجاه للأداء DM ETFs ESG



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

من الشكل رقم (36) ومن ملاحظة معادلة التنبؤ يتبين أن الزيادة الثابتة بمعدل 1.60 في السنة سببها البيانات المالية المتاحة للتنبؤ (التي تنمو بمرور الوقت) بالمستقبل بالإضافة إلى الأداء اللازم والمناسب خلال الفترة (2024-2029)، بالنسبة للصناديق التي تراعي العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة. إن نمو أصول صناديق الاستثمار المتداولة بالإضافة إلى التدفقات النقدية القياسية المتأتية من الاستثمار في (ETFs)، تؤثر بشكل كبير على الاتجاه التصاعدي للأداء المتوقع في جميع الحالات.

3.2.3 تحليل الاتجاه للأداء في حالة: EM ETFs Non ESG

يوضح الجدول الموالي رقم (60) تحليل التوقعات المستقبلية لتطور أداء صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة في الأسواق الناشئة، خلال الفترة 2024-2035.

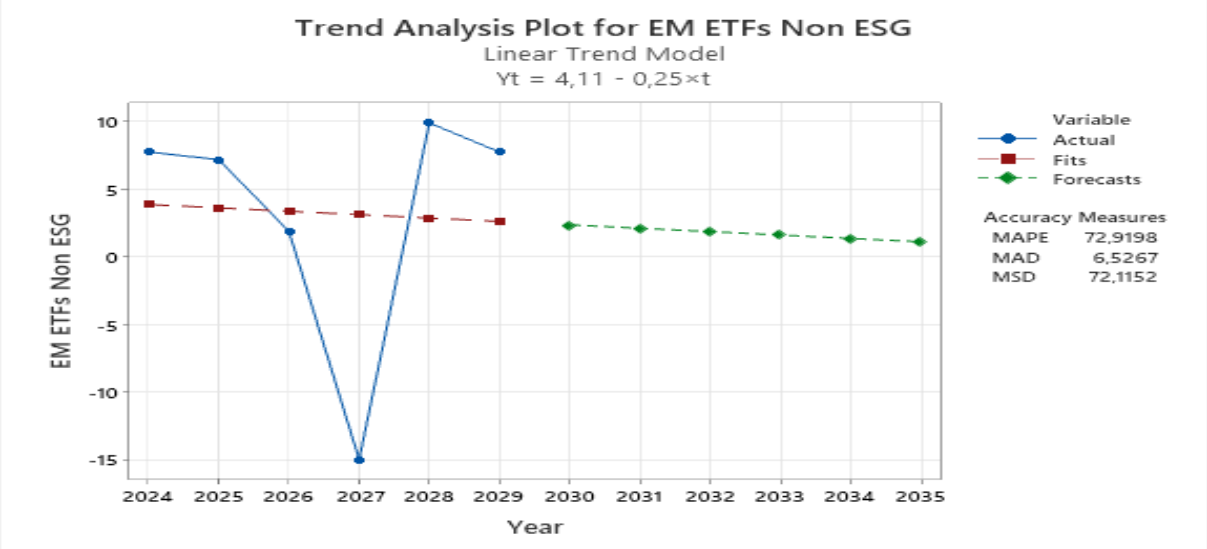
الجدول رقم 60: التوقعات للأداء EM ETFs Non ESG

التوقعات خلال الفترة: 2030-2035	
2030	2.35800
2031	2.10743
2032	1.85686
2033	1.60629
2034	1.35571
2035	1.10514

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

من الجدول رقم (60) يلاحظ أن صناديق الاستثمار المتداولة التي لا تراعي العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة في الأسواق الناشئة، تظهر تناقص ثابت في معدلات نمو الأداء المستقبلية حسب توقعات الفترة (2030-2035).

الشكل رقم 37: تحليل الاتجاه للأداء EM ETFs Non ESG



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

من الشكل رقم (37) ومن ملاحظة معادلة التنبؤ يتبين أن التناقص الثابت بمعدل 0.25 في السنة، بالنسبة للصناديق التي لا تراعي العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة سببها انخفاض البيانات بمرور الوقت. مع الاتجاهات الاقتصادية التي تؤثر على عوائد وتقلبات صناديق الاستثمار المتداولة في الأسواق الناشئة. وبالتالي تؤثر بشكل كبير على الاتجاه الهبوطي للأداء خلال فترة التوقع.

4.2.3 تحليل الاتجاه للأداء في حالة: EM ETFs ESG

يوضح الجدول الموالي رقم (61) تحليل التوقعات المستقبلية لتطور أداء صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة في الأسواق الناشئة، خلال الفترة 2024-2035.

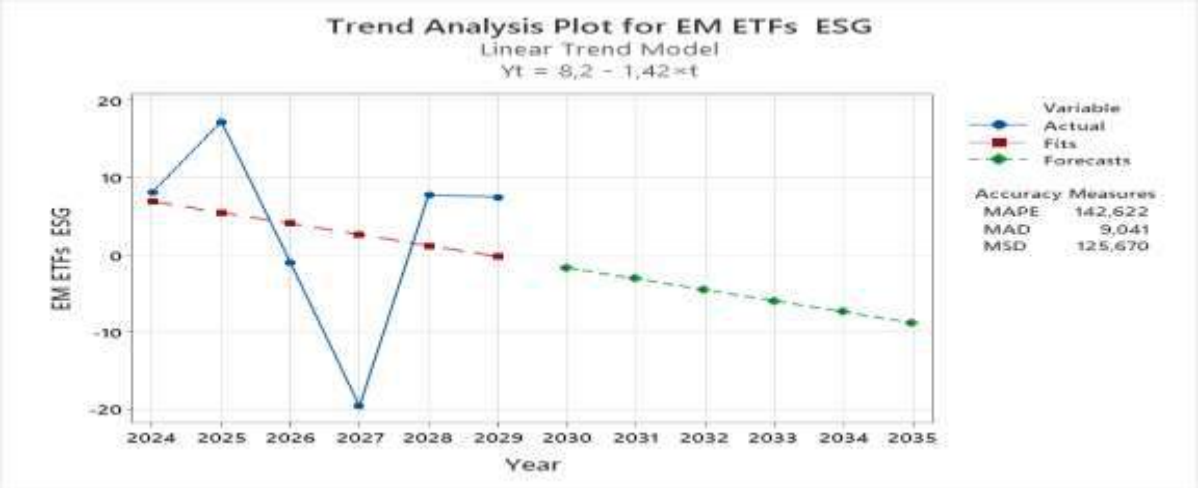
الجدول رقم 61: التوقعات للأداء EM ETFs ESG

التوقعات خلال الفترة: 2030-2035	
2030	-1.72933
2031	-3.15105
2032	-4.57276
2033	-5.99448
2034	-7.41619
2035	-8.83790

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

من الجدول رقم (61) يلاحظ أن صناديق الاستثمار المتداولة التي تراعي العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة في الأسواق الناشئة، تظهر تناقص بقيمة (سالبة) ثابتة في معدلات نمو الأداء المستقبلية حسب توقعات الفترة (2030-2035). والشكل الموالي (النموذج الخطي للاتجاه) يوضح ذلك.

الشكل رقم 38: تحليل الاتجاه للأداء EM ETFs ESG



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab19

من الشكل رقم (38) ومن ملاحظة معادلة التنبؤ يتبين أن التناقص الثابت بمعدل 1.42 في السنة، بالنسبة للصناديق التي تراعي العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة وهو أكبر من نظيراتها غير (ESG) سببه انخفاض البيانات بمرور الوقت، بالإضافة إلى الاتجاهات الاقتصادية التي تؤثر على عوائد وتقلبات صناديق الاستثمار المتداولة في الأسواق الناشئة. وبالتالي تؤثر بشكل كبير على الاتجاه الهبوطي للأداء خلال فترة التوقع.

وعليه إن صناديق الاستثمار المتداولة التي تأخذ قضايا (ESG) بعين الاعتبار تمتلك قدرة أكبر على التكيف مع التحديات المستقبلية، مما يجعلها أكثر قدرة على النجاح في الأمد البعيد.

4. ملخص اختبار الفرضيات:

بما أن الفرضيات تعتبر الأداة التي توجه الدراسة العلمية في الاتجاه الصحيح، تم تقسيم فرضيات الدراسة إلى ثلاثة أنواع، يمكن تلخيصيها من خلال نتائج الدراسة التطبيقية كما يلي:

1.4 الفرضيات الوصفية: يمكن اختبار هذه الفرضيات من خلال نتائج الإحصاء الوصفي التي تم الحصول عليها من برنامجي Excel و Eviews وتنقسم إلى ثلاثة فرضيات كما هو موضح بالجدول رقم (62).

الجدول رقم 62: نتائج اختبار الفرضيات الوصفية

الفرضيات	نص الفرضية	القرار
الفرضية الأولى	تعتبر تقنية التكامل البيئي، الاجتماعي والحوكمة من أهم استراتيجيات الاستثمار المستدام التي يتبناها صندوق ishares MSCI ACWI ETF.	**مقبولة**
الفرضية الثانية	الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة المستدامة أعلى من الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة في صندوق ishares MSCI ACWI ETF.	**مقبولة**
الفرضية الثالثة	الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة في الأسواق المتقدمة أعلى من الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة في الأسواق الناشئة لصندوق ishares MSCI ACWI ETF.	**مقبولة**

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج التحليل الوصفي

ويمكن تفسير نتائج اختبار الفرضيات اعتمادا على النتائج المحصل عليها سابقا كما يلي:

الفرضية الأولى: تعتبر تقنية التكامل البيئي، الاجتماعي والحوكمة من أهم استراتيجيات الاستثمار المستدام التي يتبناها صندوق ishares MSCI ACWI ETF.

من خلال الجدولين رقم (35) و (36) تأكد **قبول** هذه الفرضية، حيث بلغت نسبة تطبيق استراتيجية التكامل البيئي، الاجتماعي والحوكمة 53% في الأسواق المتقدمة، و50% في الأسواق الناشئة من بين إجمالي استراتيجيات الاستثمار المستدام التي يتبناها صندوق ishares MSCI ACWI ETF.

الفرضية الثانية: الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة المستدامة أعلى من الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة في صندوق ishares MSCI ACWI ETF.

من خلال المتوسطات الحسابية تأكد **قبول** هذه الفرضية، حيث كان المتوسط الحسابي للأداء السنوي لصناديق الاستثمار المتداولة ذات (ESG) أكبر من متوسط أداء صناديق الاستثمار المتداولة غير ذات (ESG). سواء في الأسواق الناشئة أو المتقدمة (الجدول رقم 42).

الفرضية الثالثة: الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة في الأسواق المتقدمة أعلى من الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة في الأسواق الناشئة لصندوق ishares MSCI ACWI ETF.

من خلال المتوسطات الحسابية تأكد **قبول** هذه الفرضية، حيث كان المتوسط الحسابي للأداء السنوي لصناديق الاستثمار المتداولة في الأسواق المتقدمة أكبر من متوسط أداء صناديق الاستثمار المتداولة في الأسواق الناشئة (الجدول رقم 42).

2.4 فرضيات العلاقة بين المتغيرات: يمكن اختبار هذه الفرضيات من خلال نتائج معاملات الارتباط بين المتغيرات (مؤشرات الأداء المالي) وكذلك نتائج الانحدار الخطي البسيط التي تم الحصول عليها من برنامج Minitab19 وتنقسم إلى الفرضيات التالية:

الجدول رقم (63): نتائج اختبار فرضيات العلاقة بين المتغيرات

الفرضيات	نص الفرضية	القرار
الفرضية الأولى: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير الأداء المالي على التدفقات النقدية لصندوق ishares MSCI ACWI ETF		
الفرضية الجزئية الأولى	توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير الأداء المالي على التدفقات النقدية: حالة DM ETF NON ESG	**مقبولة**
الفرضية الجزئية الثانية	توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير الأداء المالي على التدفقات النقدية: حالة DM ETF ESG	**مرفوضة**
الفرضية الجزئية الثالثة	توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير الأداء المالي على التدفقات النقدية: حالة EM ETF NON ESG	**مرفوضة**
الفرضية الجزئية الرابعة	توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير الأداء المالي على التدفقات النقدية: حالة EM ETF ESG	**مقبولة**
الفرضية الثانية: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على عوائد صندوق ishares MSCI ACWI ETF.		
الفرضية الجزئية الأولى	توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على العوائد النقدية: حالة DM ETF NON ESG	**مقبولة**
الفرضية الجزئية الثانية	توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على العوائد النقدية: حالة DM ETF ESG	**مرفوضة**
الفرضية الجزئية الثالثة	توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على العوائد النقدية: حالة EM ETF NON ESG	**مقبولة**
الفرضية الجزئية الرابعة	توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على العوائد النقدية: حالة EM ETF ESG	**مرفوضة**
الفرضية الثالثة: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على نسبة شارب لصندوق ishares MSCI ACWI ETF.		

الفرضية الجزئية الأولى	توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على نسبة شارب: حالة DM ETF NON ESG	**مرفوضة**
الفرضية الجزئية الثانية	توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على نسبة شارب: حالة DM ETF ESG	**مقبولة**
الفرضية الجزئية الثالثة	توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على نسبة شارب: حالة EM ETF NON ESG	**مرفوضة**
الفرضية الجزئية الرابعة	توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على نسبة شارب: حالة EM ETF ESG	**مرفوضة**

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج تحليل الانحدار الخطي

ويمكن تفسير نتائج اختبار الفرضيات اعتمادا على النتائج المحصل عليها سابقا كما يلي:

الفرضية الأولى: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير **الأداء المالي** على **التدفقات النقدية** لصندوق ishares MSCI ACWI ETF. وتنقسم إلى أربع فرضيات جزئية حسب الحالات التالية:

الفرضية الجزئية الأولى: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير الأداء المالي على التدفقات النقدية: حالة DM ETF NON ESG

في هذه الحالة هناك علاقة ارتباط موجبة وطردية متوسطة بين متغير الأداء المالي وتدفقات صناديق الاستثمار المتداولة أي كلما ارتفع متوسط الأداء زاد حجم التدفقات النقدية (الجدول رقم 44)، ومن خلال نتائج الانحدار الخطي البسيط كانت القيمة الاحتمالية (p) لإحصائية T أقل من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 بمعامل تأثير موجب مما يؤكد **قبول** الفرضية الجزئية الأولى.

الفرضية الجزئية الثانية: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير الأداء المالي على التدفقات النقدية: حالة DM ETF ESG

في هذه الحالة هناك علاقة ارتباط سالبة وعكسية بين متغير الأداء المالي وتدفقات صناديق الاستثمار المتداولة أي كلما ارتفع متوسط الأداء انخفض حجم التدفقات النقدية (الجدول رقم 44)، ومن خلال نتائج الانحدار الخطي البسيط كانت القيمة الاحتمالية (p) لإحصائية T أكبر من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 مما يؤكد **رفض** الفرضية الجزئية الثانية.

الفرضية الجزئية الثالثة: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير الأداء المالي على التدفقات النقدية: حالة EM ETF NON ESG

في هذه الحالة وجود علاقة ارتباط سالبة وعكسية بين متغير الأداء المالي وتدفقات صناديق الاستثمار المتداولة أي كلما ارتفع متوسط الأداء انخفض حجم التدفقات النقدية والعكس (الجدول رقم 44)، ومن خلال نتائج الانحدار الخطي البسيط كانت القيمة الاحتمالية (p) لإحصائية T أكبر من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 بمعامل تأثير سالب. مما يؤكد **رفض** الفرضية الجزئية الثالثة.

الفرضية الجزئية الرابعة: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير الأداء المالي على التدفقات النقدية: حالة EM ETF ESG

في هذه الحالة هناك علاقة ارتباط موجبة وطردية ضعيفة بين متغير الأداء المالي وتدفقات صناديق الاستثمار المتداولة أي كلما ارتفع متوسط الأداء زاد حجم التدفقات النقدية والعكس (الجدول رقم 44)، ومن خلال نتائج الانحدار الخطي البسيط كانت القيمة الاحتمالية (p) لإحصائية T أقل من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 مما يؤكد **قبول** الفرضية الجزئية الرابعة.

الفرضية الثانية: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير **التقلبات** على **العوائد النقدية** لصندوق ishares MSCI ACWI ETF. وتنقسم إلى أربع فرضيات جزئية حسب الحالات التالية:

الفرضية الجزئية الأولى: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على العوائد النقدية: حالة DM ETF NON ESG

بما أن علاقة الارتباط بين التقلبات وعوائد صناديق الاستثمار المتداولة موجبة وطردية أي كلما زادت التقلبات (المخاطر) زاد متوسط العوائد النقدية (الشكل رقم 29)، ومن خلال نتائج الانحدار الخطي البسيط كانت القيمة الاحتمالية (p) لإحصائية T أقل من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 بمعامل تأثير موجب (الجدول رقم49) مما يؤكد **قبول** الفرضية الجزئية الأولى.

الفرضية الجزئية الثانية: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على العوائد النقدية: حالة DM ETF ESG

في هذه الحالة علاقة الارتباط السالبة والعكسية بين التقلبات (المخاطر) وتدفقات صناديق الاستثمار المتداولة أي كلما ارتفع متوسط الأداء انخفض حجم التدفقات النقدية والعكس صحيح (الشكل رقم 30)، ومن خلال نتائج الانحدار الخطي البسيط كانت القيمة الاحتمالية (p) لإحصائية T أكبر من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 نؤكد **رفض** الفرضية الجزئية الثانية.

الفرضية الجزئية الثالثة: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على العوائد النقدية: حالة EM ETF NON ESG

بما أن علاقة الارتباط بين التقلبات وعوائد صناديق الاستثمار المتداولة موجبة وطردية أي كلما زادت التقلبات (المخاطر) زاد متوسط العوائد النقدية (الشكل رقم 31)، ومن خلال نتائج الانحدار الخطي البسيط كانت القيمة الاحتمالية (p) لإحصائية T أقل من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 بمعامل تأثير موجب (الجدول رقم51). مما يؤكد **قبول** الفرضية الجزئية الثالثة.

الفرضية الجزئية الرابعة: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على العوائد النقدية: حالة EM ETF ESG

بما أن علاقة الارتباط بين التقلبات وعوائد صناديق الاستثمار المتداولة سالبة وعكسية أي كلما زادت التقلبات (المخاطر) انخفض متوسط العوائد النقدية (الجدول رقم 32)، ومن خلال نتائج الانحدار الخطي البسيط كانت القيمة الاحتمالية (p) لإحصائية T أكبر من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 بمعامل تأثير سالب (الجدول رقم 52) مما يؤكد **رفض** الفرضية الجزئية الرابعة.

الفرضية الثالثة: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير **التقلبات** على **نسبة شارب** لصندوق ishares MSCI ACWI ETF. وتنقسم إلى أربع فرضيات جزئية حسب الحالات التالية:

الفرضية الجزئية الأولى: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على نسبة شارب: حالة DM ETF NON ESG

بما أن علاقة الارتباط بين التقلبات ونسبة شارب لصناديق الاستثمار المتداولة سالبة وعكسية أي كلما زادت التقلبات (المخاطر) انخفض متوسط نسبة شارب (الشكل رقم 29)، ومن خلال نتائج الانحدار الخطي البسيط كانت القيمة الاحتمالية (p) لإحصائية T أكبر من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 بمعامل تأثير سالب (الجدول رقم 53) مما يؤكد **رفض** الفرضية الجزئية الأولى.

الفرضية الجزئية الثانية: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على نسبة شارب: حالة DM ETF ESG

بما أن علاقة الارتباط بين التقلبات ونسبة شارب لصناديق الاستثمار المتداولة موجبة وطردية أي كلما زادت التقلبات (المخاطر) زاد متوسط نسبة شارب (الشكل رقم 30)، ومن خلال نتائج الانحدار الخطي البسيط كانت القيمة الاحتمالية (p) لإحصائية T أقل من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 بمعامل تأثير موجب (الجدول رقم 54) مما يؤكد **قبول** الفرضية الجزئية الثانية.

الفرضية الجزئية الثالثة: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على نسبة شارب: حالة EM ETF NON ESG

علاقة الارتباط بين التقلبات ونسبة شارب لصناديق الاستثمار المتداولة سالبة وعكسية أي كلما زادت التقلبات (المخاطر) انخفض متوسط نسبة شارب (الشكل رقم 31)، ومن خلال نتائج الانحدار الخطي البسيط كانت القيمة الاحتمالية (p) لإحصائية T أكبر من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 بمعامل تأثير سالب (الجدول رقم 55). مما يؤكد **رفض** الفرضية الجزئية الثالثة.

الفرضية الجزئية الرابعة: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على نسبة شارب: حالة EM ETF ESG

كانت علاقة الارتباط بين التقلبات ونسبة شارب لصناديق الاستثمار المتداولة سالبة وعكسية أي كلما زادت التقلبات (المخاطر) انخفض متوسط نسبة شارب والعكس (الشكل رقم 32)، ومن خلال نتائج الانحدار الخطي البسيط كانت القيمة الاحتمالية (p) لإحصائية T أكبر من مستوى المعنوية المعتمد 0.05 بمعامل تأثير سالب (الجدول رقم 56). مما يؤكد **رفض** الفرضية الجزئية الرابعة.

3.4 الفرضيات التنبؤية (التوقعات): يمكن اختبار هذه الفرضيات من خلال نتائج تحليل الاتجاه التي تحصلنا عليها من برنامج Minitab19 وتنقسم إلى فرضيتين كما يلي:

الجدول رقم (64): نتائج اختبار فرضيات التنبؤ

الفرضيات	نص الفرضية	القرار
الفرضية الأولى	في الأسواق المتقدمة ينمو أداء صندوق ishares MSCI ACWI ETF وفق اتجاه صعودي في السنوات القادمة.	**مقبولة**
الفرضية الثانية	في الأسواق الناشئة ينمو أداء صندوق ishares MSCI ACWI ETF وفق اتجاه صعودي في السنوات القادمة.	**مرفوضة**

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على نتائج تحليل الاتجاه

ويمكن تفسير نتائج اختبار الفرضيات اعتمادا على النتائج المحصل عليها سابقا كما يلي:

الفرضية الأولى: في الأسواق المتقدمة تعرف معدلات نمو الأداء المستقبلية لصندوق ishares MSCI ACWI ETF اتجاه صعودي في السنوات القادمة.

من خلال نتائج الجدولين رقم (58 و59) والشكلين (35 و36) يلاحظ وجود زيادة ثابتة في معدلات النمو المستقبلية خلال فترة التوقع (2030-2035) سواء بالنسبة لصناديق الاستثمار المتداولة ذات (ESG) وغير ذات (ESG) مما يتأكد **قبول** الفرضية التنبؤية الأولى.

الفرضية الثانية: في الأسواق الناشئة تعرف معدلات نمو الأداء المستقبلية لصندوق ishares MSCI ACWI ETF. اتجاه صعودي في السنوات القادمة.

من نتائج الجدولين رقم (60 و61) والشكلين (37 و38) يلاحظ وجود انخفاض في معدلات النمو المستقبلية بقيمة ثابتة خلال فترة التوقع (2030-2035) سواء بالنسبة لصناديق الاستثمار المتداولة ذات (ESG) وغير ذات (ESG) مما يؤكد أن اتجاه النمو هبوطي وليس صعودي. وبالتالي **رفض** الفرضية التنبؤية الثانية.

خلاصة الفصل:

تناول هذا الفصل دراسة تطبيقية لمؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة، من خلاله تقديم تحليل وصفي إحصائي للبيانات المتاحة من منصة التداول Trackingsight اعتمادا على مجموعة من البرامج والاختبارات الإحصائية التي تخدم موضوع الدراسة. وبعد تقديم أفضل صناديق الاستثمار المتداولة الأربعة المتضمنة في مؤشر MSCI ACW، تبين أن صندوق iShares MSCI ACWI ETF هو الأفضل من بينهم سواء من حيث قيمة الأصول، التنويع، أو مستويات الأداء (العائد والمخاطر) أو حتى بالنسبة لخصائص الاستدامة. لهذا أعتمد على هذا الصندوق لإجراء الجزء المتبقي من الدراسة التطبيقية. هذا الصندوق يتضمن مجموعة من صناديق الاستثمار المتداولة مستدامة وغير مستدامة، منها 51 صندوق مستدام من إجمالي 123 صندوق في الأسواق المتقدمة و13 صندوق مستدام من إجمالي 51 صندوق في الأسواق الناشئة.

تعتبر استراتيجية التكامل البيئي، الاجتماعي والحوكمة من أهم استراتيجيات الاستثمار المستدام التي يتبعها مؤشر iShares MSCI ACWI ETF نظرا للخصائص التي تتميز بها هذه الاستراتيجية في القدرة على التكيف مع الاستثمارات السلبية. وبعد إجراء التحليل الاحصائي الوصفي ومن خلال مقارنة المتوسطات بواسطة برنامج Eviews 13 لأغلب مؤشرات الأداء المالي، اتضح أن أداء صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة يتفوق على أداء صناديق الاستثمار المتداولة غير المستدامة في كلا السوقين. ومن خلال دراسة كفاءة التتبع وجدنا قيمة خطأ التتبع منخفضة بالنسبة للاستثمارات التي تراعي العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة، أي أن صناديق الاستثمار المتداولة يتم إدارتها بشكل فعال تماما في حالة الاستثمار المستدام (ESG).

وبتحليل الارتباط بين المتغيرات المستقلة (الأداء، التقلبات) والمتغيرات التابعة (التدفقات، العوائد النقدية، نسبة شارب) لمعرفة طبيعة العلاقة بينها نظرا لأهميتها في دعم فرضيات التأثير، وبعد إجراء تحليل الانحدار الخطي البسيط بواسطة برنامج Minitab 19. استخلصت علاقات التأثير بين المتغيرات اعتمادا على القيمة الاحتمالية لإحصائية T ومعادلة الانحدار الخطي البسيط التي توضح قوة معامل التأثير للمتغير المستقل في المتغير التابع. ولاختبار الفرضيات التنبؤية وتحليل توقعات الأداء المستقبلي لصندوق iShares MSCI ACWI ETF تم دراسة تحليل الاتجاه من خلال اختبار Linear Trend Model سواء في الأسواق الناشئة أو المتقدمة.

الخاتمــة العامــة

استعرضت هذه الدراسة تأثير تبني معايير (ESG) على الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة بشكل عام، ولأن البحث حول تأثير درجات معايير (ESG) على صناديق الاستثمار المتداولة محدود، على الرغم من أن كل من (ESG) وصناديق الاستثمار المتداولة أصبحت شائعة بشكل متزايد. قد ركزت الدراسة في الغالب على صناديق الاستثمار المتداولة المدرجة في مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة التي تم تصنيفها على أنها "مستدامة" وغير مستدامة"، وبعد تقديم أفضل صناديق الاستثمار المتداولة الأربعة المتضمنة في مؤشر MSCI ACW، تبين أن صندوق iShares MSCI ACWI ETF هو الأفضل من بينهم سواء من حيث قيمة الأصول، أو مستويات الأداء (العائد والمخاطر) أو حتى بالنسبة لخصائص الاستدامة.

أصبحت معايير (ESG) ذات أهمية متزايدة في عالم الاستثمار لأنها توفر وسيلة للمستثمرين لدمج العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة في عملية اتخاذ القرار. فعندما يتعلق الأمر بصندوق iShares MSCI ACWI ETF، فإن تبني معايير (ESG) يمكن أن يكون له تأثير كبير على أداء الصندوق وسمعته. من خلال مراعاة معايير ESG، يمكن للصندوق تقييم المخاطر والفرص المحتملة المرتبطة بالشركات في محفظته بشكل أفضل، مما يؤدي في النهاية إلى عوائد طويلة الأجل أكثر استدامة. بالإضافة إلى ذلك، فإن تبني مبادئ (ESG) يمكن أن يساعد صندوق iShares MSCI ACWI ETF في جذب المستثمرين المهتمين اجتماعيا والذين يتطلعون إلى مواءمة خياراتهم الاستثمارية مع قيمهم، وبالتالي توسيع قاعدة المستثمرين وتعزيز صورة علامته التجارية. وبشكل عام فإن تبني معايير (ESG) يمكن أن يساهم في نجاح الصندوق وتعزيز قدرته التنافسية في السوق.

وعليه انطلقت هذه الدراسة من مشكلة رئيسية هي: ما مدى مساهمة معايير الاستثمار المستدام (ESG) في تعزيز الأداء المالي لصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة (ETFs) بالتطبيق على مؤشر MSCI للأسواق الناشئة والمتقدمة؟

ويقابل هذه الإشكالية عدة فرضيات يمكن الإجابة عليها من خلال استخدام مختلف البرامج والأساليب الاحصائية في تحليل وتفسير البيانات المحصل عليها من منصة التداول Trackingsight . وبعد تحليل البيانات المالية المحصل عليها بواسطة برنامج الاقتصاد القياسي Eviews 13 والبرنامج الاحصائي Minitab 19 توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج نقسمها إلى قسمين:

1. نتائج المقارنة الوصفية: تتمثل هذه النتائج في النقاط التالية:

– أظهرت نتائج الدراسة التطبيقية أن أحد أهم استراتيجيات الاستثمار المستدام التي يتبناها صندوق iShares MSCI ACWI ETF هو تكامل (ESG)، والذي يتضمن مراعاة العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة عند اتخاذ قرارات الاستثمار. يساعد هذا النهج الصندوق ليس فقط على توليد عوائد مالية ولكن أيضا على إحداث تأثير إيجابي على المجتمع والبيئة أي المساهمة في عالم أكثر استدامة وعدالة؛

– أظهرت نتائج الدراسة التطبيقية أن صناديق الاستثمار المتداولة ذات (ESG) تتفوق على صناديق الاستثمار المتداولة غير ذات (ESG) من حيث الأداء المالي سواء في الأسواق الناشئة أو المتقدمة من خلال مقارنة المتوسطات الحسابية، وهذا بسبب عوامل مثل انخفاض تكاليف رأس المال وعلاقات أفضل مع أصحاب المصلحة وهذا يتفق مع **دراسة Elina Mitikka (2017)** التي أكدت تفوق صناديق الاستثمار المتداولة المحلية المستدامة على نظيراتها غير المستدامة، وبالتالي تظهر الأدلة أنه من خلال اختيار صناديق الاستثمار المتداولة المستديمة للاستثمار في سوق الولايات المتحدة يمكن للمستثمرين الحصول على قيمة إضافية من خلال تقييد خسائرهم وأن الأداء المالي والأداء المستدام لا يستبعدان بعضهما البعض؛

– أظهرت نتائج الدراسة التطبيقية أن صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة تميل إلى التفوق على صناديق الاستثمار التقليدية (التي لا تراعي العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة) في الأمد البعيد بسبب عوامل مثل الحوكمة القوية للشركات والتركيز على المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة وهذا يتفق مع **دراسة Jasper Chan, Minchan Kim (2020)**. ومع ذلك توصلت أيضا إلى نتائج متضاربة، حيث ثبت أن صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة قد يكون عائدها ضعيفا (من خلال المتوسطات الحسابية) بسبب الرسوم المرتفعة أو القيود المفروضة على فرص الاستثمار. ويمكن أن تعزى الاختلافات في العوائد النقدية إلى عوامل مختلفة مثل ظروف السوق واستراتيجية إدارة الصندوق ومعايير (ESG) المحددة المستخدمة في الصندوق؛

– أظهرت نتائج الدراسة التطبيقية أن صناديق الاستثمار المتداولة (ESG) يمكن أن تعزز العائدات المعدلة للمخاطر على المدى الطويل من خلال نسبة شارب المحصل عليها في الأسواق المتقدمة أكثر منها في الأسواق الناشئة؛

– أظهرت نتائج الدراسة التطبيقية أن صندوق iShares MSCI ACWI ETF هو خيار استثماري شائع لأولئك الذين يسعون إلى التعرض المتنوع لأسواق الأسهم العالمية. ومع ذلك تقلبات هذا الصندوق يمكن أن تؤثر بشكل كبير على عوائده. يمكن أن تؤدي التقلبات في الأوراق المالية الأساسية التي يتكون منها الصندوق إلى أداء غير متوقع، مما يتسبب في تعرض المستثمرين لمكاسب أو خسائر غير متوقعة. من الأهمية بمكان أن يأخذ المستثمرون في الاعتبار التأثير المحتمل لتقلبات السوق عند اتخاذ قرارات الاستثمار، حيث يمكن أن يكون لها تأثير كبير على العائدات الإجمالية لمحافظهم الاستثمارية؛

– إن خطأ التتبع في صندوق iShares MSCI ACWI ETF للصناديق المستدامة أقل مقارنة بالصناديق غير المستدامة، مما يشير إلى مستوى أعلى من التوافق بين أداء الصندوق ومؤشر القياس. وغالبا ما يعزى هذا التناقض إلى تركيز الصندوق على العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة (ESG) في اختيار وإدارة الاستثمارات. وبشكل عام يسلط خطأ التتبع الأقل في الصناديق المستدامة مثل صندوق iShares MSCI ACWI ETF الضوء على الفوائد المحتملة لدمج اعتبارات (ESG) في استراتيجيات الاستثمار وهو ما توصلت إليه **دراسة Tomasz Miziolek &**

Ewa Feder-Sempach (2019) التي أكدت أن صناديق الاستثمار المتداولة يتم إدارتها بشكل فعال تماما حيث كانت قيم TE (كفاءة التتبع) بشكل عام أقل من تلك التي تناولتها دراسات أخرى؛

– وقد ثبت أن دمج معايير (ESG) يؤدي إلى عوائد أكثر استقرارا ويمكن التنبؤ بها خاصة في الأسواق الناشئة، فضلا عن تقليل التقلبات والمخاطر. ومن خلال اختيار الشركات التي تظهر ممارسات قوية للاستدامة، يتمكن الصندوق من تتبع أداء سوق الأسهم العالمية عن كثب مع تعزيز المسؤولية الاجتماعية وخلق القيمة على المدى الطويل.

2. نتائج اختبار الفرضيات:

اشتملت الدراسة التطبيقية أيضا على نتائج دراسة العلاقة بين المتغيرات اعتمادا على تحليل الارتباط والانحدار الخطي البسيط لاختبار فرضيات التأثير، وتحليل الاتجاه لاختبار فرضيات التنبؤ وتوقع المستقبل. وتمثلت نتائج اختبار الفرضيات في النقاط التالية:

1.2 فرضيات العلاقة بين المتغيرات: تضمنت ثلاثة فرضيات حسب تقسيم المتغيرات المستقلة والتابعة، وكل فرضية تنقسم إلى أربع فرضيات جزئية كما يلي:

الفرضية الأولى: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير **الأداء المالي** على **التدفقات النقدية** لصندوق ishares MSCI ACWI ETF. وتنقسم إلى أربع فرضيات جزئية حسب الحالات التالية:

– أثبتت نتائج الدراسة التطبيقية **صحة الفرضية الجزئية الأولى والتي مفادها:** " توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير الأداء المالي على التدفقات النقدية: حالة DM ETF NON ESG" ففي الأسواق المتقدمة يؤدي الارتفاع في معدلات نمو الأداء إلى زيادة في حجم تدفقات صناديق الاستثمار المتداولة غير ذات (ESG)؛

– توصلت نتائج الدراسة التطبيقية إلى **رفض الفرضية الجزئية الثانية والتي مفادها:** " توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير الأداء المالي على التدفقات النقدية: حالة DM ETF ESG" ففي الأسواق المتقدمة لا يؤدي الارتفاع أو الانخفاض في معدلات نمو الأداء إلى إحداث تأثير في حجم تدفقات صناديق الاستثمار المتداولة ذات عوامل (ESG)؛

– أثبتت نتائج الدراسة التطبيقية **رفض الفرضية الجزئية الثالثة والتي مفادها:** " توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير الأداء المالي على التدفقات النقدية: حالة EM ETF NON ESG" ففي الأسواق الناشئة لا يؤدي الارتفاع في معدلات نمو الأداء المالي إلى زيادة في حجم تدفقات صناديق الاستثمار المتداولة غير ذات (ESG)؛

– توصلت نتائج الدراسة التطبيقية إلى **صحة الفرضية الجزئية الرابعة والتي مفادها:** " توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير الأداء المالي على التدفقات النقدية: حالة EM ETF ESG" ففي الأسواق الناشئة يؤدي

الارتفاع أو الانخفاض في معدلات نمو الأداء إلى إحداث تأثير أو تغيير في حجم تدفقات صناديق الاستثمار المتداولة التي تراعي عوامل (ESG).

الفرضية الثانية: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير **التقلبات** على **العوائد النقدية** لصندوق ishares MSCI ACWI ETF. وتنقسم إلى أربع فرضيات جزئية حسب الحالات التالية:

– أثبتت نتائج الدراسة التطبيقية **صحة الفرضية الجزئية الأولى والتي مفادها:** " توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على العوائد النقدية: حالة DM ETF NON ESG" حيث بلغ معامل تأثير المتغير المستقل 29.10 مما يعني أن الزيادة بدرجة واحدة في الاهتمام بعنصر التقلبات يؤدي إلى الزيادة في حجم عوائد صناديق الاستثمار المتداولة غير ذات (ESG) بقيمة 29.10 في الأسواق المتقدمة؛

– توصلت نتائج الدراسة التطبيقية إلى **رفض الفرضية الجزئية الثانية والتي مفادها:** " توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على العوائد النقدية: حالة DM ETF ESG" فمن معادلة الانحدار وإحصائية T تبين عدم وجود تأثير لمتغير التقلبات على العوائد النقدية بالنسبة لصناديق الاستثمار المتداولة ذات عوامل (ESG)؛

– أثبتت نتائج الدراسة التطبيقية **صحة الفرضية الجزئية الثالثة والتي مفادها:** " توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على العوائد النقدية: حالة EM ETF NON ESG" حيث بلغ معامل تأثير المتغير المستقل 94.0 مما يعني أن الزيادة بدرجة واحدة في الاهتمام بعنصر التقلبات يؤدي إلى الزيادة في حجم عوائد صناديق الاستثمار المتداولة غير ذات (ESG) بقيمة 94.0 في الأسواق الناشئة؛

– توصلت نتائج الدراسة التطبيقية إلى **رفض الفرضية الجزئية الرابعة والتي مفادها:** " توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على العوائد النقدية: حالة EM ETF ESG" فمن معادلة الانحدار وإحصائية T تبين عدم وجود تأثير لمتغير التقلبات على تغيرات حجم العوائد النقدية بالنسبة لصناديق الاستثمار المتداولة التي تراعي عوامل (ESG).

الفرضية الثالثة: توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير **التقلبات** على **نسبة شارب** لصندوق ishares MSCI ACWI ETF. وتنقسم إلى أربع فرضيات جزئية حسب الحالات التالية:

– توصلت نتائج الدراسة التطبيقية إلى **رفض الفرضية الجزئية الأولى والتي مفادها:** " توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على نسبة شارب: حالة DM ETF NON ESG" فمن معادلة الانحدار وإحصائية T تبين عدم وجود تأثير لمتغير التقلبات على نسبة شارب بالنسبة لصناديق الاستثمار المتداولة غير ذات عوامل (ESG)؛

– أثبتت نتائج الدراسة التطبيقية **صحة الفرضية الجزئية الثانية والتي مفادها:** " توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على نسبة شارب: حالة DM ETF ESG" حيث بلغ معامل تأثير المتغير المستقل 17.3

مما يعني أن الزيادة بدرجة واحدة في الاهتمام بعنصر التقلبات يؤدي إلى الزيادة في معدل نسبة شارب لصناديق الاستثمار المتداولة ذات (ESG) بقيمة 17.3 في الأسواق المتقدمة؛

– توصلت نتائج الدراسة التطبيقية إلى **رفض الفرضية الجزئية الثالثة والتي مفادها:** " توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على نسبة شارب: حالة EM ETF NON ESG" فمن معادلة الانحدار وإحصائية T تبين عدم وجود تأثير لمتغير التقلبات على نسبة شارب بالنسبة لصناديق الاستثمار المتداولة غير ذات عوامل (ESG)؛

– توصلت نتائج الدراسة التطبيقية إلى **رفض الفرضية الجزئية الرابعة والتي مفادها:** " توجد علاقة أثر ذات دلالة إحصائية لمتغير التقلبات على نسبة شارب: حالة EM ETF ESG" فمن معادلة الانحدار وإحصائية T تبين عدم وجود تأثير لمتغير التقلبات على نسبة شارب بالنسبة لصناديق الاستثمار المتداولة التي تراعي عوامل (ESG) في الأسواق المتقدمة.

2.2 فرضيات التنبؤ (الاتجاه المستقبلي): وتنقسم إلى فرضيتين هما:

– أثبتت نتائج الدراسة التطبيقية **صحة الفرضية الأولى** والتي مفادها: في الأسواق المتقدمة تعرف معدلات نمو الأداء المستقبلية لصندوق ishares MSCI ACWI ETF. اتجاه صعودي في السنوات القادمة.

يقدم صندوق iShares MSCI ACWI ETF للمستثمرين التعرض لمجموعة واسعة من أسهم الأسواق المتقدمة، مما يوفر طريقة متنوعة وفعالة للحصول على التعرض للاتجاهات الاقتصادية العالمية. مع إدراج الأسواق المتقدمة، يوفر هذا الصندوق المتداول في البورصة إمكانات نمو كبيرة واستقرارا للمستثمرين الذين يسعون إلى التعرض للأسواق المتطورة. مع استمرار تطور الاقتصادات العالمية وتقدمها، يظل هذا الصندوق المتداول في البورصة في وضع جيد لالتقاط اتجاهات السوق المستقبلية وتحقيق عوائد ثابتة للمستثمرين. مع سجل حافل وتنوع قوي يعد صندوق iShares MSCI ACWI ETF خيار استثماري مقنع لأولئك الذين يتطلعون إلى الاستفادة من النمو المستقبلي للأسواق المتقدمة.

– توصلت نتائج الدراسة التطبيقية إلى **رفض الفرضية الثانية** والتي مفادها: في الأسواق الناشئة تعرف معدلات نمو الأداء المستقبلية لصندوق ishares MSCI ACWI ETF. اتجاه صعودي في السنوات القادمة. أي أن اتجاه النمو هبوطي وليس صعودي في الأسواق الناشئة.

صندوق iShares MSCI ACWI ETF هو صندوق متداول في البورصة متنوع يوفر التعرض لمجموعة واسعة من الأسواق العالمية، بما في ذلك الأسواق الناشئة. لكن مع استمرار نمو الاقتصادات الناشئة وتطورها، يبدو الاتجاه المستقبلي لهذه الأسواق واعدا. كما أن تركيز الصندوق على الأسواق الناشئة يمنح المستثمرين الفرصة للاستفادة من فوائد النمو والتنويع المحتملة التي يمكن أن توفرها هذه الأسواق. ومع تزايد العولمة والترابط، أصبحت الأسواق الناشئة ذات أهمية متزايدة في الاقتصاد العالمي. ومن الضروري مراقبة الاتجاهات المستقبلية للأسواق الناشئة والفرص التي تقدمها للاستثمار وتنويع المحفظة.

3. التوصيات والمقترحات

في ظل النتائج السابقة يمكن تقديم مجموعة من التوصيات والمقترحات تخص بالدرجة الأولى الاستثمار في صندوق iShares MSCI ACWI ETF، الأسواق الناشئة والمتقدمة كما يلي:

– لدمج (ESG) في iShares MSCI ACWI ETF ينبغي استخدام تصنيفات MSCI ESG كأداة لتقييم أداء الاستدامة للشركات الفردية ضمن المحفظة، حيث توفر هذه التصنيفات تقييما شاملا لممارسات (ESG) الخاصة بالشركة وتساعد المستثمرين على تحديد المخاطر والفرص المحتملة المتعلقة بالاستدامة. من خلال دمج تصنيفات MSCI ESG في عملية الاستثمار، يمكن لصندوق iShares MSCI ACWI ETF استبعاد الشركات ذات الأداء الضعيف في مجال (ESG) وزيادة وزن الشركات ذات المؤهلات القوية في مجال الاستدامة، مما يؤدي في النهاية إلى تحسين ملف الاستدامة الإجمالي للمحفظة؛

– ضرورة تعزيز تكامل (ESG) في صندوق iShares MSCI ACWI ETF في التعامل مع الشركات بشأن قضايا (ESG) من خلال الإدارة النشطة والتصويت بالوكالة، فمن خلال التعامل بنشاط مع إدارة الشركة بشأن مسائل (ESG) وممارسة حقوق التصويت على قرارات المساهمين، يمكن لصندوق الاستثمار المتداول التأثير على سلوك الشركات ودفع التغيير الإيجابي نحو ممارسات تجارية أكثر استدامة. كما يوفر التعامل مع الشركات رؤى قيمة حول ممارسات (ESG) وأدائها، مما يسمح لصندوق الاستثمار المتداول باتخاذ قرارات استثمارية أكثر استنارة بناء على اعتبارات الاستدامة؛

– إجراء بحث وتحليل شامل لبيانات العوامل البيئية، الاجتماعية والحوكمة للشركات ضمن المؤشر الذي تتبعه صناديق الاستثمار المتداولة في الأسواق الناشئة، سيساعد هذا في تحديد الشركات التي تلبي معايير معينة للبيئة، المجتمع والحوكمة واستبعاد تلك التي لا تتوافق مع مبادئ (ESG). من خلال إجراء بحث متعمق يمكن لمقدمي صناديق الاستثمار المتداولة بناء محافظ تعكس قيم المستثمرين وتفضيلاتهم، مع تقليل المخاطر المحتملة أيضا من خلال تجنب الشركات ذات الأداء الضعيف في مجال (ESG).

– يجب أن يكون مقدمو الصناديق المتداولة في البورصة في الأسواق الناشئة، شفافين بشأن عملية دمج (ESG) ومعاييرها. هذه الشفافية ضرورية لبناء الثقة مع المستثمرين وضمان توافق عوامل (ESG) التي تم أخذها في الاعتبار في الصندوق المتداول في البورصة مع قيم المستثمرين. من خلال التواصل بوضوح حول نهج دمج (ESG)، يمكن لمقدمي الصناديق المتداولة في البورصة جذب المستثمرين المهتمين اجتماعيا والذين يتطلعون إلى الاستثمار في الشركات التي تعطي الأولوية للاستدامة والحوكمة الرشيدة؛

– يجب على صناديق الاستثمار المتداولة في الأسواق المتقدمة أن تفكر في دمج اعتبارات (ESG) في معايير الاختيار والترجيح الخاصة بها، قد يتضمن هذا استبعاد الشركات التي تفشل في تلبية معايير (ESG) معينة أو إعطاء أوزان أعلى للشركات التي تحقق أداء جيدا في مقاييس (ESG). فمن خلال دمج عوامل (ESG) في قرارات

الاستثمار الخاصة بها، يمكن لصناديق الاستثمار المتداولة إنشاء محافظ أكثر انسجاما مع أهداف الاستدامة وأفضل وضعا لتقديم قيمة طويلة الأجل للمستثمرين؛

– في الأسواق المتقدمة يجب على مديري صناديق الاستثمار المتداولة تقديم تقارير شفافة وشاملة عن أداء (ESG) لصناديقهم، إذ يحق للمستثمرين معرفة كيفية استثمار أموالهم والتأثير الذي تخلفه على البيئة والمجتمع وممارسات الحوكمة للشركات. من خلال تقديم إفصاحات (ESG) واضحة وذات مغزى، يمكن لمديري صناديق الاستثمار المتداولة بناء الثقة مع المستثمرين وإظهار التزامهم بالاستثمار المسؤول.

ولهذا ينبغي للمستثمرين أن يفكروا في الاستثمار بشكل أكبر في صناديق الاستثمار المتداولة ذات التصنيف البيئي والاجتماعي والحوكمة الأفضل، لأنها تؤدي إلى عائدات أعلى وتؤدي إلى ممارسات تجارية أفضل على المستويات الأخلاقية والمستدامة والاجتماعية. كما يجب مراقبة وإدارة المخاطر بعناية، حتى يمكن للمستثمرين التعامل بشكل أفضل مع التقلبات في السوق وتحسين نتائج استثماراتهم المحتملة.

4. دراسات مستقبلية مقترحة

بعد الانتهاء من الدراسة الحالية يقترح الباحث إجراء الدراسات المستقبلية التالية:

– الاستثمار في صناديق الاستثمار المتداولة التي تراعي عوامل (ESG) آلية لتعزيز النماذج الاقتصادية المستدامة؛

– تدعيم الاستثمار في صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة لتعزيز دفع التحول الأخضر؛

– مدى مساهمة الاستثمار في صناديق الاستثمار المتداولة للبيتكوين في الوصول إلى عالم العملات المشفرة؛

– إمكانية الاستثمار في صناديق الاستثمار المتداولة الموافقة للشريعة الإسلامية لتحقيق المعايير الأخلاقية؛

– استخدام صناديق الاستثمار المتداولة في الذهب لتنويع المحفظة الاستثمارية والتنقل في الأسواق المالية.

قائمـة المراجـع

قائمة المراجع

أولا. المراجع العربية

أ.الكتب

1. أسامة ربيع أمين سليمان. (2019). *التحليل الاحصائي للبيانات باستخدام برنامج Minitab*. مصر: كلية التجارة، جامعة المنوفية.

2. جيرمي سيغل، و رسل بالمر. (2020). *الأسهم في المدى الطويل – المرشد القاطع للأسواق المالية: العوائد وإستراتيجيات الأستثمار في المدى الطويل*. (هند بنت محمد آل الشيخ، المترجمون) الولايات المتحدة الأمريكية: كلية وارتون، جامعة بنسلفانيا.

3. خالد محمد السواعي. (2012). *أساس القياس الاقتصادي باستخدام Eviews* . أربد، الأردن: دار الكتاب الثقافي.

4. سمير خالد صافي. (2015). *مقدمة في نماذج تحليل الانحدار باستخدام EViews*. غزة: الجامعة الاسلامية غزة.

5. نصر عبد الله قنديل. (2020). *القنديل في تعلم التحليل الاحصائي باستخدام :Minitab 18*.

6. مؤيد عبد الرحمن الدوري. (2010). *إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية* (الإصدار الطبعة الأولى). عمان، الأردن: إثراء للنشر والتوزيع.

ب.المؤتمرات

1. كتاف شافية، و زهير بن دعاس. (6-5 ماي, 2014). آلية بناء صناديق المؤشرات المتداولة وأهميتها بالنسبة للأسواق المالية دراسة حالة السوق المالية السعودية. *بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الاسلامية*. سطيف، الجزائر: الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية.

ت.التقارير

1. هيئة السوق المالية. (2019). *مواد توعوية لآلية احتساب زكاة بعض أنواع الصناديق الاستثمارية*. هيئة الزكاة والضريبة والجمارك.

ث.المواقع الإلكترونية

1. نور عماشة. (21 5, 2018). *ما المقصود بمؤشر MSCI؟* تم الاسترداد من العربية: /https://www.alarabiya.net/aswaq/financial-markets/2018/06/21

2. نورالهدى نابغ . (16 5, 2014). *ما هو مؤشر "إم إس سي آي"؟* تم الاسترداد من الخليج: /https://www.alkhaleej.ae/2014-05-16

3. Sarwa. (2023). *ما هي صناديق الاستثمار المتداولة؟كل ما تحتاج لمعرفته (2023)*. Récupéré sur Sarwa: https://www.sarwa.co/blog/

ثانيا.المراجع الأجنبية

أ.الكتب

1. BAKER, H., FILBECK, G., & KIYMAZ, H. (2016). *Mutual Funds and Exchange-Traded Funds: Building Blocks to Wealth.* United States of America: Oxford University Press.

2. Bennett, D. (2021). *ETF Investing 101 for the Year 2021 Complete Guide to Evaluate and Build a Diversified Stock Portfolio With Ease (Rule the game and Build Passive Income Without the Hassle).* USA: Hardcover.

3. Bofo, R., & Patalano, R. (2020). *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges.* Paris: Boffo, R., and R. Patalano OECD.

4. CERTIFICATE IN ESG INVESTING CURRICULUM 2023. (2022). USA: CFA Institute.

5. Dolan, C., & Barrero Zalles, D. (2022). *Transparency in ESG and the Circular Economy Capturing Opportunities Through Data.* Chennai, India: Business Expert Press.

6. Groves, F. (2011). *Exchange Traded Funds: A Concise Guide to ETFs.* Great Britain: British Library.

7. Jeambart, V. (2015, February 16). Liquidity Measurements of Exchange Traded Funds.

8. K. Merker, C., & W. Peck, S. (2019). *The Trustee Governance Guide The Five Imperatives of 21st Century Investing.* Switzerland: Palgrave Macmillan.

9. Manuel Pinheiro, C., & Hilário Varela, H. (September 2018). Do Exchange Traded Funds (ETFs) Outperform the Market? Evidence from the Portuguese Stock Index. *GEE Papers,* 15-16.

10. MARSZK, A., & LECHMAN, E. (2019). *EXCHANGE-TRADED FUNDS IN EUROPE.* London, United Kingdom: Elsevier.

11. Meziani, S. (s.d.). *Exchange-Traded Funds : Investment Practices and Tactical Approaches* .

12. Mirae, A. (2020). *MSCI China Energy ETF.* NEW YORK, USA: Global X Management.

13. Miziołek , T., Feder-Sempach, E., & Zaremba, A. (2020). *International Equity Exchange-Traded Funds Navigating Global ETF Market Opportunities and Risks.* Switzerland: Palgrave Macmillan.

14. ROSENBERG, L., WEINTRAUB, N., & HYMAN, A. (2008). *ETF STRATEGIES AND TACTICS HEDGE YOUR PORTFOLIO IN A CHANGING MARKET.* United States of America: McGraw-Hill Companies, Inc.

15. Spitz, K., Trudinger, J., & Orr, M. (2022). *Environmental Social Governance Managing Risk and Expectations.* Leiden, The Netherlands: Taylor & Francis Group.

16. Wild, R. (2022). *Exchange-Traded Funds For Dummies* (éd. 3rd Edition). New Jersey, USA: John Wiley & Sons.

ب.المقالات العلمية

1. Antoniewicz, R., & Heinrichs, J. (SEPTEMBER 2014). *Understanding Exchange-Traded Funds: How ETFs Work.* ICI RESEARCH PERSPECTIVE *20*(5), ICI INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, WASHINGTON, USA.

2. Bell, H., Carlson, D., & Murphy, C. (2021, JANUARY). Semi Transparent ETFs. *ETF Report THE MAGAZINE FOR ETF INVESTORS*, p. 15.

3. Busch, T., Pruessne, E., Oulton, W., Palinska, A., & Garrault, P. (2024). *Methodology for Eurosif Market Studies on Sustainability-related Investments Measuring progress of capital flows to support the sustainable transition of the real economy.* Hamburg/Brussels: Eurosif, University of Hamburg, Advanced Impact Research.

4. Dolan, C., & Barrero Zalles, D. (2022). *Transparency in ESG and the Circular Economy Capturing Opportunities Through Data.* Chennai, India: Business Expert Press.

5. GIESE, G. (2019). Performance and Risk Analysis of Index-Based ESG Portfolios. *The journal of index investing ETFs, ETPs & indexing, 9*(4), 4.

6. Gleißner, W., Günther, T., & Walkshäusl, C. (2022). Financial sustainability: measurement and empirical evidence. *Journal of Business Economics* , 467–516.

7. Grill, M., Lambert, C., Marquardt, P., Watfe, G., & Weistroffer, C. (2018). Counterparty and liquidity risks in exchange-traded funds. *Financial Stability Review* .

8. Manuel Pinheiro, C., & Hilário Varela, H. (September 2018). Do Exchange Traded Funds (ETFs) Outperform the Market? Evidence from the Portuguese Stock Index. *GEE Papers*, 15-16.

9. Nguyen, H. (2023). PERFORMANCE OF ESG ETFS AND ESG ETFS VS THEIR DECLARED INDEXES. *APPLIED FINANCE LETTERS, 12*, 33- 43.

10. Pavlova, I., & Boyrie, M. (2021). ESG ETFs and the COVID-19 stock market crash of 2020: Did clean funds fare better? *Finance Research Letters*, 1-6.

11. Stobierski, T. (2022, 11 10). *WHAT IS SUSTAINABLE INVESTING?* Récupéré sur Harvard Business School: https://online.hbs.edu/blog/post/sustainable-investing

12. Swinburne, K., & Beardshaw, P. (2022). *ESG RATINGS AND ESG DATA IN FINANCIAL SERVICES – A VIEW FROM PRACTITIONERS A joint report by Accenture UK and the International Regulatory Strategy Group (IRSG).* UK: Accenture.

ت.المؤتمرات

1. UNCTAD. (2020). Leveraging the Potential of ESG ETFs for Sustainable Development. UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT . , United Nations.

ث.الأطروحات

1. AVASTSHI, K. (2017, JANUARY). THE PERFORMANCE OF EXCHANGE TRADED FUNDS (ETFs) IN INDIAN STOCK MARKET: AN EMPIRICAL ANALYSIS. A THESIS Presented to the Faculty of Business Studies Punjabi University, Patiala In Fulfillment of the Requirements for the Degree of DOCTOR OF PHILOSOPHY IN MANAGEMENT. India, Patiala: School of Management Study, Punjabi University.

2. Bahadar, S. (2019). Market efficiency and performance dynamics of International Exchange-Traded Funds. A thesis submitted in partial fulfilment of the requirements for the Degree of Doctor of Philosophy in Finance. New Zeland: Lincoln University.

3. FAIN , M. (2021). SUSTAINABLE INVESTING DOES ESG INDUCE A VIRTUOUS CIRCLE? PHD DISSERTATION. BUDAPEST, Hangary: DOCTORAL SCHOOL OF BUSINESS AND MANAGEMENT DEPARTMENT OF FINANCE CORVINUS UNIVERSITY OF BUDAPEST.

4. Fernandes Lopes , O. (2022, February). WO STUDIES IN GREEN FINANCE: HAVE GREEN BONDS BEEN DELIVERING ON THEIR PROMISE TO MAKE THE ENVIRONMENT MORE SUSTAINABLE IN THE FACE OF CLIMATE CHANGE? AND DO ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE LABELLED FUNDS CREATE A DIFFERENT INVESTMENT ALTERNATIVE OR. A thesis submitted to Johns Hopkins University in conformity with the requirements for the degree of Doctor of International Affairs. Baltimore, Maryland, USA.

5. Iseli, G. (2015, September). Risk, Collateral and Investor Sentiment in Exchange Traded Funds. A thesis submitted to fulfillment of the requirements for the degree of PhD in Economics. Geneva, Switzerland: Geneva School of Economics and Management, University of Geneva, Switzerland.

6. Mitikka, E. (2017). Doing well by doing good? Performance of sustainable and socially responsible ETFs. Master's Thesis. Helsinki, Department of Finance and Statistics: Hanken School of Economics.

7. Peerbhai, F. (2020, 11). The impact of Exchange Traded Funds on the microstructure of their constituent shares: A South African case . A dissertation submitted in fulfilment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy (Finance) . Westville Campus , School of Accounting, Economics and Finance , UNIVERSITY OF KWAZULU-NATAL .

8. SIWEI, D. (2024). AN ANALYSIS ON THE RELATIONSHIP BETWEEN ESG INFORMATION DISCLOSURE AND ENTERPRISE VALUE: A CASE OF LISTED COMPANIES IN THE ENERGY INDUSTRY IN CHINA. A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy in Management. China: The Graduate School, Siam University.

ج.التقارير

1. Amundi ETF. (2024, 04 30). *Amundi MSCI All Country World UCITS ETF US Acc.* Récupéré sur Amundi ETF: https://www.amundietf.fr/pdfDocuments/download/227cc577-693a-49c9-a8ee-656225bffbb8/MonthlyFactsheet_2901357_23904_FRA_FRA_ETF_INSTITUTIONNEL_20240331.pdf

2. Antoniewicz, R., & Heinrichs, J. (SEPTEMBER 2014). *Understanding Exchange-Traded Funds: How ETFs Work.* ICI RESEARCH PERSPECTIVE, ICI INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, WASHINGTON, USA.

3. Bofo, R., & Patalano, R. (2020). *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges.* Paris: Boffo, R., and R. Patalano OECD.

4. Busch, T., van Hoorn, V., Stapelfeldt, M., & Pruessner, E. (July 2022). Classification Scheme for Sustainable Investments: Accelerating the just and sustainable transition of the real economy. *WHITE PAPER*. Hamburg/Brussels: universitat Hamburg.

5. CERTIFICATE IN ESG INVESTING CURRICULUM 2023. (2022). USA: CFA Institute.

6. CERTIFICATE IN ESG INVESTING CURRICULUM 2023. (2022). USA: CFA Institute.

7. Elderson, F., & Sabine , M. (December 2020). *Progress reporton the implementation of sustainable and responsible nvestment practices in central banks' portfolio management.* France: Network for Greening the Financial System NGFS.

8. FTSE Russell. (2024). *ESG Scores*. Récupéré sur FTSE Russell: https://www.lseg.com/en/ftse-russell/esg-scores

9. Kostić, N., & Hujdur, A. (2023). *Building a Sustainable Future: ESG Business Handbook How Environmental, Social and Governance Standards Can Benefit Your Business.* Bosnia and Herzegovina: Biljana Braithwaite.

10. Kumar, N., Menou, V., Doole, S., & Nishikawa, L. (FEBRUARY 2017). *EEP IT BROAD: AN APPROACH TO ESG STRATEGIC TILTING*. USA: MSCI ESG Research LLC.

11. Mirae, A. (2020). *MSCI China Energy ETF*. NEW YORK, USA: Global X Management.

12. MSCI . (2024). *MSCI ACWI Index (USD).* Récupéré sur Index Factsheet: https://www.msci.com/documents/10199/178e6643-6ae6-47b9-82be-e1fc565ededb

13. MSCI. (2024, 05 29). *Factors – Elements of Performance*. Récupéré sur MSCI: https://www.msci.com/factor-index-scorecard

14. MSCI. (2024). *Navigating Challenging Markets with MSCI's Index Solutions.* Récupéré sur MSCI: https://www.msci.com/documents/1296102/33887102/Navigating+Challenging+Markets+with+MSCI%27s+Index+Solutions

15. Nicholls, A. (2021). *Sustainable Finance: A Primer and Recent Developments*. USA: background paper.

16. Pagano, M., Antonio , S. S., & Zechner, J. (2019). *Can ETFs contribute to systemic risk?: Reports of the Advisory Scientific Committee.* Frankfurt: European Systemic Risk board.

17. Palmborg, E., & Winther Blindum, S. (2020). *The Guide to Sustainable Investing.* Stockholm: NORDEA SUSTAINABLE INVESTMENTS.

18. Petit, E. (2021, 09 14). *MSCI ACWI : l'indice qui permet d'investir réellement dans le monde entier ?* Récupéré sur epargnant30: https://www.epargnant30.fr/msci-acwi-indice/

19. SPDR MSCI ACWI UCITS ETF. (2024, 05 30). *SPDR MSCI ACWI UCITS ETF*. Récupéré sur quantalys: https://www.quantalys.com/Fonds/Performances/777472

20. S-RAY - ARABESQUE. (2024). Récupéré sur shift: https://shift.tools/resources/1724

21. State Street SPDR. (2024, 04 30). *SPDR MSCI ACWI UCITS ETF*. Récupéré sur Morningstar Rating: https://www.ssga.com/library-content/products/factsheets/etfs/emea/factsheet-emea-en_gb-spyy-gy.pdf

22. Swinburne, K., & Beardshaw, P. (2022). *ESG RATINGS AND ESG DATA IN FINANCIAL SERVICES – A VIEW FROM PRACTITIONERS A joint report by Accenture UK and the International Regulatory Strategy Group (IRSG).* UK: Accenture.

23. UNCTAD. (2021). *The rise of the sustainable fund market and its role in !nancing sustainable development.* Geneva: UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (UNCTAD).

24. UNCTAD. (2022). *WORLD INVESTMENT REPORT.* UNITED NATIONS: UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT.

25. Wallace, K. (2021, 05 07). *What Is an Exchange-Traded Fund?* Récupéré sur morningstar: https://www.morningstar.com/etfs/what-is-an-exchange-traded-fund

ح.المواقع الإلكترونية

1. African Land . (2020). *African ETFs: A Complete Guide to Investing in Africa*. Récupéré sur african.land: https://african.land/blog/article/african-etfs-a-complete-guide-to-investing-in-africa-b114

2. AMUNDI ETF . (2024, 04 30). *AMUNDI MSCI ALL COUNTRY WORLD UCITS ETF EUR ACC.* Récupéré sur AMUNDI ETF : https://www.amundietf.fr/pdfDocuments/monthly-factsheet/LU1829220216/FRA/FRA/RETAIL/ETF

3. AMUNDI. (2024, 05 31). *AMUNDI MSCI ALL COUNTRY WORLD UCITS ETF EUR ACC.* Récupéré sur AMUNDI Asset Management: https://www.amundietf.fr/fr/professionnels/produits/equity/amundi-msci-all-country-world-ucits-etf-eur-acc/lu1829220216

4. Angel One. (2023). *What are the Types of ETFs?* Récupéré sur angelone: https://www.angelone.in/knowledge-center/share-market/types-of-etf

5. Benson , A. (2023, 03 17). *What Is Sustainable Investing?* Récupéré sur nerdwallet: https://www.nerdwallet.com/article/investing/sustainable-investing

6. BlackRock. (2020, 01 21). *The 26-Year History of ETFs, in One Infographic*. Récupéré sur visual capitalist: https://www.visualcapitalist.com/sp/the-26-year-history-of-etfs-in-one-infographic/

7. Bloomberg. (2021, 10 21). *Bloomberg offre l'accès à la recherche et aux ratings ESG .* Récupéré sur Bloomberg: https://assets.bbhub.io/company/sites/51/2021/10/FR_Sustainalytics_Bloomberg_10.19.21.pdf

8. Bloomberg . (2021). *Transparency, methodology, and consistency in ESG scoring.* Récupéré sur ESG_Environmental-Social-Scores: https://data.bloomberglp.com/professional/sites/10/ESG_Environmental-Social-Scores.pdf

9. CDP. (2022). *What is a CDP score?* Récupéré sur Scoring_2022_-_short_explainer: https://cdn.cdp.net/cdp-production/comfy/cms/files/files/000/006/703/original/Scoring_2022_-_short_explainer.pdf

10. CFA Institute. (2022). *FUTURE OF SUSTAINABILITY IN INVESTMENT MANAGEMENT: FROM IDEAS TO REALITY.* Récupéré sur CFA Institute: https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/future-of-sustainability.ashx

11. Charles, s. (2023). *Types of ETFs*. Récupéré sur schwab Charles: https://www.schwab.com/etfs/types/sector-etfs

12. CHEN, J. (2023, 10 14). *Exchange-Traded Fund (ETF) Explanation With Pros and Cons*. Récupéré sur investopedia: https://www.investopedia.com/terms/e/etf.asp#toc-types-of-etfs

13. Churakova, A. (2023, 10 02). *How To Trade ETFs: Top 5 ETF Investment Strategies*. Récupéré sur b2broker: https://b2broker.com/news/how-to-trade-etfs-top-5-etf-investment-strategies/

14. ETF.com. (s.d.). *What to consider before investing in an ETF*. Récupéré sur fidelity: https://www.fidelity.com/learning-center/investment-products/etf/risks-with-etfs

15. ETFs 2026: The next big leap. (s.d.). Récupéré sur https://www.pwc.com/gx/en/financial-services/publications/assets/ETF_2026_PwC.pdf

16. ETFs 2027. (2023, March 29). *ETFs 2027: A world of new possibilities*. Récupéré sur pwc: https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/publications/future-of-etf-2027-survey.html

17. Faster capital. (2023, 12 02). *ESG Investing: Sustainable Investing: GPIF's Commitment to ESG Principles*. Récupéré sur faster capital: https://fastercapital.com/content/ESG-Investing--Sustainable-Investing--GPIF-s-Commitment-to-ESG-Principles.html

18. Goodvest. (2021, Décembre 6). *Pourquoi investir de manière responsable avec des ETF ESG ?* Récupéré sur Goodvest: https://blog.goodvest.fr/articles/pourquoi-investir-de-maniere-responsable-avec-des-etf-esg

19. Green, E. (2024, 08 06). *Top Strategies For Ensuring Investment Sustainability In 2024.* Récupéré sur sigmaearth: https://sigmaearth.com/top-strategies-for-ensuring-investment-sustainability-in-2024/

20. justetf. (2024). *Les meilleurs plans d'épargne en ETF*. Récupéré sur justetf: https://www.justetf.com/fr/how-to/msci-emerging-markets-etfs.html

21. Kaczmarski, K., Farrar, S., Zelter, P., & van der Zee, M. (2023). *THE RENAISSANCE OF ETFs: Exchange traded funds are Surging and fueling market growth opportunities.* Récupéré sur Oliver Wymen: https://www.oliverwyman.es/content/dam/oliver-wyman/Iberia/reports/Oliver_Wyman_Exchange_traded_funds_are_fueling_market_growth_opportunities.pdf

22. Kenton, W. (2023, 03 29). *MSCI: What Does It Stand For and Its Importance*. Récupéré sur investopedia: https://www.investopedia.com/terms/m/msci.asp

23. Loughlin, B. (2023, mai 10). *What are risks to ESG investing?* Récupéré sur institute of sustainability studies.: https://instituteofsustainabilitystudies.com/insights/guides/what-are-risks-to-esg-investing/

24. lseg. (2023). *LSEG ESG Scores*. Récupéré sur ESG Scores | LSEG - Refinitiv: https://www.lseg.com/en/data-analytics/sustainable-finance/esg-scores#contact-sales

25. iShares MSCI ACWI. (2024, 03 31). *iShares MSCI ACWI ETF.* Récupéré sur ishares by blackrock: https://www.ishares.com/us/literature/fact-sheet/acwi-ishares-msci-acwi-etf-fund-fact-sheet-en-us.pdf

26. iShares . (2024). *iShares MSCI ACWI ETF (ACWI)*. Récupéré sur finance yahoo: https://finance.yahoo.com/quote/ACWI/risk/

27. iShares . (2024, 05 31). *iShares MSCI ACWI ETF*. Récupéré sur iShares by BlackRock: https://www.ishares.com/us/products/239600/ishares-msci-acwi-etf

28. iss . (2024). *ESG RATINGS & RANKINGS.* Récupéré sur issgovernance: https://www.issgovernance.com/esg/ratings/

29. Mackenzie, O. (2024). *THE PROS AND CONS OF INVESTING IN ETFS*. Récupéré sur wealthbase: https://learn.wealthbase.com/the-pros-and-cons-of-investing-in-etfs/

30. moodys. (2023). *What is Moody's ESGView?* Récupéré sur Moody's ESGView: https://www.moodys.com/web/en/us/esgview.html

31. mordor intelligence. (2023). *Asia Pacific ETF Market Size & Share Analysis - Growth Trends & Forecasts (2024 - 2029).* Récupéré sur mordor intelligence: https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/asia-pacific-etf-industry

32. MSCI . (2024). *MSCI ACWI Index (USD).* Récupéré sur Index Factsheet: https://www.msci.com/documents/10199/178e6643-6ae6-47b9-82be-e1fc565ededb

33. msci. (2024). *ESG Fund Ratings and Climate Search Tool*. Récupéré sur What do the MSCI ESG Fund Ratings measure?: https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-fund-ratings-climate-search-tool

34. MSCI. (2024, 05 29). *Factors – Elements of Performance*. Récupéré sur MSCI: https://www.msci.com/factor-index-scorecard

35. MSCI. (2024). *Navigating Challenging Markets with MSCI's Index Solutions.* Récupéré sur MSCI: https://www.msci.com/documents/1296102/33887102/Navigating+Challenging+Markets+with+MSCI%27s+Index+Solutions

36. MSCI. (2024). *The MSCI Principles of Sustainable Investing.* Récupéré sur MSCI-ESG-House-View-FINAL.: https://www.msci.com/documents/10199/16912162/MSCI-ESG-House-View-FINAL.pdf/63bba1a1-aecf-ba80-aa49-7910748ed942

37. Petit, E. (2021, 09 14). *MSCI ACWI : l'indice qui permet d'investir réellement dans le monde entier ?* Récupéré sur epargnant30: https://www.epargnant30.fr/msci-acwi-indice/

38. Picardo, E. (2021, June 23). *7 Best ETF Trading Strategies for Beginners.* Récupéré sur www.investopedia.com: https://www.investopedia.com/articles/investing/090115/7-best-etf-trading-strategies-beginners.asp

39. PRI. (2018, 04 25). *What is ESG integration?* Récupéré sur Principles for responsible investment: https://www.unpri.org/investment-tools/what-is-esg-integration/3052.article

40. Reprisk. (2021). *RepRisk | World's largest ESG technology company*. Récupéré sur RepRisk : https://www.reprisk.com/

41. Rogers, S. (2024). *The Best ESG ETFs in 2024*. Récupéré sur finmasters: https://finmasters.com/the-best-esg-etfs/#erth

42. Rothwell, J. (2019, May). *The Rising Demand of ESG ETFs*. Récupéré sur bny mellon: https://www.bnymellon.com/emea/en/insights/all-insights/the-rising-demand-of-esg-etfs.html

43. Russell, F. (2020, 08). *An introduction to sustainable investing* . Récupéré sur FTSE Russell: https://content.ftserussell.com/sites/default/files/an_introduction_to_sustainable_investing_final.pdf

44. S&P Global. (2023). *S&P Global Inc. ESG Score*. Récupéré sur S&P Global: https://www.spglobal.com/esg/scores/results?cid=4023623

45. Samuelsson. (2024, 02 02). *History of ETFs*. Récupéré sur the robust trader: https://therobusttrader.com/history-of-etfs-a-brief-evolution/

46. Schwab, c. (2024). *What is an ETF?* Récupéré sur charles schwab: https://www.schwab.com/etfs/understand-etfs?fbclid

47. SCOTT, G. (2024, 01 24). *ETF Market Price vs. ETF Net Asset Value: What's the Difference?* Récupéré sur investopedia: https://www.investopedia.com/ask/answers/052815/what-difference-between-etfs-net-asset-value-nav-and-its-market-price.asp

48. SEGAL, T. (2024, 01 17). *Advantages and Disadvantages of ETFs*. Récupéré sur investopedia: https://www.investopedia.com/articles/exchangetradedfunds/11/advantages-disadvantages-etfs.asp

49. Simpson, S. D. (2023, 12 17). *A Brief History of Exchange-Traded Funds*. Récupéré sur investopedia: https://www.investopedia.com/articles/exchangetradedfunds/12/brief-history-exchange-traded-funds.asp

50. Societe Generale . (2019, 09 19). *ROBECOSAM SUSTAINABILITY RANKING: SOCIETE GENERALE BEST BANK WORLDWIDE FOR ENVIRONMENTAL DIMENSION.* Récupéré sur robeco sam: https://www.societegenerale.com/sites/default/files/19076-pr-robecosam-en.pdf

51. Sommers, F. E. (2017, 08 07). *Exchange Traded Funds".* Récupéré sur Electronic copy available: https://ssrn.com/abstract=3047992

52. SPDR MSCI ACWI UCITS ETF. (2024, 05 30). *SPDR MSCI ACWI UCITS ETF*. Récupéré sur quantalys: https://www.quantalys.com/Fonds/Performances/777472

53. S-RAY - ARABESQUE. (2024). Récupéré sur shift: https://shift.tools/resources/1724

54. Stein, Z. (2024, 03 14). *Sustainable Investments*. Récupéré sur carbon collective: https://www.carboncollective.co/sustainable-investing/sustainable-investments

55. Stobierski, T. (2022, 11 10). *WHAT IS SUSTAINABLE INVESTING?* Récupéré sur Harvard Business School: https://online.hbs.edu/blog/post/sustainable-investing

56. Tamplin, T. (2023, 08 10). *Exchange-Traded Fund (ETF) Definition*. Récupéré sur finance strategists: https://www.financestrategists.com/wealth-management/investments/etf/

57. The Investment Association. (2018, November). *ETFs: A BEGINNER'S GUIDE.* Récupéré sur The Investment Association: https://www.theia.org/sites/default/files/2019-04/20181129-etfsabeginnersguide.pdf

58. Thune, K. (2023). *What Are the Different Types of ETFs?* Récupéré sur etf.com: https://www.etf.com/etf-education-center/etf-basics/types-etfs

59. Thune, K. (2024). *Sustainable ETFs Explained*. Récupéré sur etf: https://www.etf.com/sections/etf-basics/sustainable-etfs-explained

60. TRAVILLIAN, A. (2024, 01 20). *What Are the Biggest Risks When Investing in ETFs?* Récupéré sur investopedia: https://www.investopedia.com/articles/etfs-mutual-funds/061416/biggest-etf-risks.asp#toc-tax-risks-of-etfs

61. Wallace, K. (2021, 05 07). *What Is an Exchange-Traded Fund?* Récupéré sur morningstar: https://www.morningstar.com/etfs/what-is-an-exchange-traded-fund

62. wikipedia org. (s.d.). Récupéré sur MSCI: https://en.wikipedia.org/wiki/MSCI

63. Yang, L. (2023, 06 12). *Comment investir dans les ETF dividendes ?* Récupéré sur cafe de labourse: https://www.cafedelabourse.com/archive/article/jouer-dividendes-etf

64. http://www.trackinsight.com

قائمــة الملاحــق

الملحق رقم 01 :

Developped Market Exchange Traded Funds (ETFs) Non Environmental, Social and Governance (ESG)

Ticker	Label	AuM	Volatility			ESG Strat,	SFDR	SDG	TE	TD	E/R	Rating
			1Y vol,	3Y vol,	5Y vol,							
IEFA	iShares Core MSCI EAFE ETF	118 590	0,12877	0,16636	0,17584	Non-ESG	Unknown	0	10,04%	-0,68%	0,07%	2/5
IWDA	iShares Core MSCI World UCITS ETF	87 440	0,1082	0,15618	0,18436	Non-ESG	Article 6	0	0,03%	0,04%	0,20%	5/5
EFA	iShares MSCI EAFE ETF	53 690	0,12866	0,16607	0,17581	Non-ESG	Unknown	0	10,05%	-0,94%	0,33%	2/5
EFV	iShares MSCI EAFE Value ETF	18 760	0,12045	0,15879	0,18334	Non-ESG	Unknown	0	9,01%	-0,77%	0,34%	2/5
EFG	iShares MSCI EAFE Growth ETF	14 850	0,14549	0,18378	0,18141	Non-ESG	Unknown	0	11,19%	-1,20%	0,36%	0/5
IDEV	iShares Core MSCI International Developed Markets ETF	14 130	0,12662	0,16547	0,17682	Non-ESG	Unknown	0	9,23%	-0,48%	0,04%	2/5
SCZ	iShares MSCI EAFE Small-Cap ETF	8 410	0,13644	0,17331	0,18182	Non-ESG	Unknown	0	10,03%	-1,11%	0,40%	2/5
IQLT	iShares Edge MSCI Intl Quality Factor ETF	7 730	0,13023	0,16894	0,17734	Non-ESG	Unknown	0	8,93%	-0,66%	0,30%	2/5
IDWR	iShares MSCI World UCITS ETF	7 440	0,11301	0,15724	0,18465	Non-ESG	Article 6	0	0,04%	-0,30%	0,50%	2/5
XEF	iShares Core MSCI EAFE IMI Index ETF	6 410	0,10063	0,12014	0,1358	Non-ESG	Unknown	0	1,58%	-0,10%	0,22%	3/5
EFAV	iShares Edge MSCI Min Vol EAFE ETF	5 880	0,09348	0,11898	0,12923	Non-ESG	Unknown	0	6,94%	-0,48%	0,22%	2/5
HEFA	iShares Currency Hedged MSCI EAFE ETF	5 350	0,10871	0,13513	0,18143	Non-ESG	Unknown	0	8,38%	-1,35%	0,70%	2/5
WLDS	iShares MSCI World Small Cap UCITS ETF	4 500	0,14695	0,17953	0,20826	Non-ESG	Article 6	0	0,14%	-0,28%	0,35%	5/5
IWQU	iShares Edge MSCI World Quality Factor UCITS ETF	4 310	0,11322	0,16084	0,18453	Non-ESG	Article 6	0	0,06%	-0,18%	0,25%	2/5
IDV	iShares International Select Dividend ETF	4 060	0,12083	0,15759	0,19252	Non-ESG	Unknown	0	7,18%	-0,45%	0,49%	2/5
URTH	iShares MSCI World ETF	4 050	0,1174	0,16887	0,19091	Non-ESG	Unknown	0	2,66%	-0,07%	0,24%	2/5
IWVL	iShares Edge MSCI World Value Factor UCITS ETF	3 780	0,11384	0,14069	0,17178	Non-ESG	Article 6	0	0,08%	0,16%	0,25%	5/5
IWDE	iShares MSCI World EUR Hedged UCITS ETF (Acc)	3 560	0,1063	0,14985	0,17904	Non-ESG	Article 6	0	0,06%	-0,39%	0,55%	2/5
MVOL	iShares Edge MSCI World Minimum Volatility UCITS ETF	2 870	0,07177	0,10427	0,13741	Non-ESG	Article 6	0	0,29%	0,31%	0,30%	2/5
IWMO	iShares Edge MSCI World Momentum Factor UCITS ETF	2 430	0,16173	0,17383	0,20391	Non-ESG	Article 6	0	0,07%	-0,43%	0,25%	2/5
IMTM	iShares Edge MSCI Intl Momentum Factor ETF	2 240	0,15683	0,17223	0,18126	Non-ESG	Unknown	0	13,46%	-1,26%	0,30%	0/5
IVLU	iShares Edge MSCI Intl Value Factor ETF	1 740	0,12844	0,16	0,1789	Non-ESG	Unknown	0	10,28%	-0,97%	0,30%	2/5
IDWP	iShares Developed Markets Property Yield UCITS ETF	1 450	0,13843	0,1658	0,20757	Non-ESG	Article 6	0	0,14%	-0,07%	0,59%	5/5
IWDC	iShares MSCI World CHF Hedged UCITS ETF (Acc)	1 340	0,10619	0,14946	0,17848	Non-ESG	Article 6	0	0,21%	-0,36%	0,55%	0/5
INTF	iShares International Equity Factor ETF	1 180	0,12871	0,16144	0,17435	Non-ESG	Unknown	0	9,59%	-0,50%	0,15%	null/5
IWDG	iShares Core MSCI World UCITS ETF	1 070	0,1067	0,14947	0,18009	Non-ESG	Article 6	0	1,85%	-1,15%	0,30%	null/5
XFH	iShares Core MSCI EAFE IMI Index ETF	1 060	0,11716	0,13697	0,17769	Non-ESG	Unknown	0	7,80%	-0,93%	0,22%	2/5
IWLE	iShares Core MSCI World UCITS ETF	1 060	0,10634	0,14928	0,1789	Non-ESG	Article 6	0	1,83%	-2,73%	0,30%	null/5
XIN	iShares MSCI EAFE Index ETF	981	0,12647	0,15259	0,19274	Non-ESG	Unknown	0	10,04%	-1,78%	0,52%	0/5
XWD	iShares MSCI World Index ETF	792	0,11361	0,15523	0,19148	Non-ESG	Unknown	0	5,86%	-0,50%	0,48%	null/5
5MVW	iShares MSCI World Energy Sector UCITS ETF	718	0,15531	0,23788	0,31752	Non-ESG	Article 6	0	0,09%	0,29%	0,18%	4/5
IFSW	iShares Edge MSCI World Multifactor UCITS ETF	589	0,111	0,15263	0,18325	Non-ESG	Article 6	0	0,06%	-0,40%	0,50%	2/5
GLIN	iShares Core FTSE Global Infrastructure (AUD Hedged) ETF	515	0,09824			Non-ESG	Unknown	0	0,13%	0,34%	0,15%	null/5

ISCF	iShares Edge MSCI Multifactor Intl Small-Cap ETF	513	0,13443	0,16842	0,17898	Non-ESG	Unknown	0	9,31%	-1,90%	0,23%	0/5
IWDD	iShares Core MSCI World UCITS ETF	442	0,1082			Non-ESG	Article 6	0	0,03%	0,05%	0,20%	null/5
IGWD	iShares MSCI World GBP Hedged UCITS ETF (Acc)	405	0,10673	0,15022	0,18388	Non-ESG	Article 6	0	0,06%	-0,46%	0,55%	2/5
DPYA	iShares Developed Markets Property Yield UCITS ETF	357	0,13845	0,16581	0,20758	Non-ESG	Article 6	0	0,14%	-0,06%	0,59%	5/5
IVE	iShares MSCI EAFE ETF	308	0,11162	0,14577	0,17904	Non-ESG	Unknown	0	14,52%	-5,60%	0,33%	null/5
XDG	iShares Core MSCI Global Quality Dividend Index ETF	297	0,07262	0,09468	0,13574	Non-ESG	Unknown	0	4,68%	4,14%	0,22%	null/5
IWSZ	iShares Edge MSCI World Size Factor UCITS ETF	290	0,11	0,15236	0,17505	Non-ESG	Article 6	0	0,06%	-0,16%	0,30%	4/5
AO00	iShares MSCI World Swap PEA UCITS ETF	287				Non-ESG	Article 6	0	0,04%	-0,06%	0,25%	null/5
TOK	iShares MSCI Kokusai ETF	205	0,11616	0,17144	0,19838	Non-ESG	Unknown	0	1,86%	0,19%	0,26%	4/5
1657	iShares Core MSCI Kokusai ETF	198	0,16144	0,19003	0,22764	Non-ESG	Unknown	0	3,49%	-0,38%	0,21%	null/5
ISVL	iShares International Developed Small Cap Value Factor ETF	186	0,13435	0,17109		Non-ESG	Unknown	0	7,95%	-0,68%	0,30%	2/5
SXR0	iShares Edge MSCI World Minimum Volatility UCITS ETF	183	0,07141	0,09887	0,13334	Non-ESG	Article 6	0	2,29%	-1,42%	0,35%	null/5
GLPR	iShares Core FTSE Global Property Ex Australia (AUD Hedged) I	181	0,13592			Non-ESG	Unknown	0	0,22%	0,12%	0,20%	null/5
HSCZ	iShares Currency Hedged MSCI EAFE Small-Cap ETF	149	0,11612	0,13945	0,17888	Non-ESG	Unknown	0	9,12%	-2,18%	0,82%	2/5
IWVU	iShares Edge MSCI World Value Factor UCITS ETF	129	0,11376	0,14064	0,17173	Non-ESG	Article 6	0	0,09%	0,15%	0,25%	5/5
WDMF	iShares World Equity Factor ETF	111	0,10281	0,1375	0,16876	Non-ESG	Unknown	0	0,11%	-0,16%	0,35%	null/5
IFGL	iShares International Developed Real Estate ETF	93	0,14146	0,16227	0,18198	Non-ESG	Unknown	0	9,26%	-0,29%	0,54%	2/5
IDGT	iShares U,S, Digital Infrastructure and Real Estate ETF	84	0,18247	0,24367	0,26702	Non-ESG	Unknown	0	0,06%	-0,43%	0,41%	null/5
XMI	iShares MSCI EAFE Minimum Volatility Index ETF	77	0,0911	0,10964	0,14699	Non-ESG	Unknown	0	9,47%	-0,91%	0,40%	null/5
WMVG	iShares Edge MSCI World Minimum Volatility UCITS ETF	73	0,07168	0,0992	0,1349	Non-ESG	Article 6	0	2,30%	-0,02%	0,35%	null/5
XDGH	iShares Core MSCI Global Quality Dividend Index ETF	59	0,08553	0,11197	0,16077	Non-ESG	Unknown	0	4,01%	0,05%	0,22%	2/5
WVOL	iShares MSCI World Minimum Volatility ETF	58	0,08154	0,10516	0,13511	Non-ESG	Unknown	0			0,25%	null/5
DPYE	iShares Developed Markets Property Yield UCITS ETF	54	0,13007	0,15601	0,1995	Non-ESG	Article 6	0	2,28%	-2,89%	0,64%	null/5
MVSH	iShares Edge MSCI World Minimum Volatility UCITS ETF	46	0,07106	0,09902	0,13312	Non-ESG	Article 6	0	2,28%	-4,41%	0,35%	null/5
IWDS	iShares MSCI World Swap UCITS ETF	32				Non-ESG	Article 6	0	0,17%	1,18%	0,20%	null/5
DPYG	iShares Developed Markets Property Yield UCITS ETF	27	0,13008	0,15621	0,20171	Non-ESG	Article 6	0	2,31%	-1,36%	0,64%	null/5
XML	iShares Edge MSCI Min Vol EAFE Index ETF	22	0,09777	0,11105	0,15464	Non-ESG	Unknown	0			0,40%	null/5
XEF,U	iShares Core MSCI EAFE IMI Index ETF	21	0,11536	0,15472		Non-ESG	Unknown	0	5,26%	-0,59%	0,21%	null/5
UEEH	iShares Edge MSCI World Minimum Volatility UCITS ETF	14	0,07177	0,10422		Non-ESG	Article 6	0	0,29%	0,30%	0,30%	2/5
IS07	iShares Edge MSCI World Multifactor UCITS ETF	12	0,11026	0,1475	0,17806	Non-ESG	Article 6	0	1,98%	-2,50%	0,55%	null/5
IQLT	iShares MSCI World ex Australia Quality ETF	9,90				Non-ESG	Unknown	0	0,15%	-3,86%	0,25%	null/5
DMFC	iShares Edge MSCI World Multifactor UCITS ETF	9,40	0,10987	0,14747	0,17839	Non-ESG	Article 6	0	1,96%	-5,26%	0,55%	null/5
IVLU	iShares MSCI World ex Australia Value ETF	9,20				Non-ESG	Unknown	0	0,18%	0,52%	0,25%	null/5
IMTM	iShares MSCI World ex Australia Momentum ETF	8,90				Non-ESG	Unknown	0	0,19%	-0,30%	0,25%	null/5
XDG,U	iShares Core MSCI Global Quality Dividend Index ETF	7,30	0,08192	0,11271		Non-ESG	Unknown	0	0,60%	3,62%	0,23%	null/5
IVHG	iShares MSCI World ex Australia Value (AUD Hedged) ETF	0,44				Non-ESG	Unknown	0			0,28%	null/5
IHQL	iShares MSCI World ex Australia Quality (AUD Hedged) ETF	0,36				Non-ESG	Unknown	0			0,28%	null/5

Sustainability	Yearly performance						Yearly Flows						Returns(%)			Sharpe ratio		
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
C+	8,63%	8,55%	11,29%	-15,14%	17,63%	3,87%	4290	0,42	13760	3280	5140	9990	12,02%	2,48%	29,56%	0,93	0,05	0,3
C+	8,55%	15,95%	21,90%	-18,03%	23,86%	18,63%	2860	1720	9860	6320	8660	11170	26,59%	20,83%	76,16%	2,45	0,42	0,65
C	8,09%	7,92%	11,23%	-14,27%	18,07%	3,97%	1530	-11830	421	-1790	-1140	1410	11,88%	4,15%	30,31%	0,92	0,08	0,31
C-	7,70%	-2,77%	10,82%	-5,38%	18,87%	6,24%	457	1350	7670	1290	94	1020	13,88%	18,54%	32,41%	1,15	0,37	0,31
B	8,34%	17,97%	10,95%	-22,92%	17,24%	1,73%	261	3610	2690	-781	-337	4150	9,86%	-9,27%	24,35%	0,68	-0,17	0,25
C	8,40%	8,40%	12,73%	-14,95%	17,28%	5,17%	132	2170	1860	3230	1880	1730	13,46%	3,48%	32,54%	1,06	0,07	0,33
B+	11,26%	12,07%	10,01%	-21,22%	12,90%	1,55%	823	-441	3310	-1190	-1440	-1850	10,91%	-11,56%	16,81%	0,8	-0,23	0,17
C+	9,45%	13,13%	12,77%	-15,11%	18,46%	2,41%	253	1170	1270	679	2630	151	-	-	-	-	-	-
C+	8,47%	15,66%	21,49%	-18,29%	23,53%	18,36%	22	-1070	-10	10	157	-214	26,27%	19,80%	73,65%	2,32	0,39	0,63
C+	6,33%	6,49%	10,03%	-9,26%	14,34%	11,04%	225	394	1120	205	420	1110	15,20%	14,41%	36,90%	1,51	0,38	0,48
	4,37%	0,18%	7,03%	-14,76%	11,98%	6,05%	810	-1970	-2880	434	-704	-1810	12,55%	1,15%	10,73%	1,34	0,03	0,16
A	5,29%	2,09%	19,40%	-4,74%	20,44%	12,23%	4,7	-533	564	312	526	1110	16,76%	27,42%	59,39%	1,54	0,62	0,54
B+	9,50%	15,83%	15,81%	-18,64%	16,02%	9,91%	191	1640	-841	313	653	647	21,75%	-0,24%	45,27%	1,48	0	0,37
B	9,81%	14,91%	23,20%	-19,20%	25,72%	17,58%	42	-419	874	-20	198	694	24,79%	19,30%	76,40%	2,18	0,38	0,65
C-	10,19%	-5,44%	11,97%	-6,75%	10,75%	5,05%	211	-328	430	851	-257	-341	13,95%	10,29%	19,91%	1,15	0,21	0,19
C+	8,60%	16,09%	22,02%	-17,95%	23,93%	18,64%	201	117	713	890	-57	470	26,74%	21,14%	76,83%	2,27	0,39	0,63
C	9,28%	-4,12%	20,32%	-9,99%	19,41%	6,51%	264	970	494	142	-598	-492	13,96%	15,96%	35,51%	1,22	0,36	0,36
C+	6,84%	11,46%	22,88%	-18,13%	20,63%	19,07%	49	747	-1030	350	500	-612	25,45%	17,82%	65,25%	2,39	0,37	0,59
C-	3,03%	2,62%	14,15%	-9,86%	7,79%	12,80%	-212	-406	92	-402	-1220	57	-	-	-	-	-	-
C-	6,39%	27,90%	14,31%	-17,87%	11,56%	29,67%	-25	831	55	-703	-338	439	36,65%	16,20%	80,02%	2,26	0,29	0,61
C+	7,33%	21,87%	6,55%	-16,66%	13,68%	12,72%	21	370	212	128	655	412	-	-	-	-	-	-
C-	8,89%	-4,58%	15,32%	-5,80%	19,99%	6,80%	67	156	561	537	-153	5,8	-	-	-	-	-	-
C-	1,70%	-9,45%	25,17%	-24,32%	8,93%	5,21%	-172	-309	-409	-379	-48	169	17,72%	-12,00%	-0,42%	1,28	-0,25	0
C+	6,71%	11,48%	22,55%	-18,31%	17,89%	16,51%	-9,2	117	-291	196	78	224	22,12%	12,44%	57,13%	2,08	0,27	0,53
B-	7,73%	3,06%	11,49%	-12,34%	18,35%	6,26%	-16	-140	-75	88	-14	183	14,21%	9,01%	30,84%	1,1	0,18	0,32
C+	7,15%	11,16%	23,90%	-17,27%	22,63%	20,43%	-1040	-190	-79	23	103	-9,8				2,53	0,47	0,64
C+	6,26%	0,57%	19,03%	-6,51%	18,99%	10,91%	-11	235	75	31	121	195	27,10%	22,53%	72,98%	1,36	0,51	0,48
C+	6,89%	11,48%	23,22%	-18,11%	20,95%	19,21%	40	277	371	-13	328	-146	16,02%	22,44%	51,13%	2,4	0,39	0,6
	6,37%	-0,48%	18,46%	-5,73%	18,11%	11,09%	-13	-26	-22	-60	-36	-24	25,61%	18,34%	66,45%	1,21	0,45	0,44
	5,94%	11,65%	21,71%	-11,40%	19,60%	26,13%	-0,057	-40	-20	27	-14	26	15,34%	22,31%	49,64%	2,6	0,69	0,68
D	5,29%	-30,77%	40,63%	46,64%	2,76%	10,76%	-0,05	26	41	234	205	109	29,63%	35,87%	83,84%	0,7	0,73	0,34
C-	8,10%	10,70%	20,22%	-15,34%	14,98%	18,00%	39	-115	-42	27	6,1	-21	10,93%	62,15%	66,68%	2,17	0,33	0,51
D	-	-	-	-	-0,12%	13,75%	-	-	-	-	72	399	24,19%	16,02%	56,96%	-	-	-

B	12,49%	7,86%	13,22%	-15,05%	11,52%	4,20%	12	38	40	343	-0,203	-51	-	-	-	1	-0,04	0,28
C+	-	-	-	-	4,09%	18,63%	-	-	-	-	172	214	13,52%	-2,03%	28,19%	2,45	N/A	N/A
C+	7,03%	11,28%	23,51%	-17,39%	22,02%	20,34%	15	-53	-98	58	-63	31	26,59%	N/A	N/A	2,51	0,45	0,62
C-	1,70%	-9,46%	25,18%	-24,33%	8,92%	5,23%	58	38	48	126	3,8	45	26,89%	21,60%	71,23%	1,28	-0,25	0
	3,14%	-2,36%	20,10%	-8,43%	17,05%	9,78%	7,6	8	11	-9,3	-0,716	4,3	17,73%	-12,00%	-0,43%	2,56	0,74	0,58
C	4,88%	-1,41%	14,98%	2,39%	6,49%	18,38%	17	28	86	-6,2	-0,791	50	25,57%	37,10%	75,40%	2,89	1,07	0,6
C-	8,17%	10,61%	12,83%	-18,29%	15,69%	7,53%	41	197	-486	-165	-223	92	21,03%	33,76%	48,12%	N/A	N/A	N/A
	-	-	-	-	-	13,99%	-	-	-	-	-	272	N/A	N/A	N/A	2,37	0,42	0,64
C+	8,67%	16,22%	23,59%	-17,84%	24,63%	19,48%	3,6	2,7	-20	-93	-0,479	-26	27,66%	23,12%	82,17%	2,09	1,02	0,91
C-	11,20%	5,32%	38,97%	-4,85%	31,47%	32,90%	-0,928	-3,2	6	17	6	44	33,79%	70,26%	157,04%	1,17	0,1	N/A
B	-	-	8,74%	-14,06%	17,02%	5,94%	-	-	7,3	153	6,5	3,4	15,83%	5,22%	N/A	2,5	0,4	0,38
C-	1,80%	-0,77%	15,85%	-9,56%	6,22%	14,51%	9,8	0,26	-2,8	-2,2	-9,1	68	17,88%	12,24%	28,33%	1,28	N/A	N/A
C-	-	-	-	-	9,54%	6,27%	-	-	-	-	5	165	17,39%	N/A	N/A	1,37	0,29	0,46
A	8,63%	6,25%	17,77%	-11,36%	17,04%	10,62%	6,1	18	48	0,808	14	32	15,94%	12,55%	48,58%	1,22	0,36	0,37
C	8,95%	-3,77%	20,32%	-9,94%	19,37%	6,54%	-1,4	12	190	9,1	-80	-27	13,96%	15,99%	35,67%	2,71	0,79	0,67
B-	4,01%	0,65%	27,54%	-8,75%	14,62%	27,14%	7,5	-51	-18	-12	-5,8	-3,8	27,91%	36,09%	70,80%	0,38	-0,54	-0,24
C+	5,43%	-7,19%	8,01%	-24,23%	5,86%	-4,30%	-3,2	-88	8,9	-62	-29	-18	5,46%	-24,25%	-20,12%	1,63	0	0,29
C-	4,05%	8,78%	41,83%	-17,86%	-6,05%	19,60%	-8,3	-22	56	-4,3	-66	35	29,81%	-0,26%	44,51%	1,7	0,35	0,19
	1,57%	-2,19%	5,71%	-9,36%	8,81%	12,85%	0,01	-26	-29	-7,6	-27	-26	15,51%	12,03%	14,49%	2,68	0,52	0,44
C-	2,10%	-1,11%	16,49%	-8,56%	7,72%	15,68%	15	5	-4,2	17	35	-25	19,26%	16,28%	33,38%	2,14	0,69	0,47
C	6,54%	-3,40%	18,63%	-1,98%	9,18%	13,50%	4,6	13	0,983	8,2	-9,1	10	18,39%	25,15%	44,26%	2,44	0,77	0,49
C-	-0,61%	-6,16%	21,61%	-3,99%	6,73%	18,95%	24	-8,1	67	64	-31	-139	19,93%	26,26%	38,02%	1,27	-0,27	-0,04
C-	0,10%	-12,58%	26,93%	-23,69%	7,12%	5,87%	4,8	11	21	4,1	2,2	8,2	16,62%	-12,18%	-3,56%	2,1	0,23	0,3
C-	1,68%	-0,82%	15,51%	-9,96%	3,98%	12,08%	3,9	52	-44	2,2	2,3	2,9	14,95%	7,06%	21,89%	N/A	N/A	N/A
	-	-	-	-	-	11,03%	-	-	-	-	-	28	N/A	N/A	N/A	1,39	-0,21	-0,01
C-	0,38%	-13,71%	27,45%	-23,15%	8,54%	7,07%	22	14	-13	8,9	-11	-5,1	18,10%	-9,35%	-1,20%	1,65	0,53	0,32
	2,72%	-6,67%	13,75%	-7,56%	13,07%	13,42%	3,3	-16	-8,5	5,5	-0,883	-1,4	16,18%	18,65%	27,37%	1,02	0,04	N/A
C+	-	-	0,00%	-15,41%	17,51%	4,01%	-	-	6,3	2,1	1,5	4	11,79%	1,79%	N/A	2,5	0,37	N/A
C-	-	4,67%	14,13%	-9,87%	7,78%	12,80%	-	-0,076	1,2	31	-19	-1,5	17,99%	11,88%	N/A	2,16	0,31	0,47
C-	6,23%	7,21%	21,10%	-15,40%	12,54%	19,23%	-37	-7,7	0,183	5,6	-1,2	-1,1	23,87%	14,53%	49,91%	-	-	-
B+	-	-	-	-	-	11,33%	-	-	-	-	-	2	-	-	-	1,92	0,22	0,42
C-	6,23%	7,58%	20,82%	-15,64%	10,37%	17,04%	-0,739	-2,2	830	0,819	77	-76	21,18%	10,00%	43,96%	-	-	-
C-	-	-	-	-	-	7,15%	-	-	-	-	-	2	-	-	-	-	-	-
C+	-	-	-	-	-	16,23%	-	-	-	-	-	1	-	-	-	2,12	0,53	N/A
C	-	-	3,54%	-4,53%	9,42%	10,87%	-	-	0,437	-0,115	1,7	-0,905	17,44%	19,04%	N/A	N/A	N/A	N/A
	-	-	-	-	-	4,57%	-	-	-	-	-	0,077	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	-	-	-	-	-	10,17%	-	-	-	-	-	-0,016	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

الملحق رقم 02:

Developped Market Exchange Traded Funds (ETFs) Environmental, Social and Governance (ESG)

Ticker	Label	AuM (Million)	Volatility			ESG Strat,	SFDR	SDG	TE	TD
			1Y vol,	3Y vol,	5Y vol,					
ESGD	iShares ESG Aware MSCI EAFE ETF	8 120	0,13	0,17	0,18	General integration	Unknown	0	10,17%	-0,79%
SUSW	iShares MSCI World SRI UCITS ETF	7 950	0,12	0,15	0,17	Best-in-class	Article 8	0	6,27%	-3,30%
EDMW	iShares MSCI World ESG Enhanced UCITS ETF	4 220	0,11	0,16	0,18	ESG thematic strategy	Article 8	13	0,06%	-0,03%
SNAW	iShares MSCI World ESG Screened UCITS ETF	3 670	0,11	0,16	0,19	Exclusion screening	Article 8	0	0,04%	-0,01%
DH2O	iShares Global Water UCITS ETF	2 290	0,13	0,17	0,20	ESG thematic strategy	Article 8	6	0,13%	-0,80%
SUWS	iShares MSCI World SRI UCITS ETF	1 770	0,12	0,16	0,18	Best-in-class	Article 8	0	0,04%	0,05%
AYEW	iShares MSCI World Information Technology Sector ESG UCITS ETF	975	0,22	0,26	0,27	General integration	Article 8	0	0,12%	-0,19%
WQDV	iShares MSCI World Quality Dividend ESG UCITS ETF	859	0,10	0,13	0,16	General integration	Article 8	0	0,06%	-0,07%
DMXF	iShares ESG Advanced MSCI EAFE ETF	762	0,14	0,18		General integration	Unknown	0	10,69%	-0,99%
IWLD	iShares Core MSCI World ex Australia ESG ETF	712	0,12	0,15	0,19	Best-in-class	Unknown	0	0,05%	0,16%
CBUF	iShares MSCI World Health Care Sector ESG UCITS ETF	643	0,11	0,13	0,16	General integration	Article 8	0	0,05%	-0,03%
ISDW	iShares MSCI World Islamic UCITS ETF	636	0,11	0,15	0,17	Exclusion screening	Article 6	0	0,05%	-0,14%
EEWD	iShares MSCI World ESG Enhanced UCITS ETF	545	0,11	0,16	0,18	ESG thematic strategy	Article 8	13	0,05%	-0,04%
SDWD	iShares MSCI World ESG Screened UCITS ETF	539	0,11	0,16	0,19	Exclusion screening	Article 8	0	0,03%	-0,02%
MVEW	iShares Edge MSCI World Minimum Volatility ESG UCITS ETF	534	0,08	0,11		General integration	Article 8	0	0,30%	0,29%
SESW	iShares MSCI World SRI UCITS ETF	511	0,11	0,15		Best-in-class	Article 8	0	2,09%	-2,46%
IHWL	iShares Core MSCI World ex Australia ESG (AUD Hedged) ETF	343	0,12	0,16	0,21	Best-in-class	Unknown	0	0,08%	0,04%
WPAB	iShares MSCI World Paris-Aligned Climate UCITS ETF	329	0,11	0,16		ESG thematic strategy	Article 8	13	0,06%	-0,02%
CWW	iShares Global Water Index ETF	240	0,11	0,15	0,18	ESG thematic strategy	Unknown	6	0,77%	-0,98%
CBUI	iShares MSCI World Value Factor ESG UCITS ETF	228	0,11	0,15		General integration	Article 8	0	0,07%	0,14%
CBUH	iShares MSCI World Momentum Factor ESG UCITS ETF	226	0,16	0,17		General integration	Article 8	0	0,11%	-0,46%
MVEC	iShares Edge MSCI World Minimum Volatility ESG UCITS ETF	188	0,07	0,10		General integration	Article 8	0	2,30%	-4,61%
SGWS	iShares MSCI World SRI UCITS ETF	175	0,11	0,15		Best-in-class	Article 8	0	2,11%	-0,93%
WQDA	iShares MSCI World Quality Dividend ESG UCITS ETF	168	0,10	0,13		General integration	Article 8	0	0,06%	-0,08%
XSEA	iShares ESG MSCI EAFE Index ETF	148	0,10	0,12	0,14	General integration	Unknown	0	1,54%	-0,23%
WENE	iShares MSCI World Energy Sector ESG UCITS ETF	132	0,14			General integration	Article 8	0	0,10%	0,25%
2HCA	iShares MSCI World Health Care Sector ESG UCITS ETF	130	0,11	0,13		General integration	Article 8	0	0,05%	-0,03%
XDSR	iShares ESG Advanced MSCI EAFE Index ETF	124	0,10	0,13		General integration	Unknown	0	1,82%	-0,23%
IWQE	iShares MSCI World Quality Factor ESG UCITS ETF	117	0,12			General integration	Article 8	0	0,09%	-0,11%
3SUE	iShares MSCI World Consumer Staples Sector ESG UCITS ETF	114	0,09	0,12	0,14	General integration	Article 8	0	0,10%	0,07%
WPAD	iShares MSCI World Paris-Aligned Climate UCITS ETF	112	0,11	0,16		ESG thematic strategy	Article 8	13	0,06%	-0,01%
EDMNZX	iShares MSCI World ESG Enhanced UCITS ETF	102	0,11	0,15		ESG thematic strategy	Article 8	13	2,00%	-1,29%
SCWS	iShares MSCI World SRI UCITS ETF	83	0,11	0,15		Best-in-class	Article 8	0	2,07%	-5,37%
WFNS	iShares MSCI World Financials Sector ESG UCITS ETF	82	0,11	0,17		General integration	Article 8	0	0,10%	0,25%
MVWE	iShares Edge MSCI World Minimum Volatility ESG UCITS ETF	75	0,07	0,10		General integration	Article 8	0	2,30%	-1,60%
CBUG	iShares MSCI World Small Cap ESG Enhanced UCITS ETF	73	0,15			General integration	Article 8	0	0,15%	-0,02%
WCMS	iShares MSCI World Communication Services Sector ESG UCITS ETF	61	0,14			General integration	Article 8	0	0,19%	-0,35%
SUWU	iShares MSCI World SRI UCITS ETF	60	0,11	0,15		Best-in-class	Article 8	0	2,04%	0,15%
WINS	iShares MSCI World Industrials Sector ESG UCITS ETF	59	0,12			General integration	Article 8	0	0,07%	-0,05%
PABD	iShares Paris-Aligned Climate MSCI World ex USA ETF	47				ESG thematic strategy	Unknown	13	9,01%	-0,28%
H2OA	iShares Global Water UCITS ETF	47	0,13	0,17		ESG thematic strategy	Article 8	6	0,13%	-0,80%

WMTS	iShares MSCI World Materials Sector ESG UCITS ETF	26	0,13			General integration	Article 8	0	0,30%	0,28%
36BB	iShares MSCI World Consumer Discretionary Sector UCITS ETF	12	0,15	0,22	0,22	General integration	Article 8	0	0,10%	-0,10%
GRET	iShares Global Real Estate Environmental Tilt UCITS ETF	11				General integration	Article 8	0	0,20%	0,08%
ERET	iShares Environmentally Aware Real Estate ETF	9,70	0,14			ESG thematic strategy	Unknown	11	2,76%	0,55%
WCTA	iShares MSCI World Climate Transition Aware UCITS ETF	8,80				General integration	Article 8	0	0,11%	0,09%
EFRA	iShares Environmental Infrastructure and Industrials ETF	5,20	0,13			ESG thematic strategy	Unknown	9	2,80%	-0,40%
WCTD	iShares MSCI World Climate Transition Aware UCITS ETF	1,90				General integration	Article 8	0	0,11%	0,09%
SAWG	iShares MSCI World ESG Screened UCITS ETF	0,67				Exclusion screening	Article 8	0	0	0

E/R	Rating	Sustain ability	NAV	Yearly performance ,(%)						Yearly flows (Million§)						Returns(%)			Sharpe ratio		
				2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
0,20%	2/5	B-	See ESGD on Trackinsight	8,32	8,63	11,6	-14,96	18,08	4,19	369	2010	3250	450	-57	334	0,12	0,04	0,31	0,93	0,07	0,31
0,20%	null/5	A-	See SUSW on Trackinsight	5,62	11,12	34,57	-16,17	20,7	18,07	369	2010	3250	450	-57	334	0,25	0,22	0,82	2,06	0,46	0,72
0,20%	4/5	B+	See EDMW on Trackinsight	8,79	17,51	22,44	-20,13	22,81	17,77	53	1460	1910	476	1290	-57	0,26	0,16	0,72	2,35	0,32	0,62
0,20%	5/5	B	See SNAW on Trackinsight	8,89	17,5	22,24	-19,52	26,26	19,5	1,2	892	814	768	807	-110	0,28	0,22	0,81	2,44	0,42	0,67
0,65%	0/5	B+	See DH2O on Trackinsight	9,03	15,61	31,05	-21,77	14,11	9,93	41	596	655	186	171	989	0,20	0,00	0,57	1,53	0	0,48
0,20%	4/5	A-	See SUWS on Trackinsight	8,74	21,19	25,07	-21,3	24,9	12,6	151	404	684	-231	-92	-87	0,21	0,12	0,73	1,81	0,24	0,64
0,18%	null/5	A	See AYEW on Trackinsight	13,37	43,69	29,69	-32,45	59,71	26,15	42	286	720	266	-7,8	-33	0,35	0,39	1,67	1,57	0,45	0,8
0,38%	null/5	A-	See WQDV on Trackinsight	7,09	0,14	15,77	-7,27	17,16	11,02	-0,312	54	40	136	39	450	0,19	0,24	0,44	1,93	0,58	0,48
0,12%	2/5	B	See DMXF on Trackinsight	-	23,1	10,92	-19,18	20,75	4,19	8,1	68	166	430	-124	147	0,13	0,00	N/A	0,96	0	N/A
0,16%	null/5	A	See IWLD on Trackinsight	4,01	6,28	38,1	-16,49	28,93	27,71	-	45	251	151	88	190	0,30	0,41	1,02	2,58	0,79	0,79
0,18%	null/5	A-	See CBUF on Trackinsight	11,96	13,52	19,69	-3,51	3,91	-1,63	13	7,3	160	151	62	88	0,06	0,02	0,42	0,51	0,06	0,45
0,30%	2/5	C+	See ISDW on Trackinsight	8,14	8,03	21,51	-11,78	22,94	6,5	-0,152	345	28	489	-23	-295	0,13	0,17	0,57	1,13	0,36	0,55
0,20%	4/5	B+	See EEWD on Trackinsight	8,79	17,56	22,45	-20,1	22,79	17,78	14	20	148	50	71	81	0,26	0,16	0,72	2,35	0,32	0,62
0,20%	5/5	B	See SDWD on Trackinsight	8,88	17,55	22,24	-19,48	26,25	19,51	-1,2	149	5,5	78	56	118	0,28	0,22	0,81	2,43	0,42	0,67
0,30%	1/5	B	See MVEW on Trackinsight	-	16,2	16,04	-11,35	10,37	12,37	9,6	56	233	-3,7	20	27	0,19	0,12	N/A	2,44	0,36	N/A
0,23%	null/5	A-	See SESW on Trackinsight	-	7,68	27,27	-20,87	22,21	13,56	-	81	182	772	-340	-323	0,20	0,11	N/A	1,8	0,24	N/A
0,19%	null/5	A	See IHWL on Trackinsight	7,13	7,44	31,97	-22,03	27,19	22,5	-	62	70	775	-271	-313	0,29	0,23	0,78	2,5	0,44	0,59
0,20%	4/5	B	See WPAB on Trackinsight	-	-	11,4	-21,84	25,53	18,09	24	104	-14	6,6	14	118	0,27	0,16	N/A	2,41	0,31	N/A
0,66%	1/5	N/R	See CWW on Trackinsight	6,77	13,55	29,88	-16,03	11,4	17,51	-	-	24	23	20	228	0,23	0,13	0,68	2,01	0,28	0,62
0,25%	null/5	B+	See CBUI on Trackinsight	-	-	2,67	-11,19	19,74	9,11	6	21	56	6,2	-18	-24	0,18	0,18	N/A	1,66	0,38	N/A
0,25%	null/5	B	See CBUH on Trackinsight	-	-	-1,86	-21,26	17,28	23,79	-	-	10	547	-342	-70	0,31	0,11	N/A	1,92	0,21	N/A
0,35%	null/5	B	See MVEC on Trackinsight	-	-	18,9	-11,35	6,36	11,57	-	-	55	83	105	-94	0,16	0,07	N/A	2,08	0,23	N/A
0,23%	null/5	A-	See SGWS on Trackinsight	-	7,84	27,98	-20,19	23,82	14,76	-	-	56	60	90	-55	0,22	0,15	N/A	1,92	0,31	N/A
0,38%	null/5	A-	See WQDA on Trackinsight	-	20,4	15,79	-7,28	17,16	11,03	-	5,5	37	45	91	-33	0,19	0,24	N/A	1,93	0,58	N/A
0,28%	3/5	B-	See XSEA on Trackinsight	6,03	6,49	10,51	-8,93	14,89	11,35	-	10	46	89	-25	13	0,15	0,16	0,39	1,5	0,42	0,49
0,18%	null/5	D	See WENE on Trackinsight	-	-	-	5,86	8,9	8,61	4	18	20	43	37	11	0,10	N/A	N/A	0,67	N/A	N/A
0,18%	null/5	A-	See 2HCA on Trackinsight	-	-	2,87	-3,53	3,93	-1,63	-	-	-	12	66	48	0,06	0,03	N/A	0,51	0,06	N/A
0,28%	3/5	B	See XDSR on Trackinsight	-	26,53	9,81	-13,61	17,36	11,46	-	-	0,148	68	-6,3	66	0,17	0,12	N/A	1,59	0,29	N/A
0,25%	null/5	A	See IWQE on Trackinsight	-	-	-	-	19,43	14,83	-	3,4	50	21	9,2	31	0,22	N/A	N/A	1,91	N/A	N/A
0,18%	null/5	B	See 3SUE on Trackinsight	3,55	8,01	13,08	-6,07	3,48	2,4	-	-	-	-	447	-428	0,07	0,03	0,25	0,77	0,09	0,33
0,20%	4/5	B	See WPAD on Trackinsight	-	-	11,4	-21,83	25,52	18,1	0,015	9,6	17	40	23	18	0,27	0,16	N/A	2,41	0,31	N/A
0,30%	null/5	B+	See EDMNZX on Trackinsight	-	-	4,92	-18,97	21,97	19,85	-	-	3,3	46	-4,9	45	0,27	0,19	N/A	2,44	0,39	N/A
0,23%	null/5	A-	See SCWS on Trackinsight	-	7,68	26,84	-21,24	19,84	11,31	-	-	69	16	5,4	2,7	0,18	0,06	N/A	1,56	0,14	N/A
0,18%	null/5	B+	See WFNS on Trackinsight	-	-	3,38	-9,59	17,38	26,93	-	68	-6,8	6,7	22	-32	0,40	0,31	N/A	3,48	0,55	N/A
0,35%	null/5	B	See MVWE on Trackinsight	-	-	19,21	-10,97	8,68	13,98	-	-	0,297	4,3	9,7	52	0,18	0,13	N/A	2,46	0,39	N/A
0,35%	null/5	B+	See CBUG on Trackinsight	-	-	3,13	-18,94	14,34	9,67	-	-	63	38	35	-79	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
0,18%	null/5	B-	See WCMS on Trackinsight	-	-	-	-25,46	34,6	24,82	-	-	-	8,7	37	6,1	0,32	N/A	N/A	2,21	N/A	N/A
0,23%	null/5	A-	See SUWU on Trackinsight	-	8,15	28,45	-18,33	25,5	15,39	-	-	-	6,1	-	40	0,23	0,20	N/A	1,99	0,42	N/A
0,18%	null/5	B	See WINS on Trackinsight	-	-	-	-2,66	23,82	16,69	-	30	-34	0,455	4,8	48	0,29	N/A	N/A	2,42	N/A	N/A
0,12%	null/5	B	See PABD on Trackinsight	-	-	-	-	-	8,39	-	-	-	6,8	7,4	27	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
0,65%	null/5	B+	See H2OA on Trackinsight	-	-	3,65	-21,77	14,12	9,93	-	-	-	-	-	41	0,20	0,00	N/A	1,53	0	N/A

0,18%	null/5	C-	See WMTS on Trackinsight	-	-	-	-15,62	11,14	-0,38	-	-	4,2	15	7,3	16	0,08	N/A	N/A	0,6	N/A	N/A
0,18%	null/5	C	See 36BB on Trackinsight	4,66	36,37	17,78	-33,32	36	9,08	-	-	-	9,6	-	14	0,17	-0,03	0,64	1,13	-0,04	0,47
0,18%	null/5	C-	See GRET on Trackinsight	-	-	-	-	-	10,21	-0,066	-	12	-	-	-11	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
0,30%	null/5	C-	See ERET on Trackinsight	-	-	-	-0,69	10,21	4,87	-	-	-	-	-	5,7	0,17	N/A	N/A	1,18	N/A	N/A
0,20%	null/5	B	See WCTA on Trackinsight	-	-	-	-	-	6,11	-	-	-	-	-	-	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
0,47%	null/5	A+	See EFRA on Trackinsight	-	-	-	4,94	13,88	12,99	-	-	-	-	-	3,6	0,23	N/A	N/A	1,75	N/A	N/A
0,20%	null/5	B	See WCTD on Trackinsight	-	-	-	-	-	6,11	-	-	-	-	-	-	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
0,20%	null/5	N/R	See SAWG on Trackinsight	-	-	-	-	-	2,52	-	-	-	-	-	1,9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

الملحق رقم 03:

Emerging Market Exchange Traded Funds (ETFs) Non Environmental, Social and Governance (ESG)

Ticker	Label	AuM	Volatility			ESG Strat,	SFDR	SDG	TE	TD	E/R	Rating	Sustainability
			1Y vol,	3Y vol,	5Y vol,								
IEMG	iShares Core MSCI Emerging Markets ETF	79 810	0,13	0,16	0,18	Non-ESG	Unknown	0	9,42%	-1,25%	0,09%	2/5	C+
5MVL	iShares Edge MSCI EM Value Factor UCITS ETF	21 910	0,14	0,16	0,18	Non-ESG	Article 6	0	0,19%	0,12%	0,18%	1/5	C+
CWO	iShares Emerging Markets Fundamental Index ETF	17 510	0,14	0,17	0,18	Non-ESG	Unknown	0	9,99%	-1,82%	0,70%	0/5	C+
DBRC	iShares BIC 50 UCITS ETF	15 870	0,13	0,14	0,17	Non-ESG	Unknown	0	10,39%	-2,57%	0,25%	0/5	C+
DEIN	iShares EM Infrastructure UCITS ETF	4 690	0,14	0,16	0,18	Non-ESG	Article 6	0	0,17%	0,00%	0,18%	1/5	C+
DVYE	iShares Emerging Markets Dividend ETF	4 120	0,08	0,10	0,12	Non-ESG	Unknown	0	4,45%	-1,68%	0,25%	2/5	C-
EEM	iShares MSCI Emerging Markets ETF	3 430	0,14	0,17	0,18	Non-ESG	Article 6	0	0,17%	0,05%	0,18%	1/5	C+
EEMS	iShares MSCI Emerging Markets Small-Cap ETF	1 580	0,14	0,15		Non-ESG	Article 6	0	0,21%	0,03%	0,18%	1/5	C+
EEMV	iShares MSCI Emerging Markets Min Vol Factor ETF	1 330	0,12	0,16	0,20	Non-ESG	Unknown	0	4,33%	-1,63%	0,28%	null/5	C+
EIMU	iShares Core MSCI EM IMI UCITS ETF	1 290	0,14	0,16	0,18	Non-ESG	Article 6	0	0,19%	0,09%	0,18%	1/5	C+
EMGF	iShares Edge MSCI Multifactor Emerging Markets ETF	784	0,12	0,16	0,20	Non-ESG	Unknown	0	10,27%	-5,31%	0,72%	null/5	
EMIF	iShares Emerging Markets Infrastructure ETF	699	0,13	0,15	0,17	Non-ESG	Unknown	0	10,45%	-0,96%	0,25%	0/5	B-
EMIM	iShares Core MSCI EM IMI UCITS ETF	669	0,14	0,16	0,17	Non-ESG	Unknown	0	5,38%	0,34%	0,49%	1/5	C-
EMMV	iShares Edge MSCI EM Minimum Volatility UCITS ETF	615	0,13	0,16	0,17	Non-ESG	Article 6	0	0,90%	-1,49%	0,65%	2/5	C-
EMXC	iShares MSCI Emerging Markets ex China ETF	348	0,12	0,14	0,17	Non-ESG	Article 6	0	0,33%	-0,77%	0,74%	0/5	B-
EMXC	iShares MSCI Emerging Markets ex China ETF (AU)	344	0,11	0,13	0,16	Non-ESG	Unknown	0	6,48%	-2,93%	0,70%	0/5	B-
EQLT	iShares MSCI Emerging Markets Quality Factor ETF	323	0,15	0,16	0,18	Non-ESG	Article 6	0	0,74%	-0,89%	0,40%	2/5	C-
EVLU	iShares MSCI Emerging Markets Value Factor ETF	296	0,09	0,11	0,12	Non-ESG	Article 6	0	0,21%	-0,42%	0,40%	0/5	C-
EXCD	iShares MSCI EM ex-China UCITS ETF	167	0,14	0,16	0,20	Non-ESG	Unknown	0	10,97%	-0,86%	1,49%	2/5	
EXCH	iShares MSCI EM ex-China UCITS ETF	144	0,15	0,17	0,21	Non-ESG	Unknown	0	13,10%	1,84%	0,81%	null/5	
HEEM	iShares Currency Hedged MSCI Emerging Markets ETF	115	0,26	0,32	0,30	Non-ESG	Unknown	0	0,17%	-0,94%	0,74%	4/5	C-
1658 ETF	iShares Core MSCI Emerging Markets IMI ETF	71	0,17	0,19	0,23	Non-ESG	Unknown	0	3,54%	-2,14%	0,25%	0/5	
IDEM	iShares MSCI EM UCITS ETF (Dist)	43	0,09	0,11	0,14	Non-ESG	Unknown	0	7,75%	-2,15%	0,42%	0/5	
IEDY	iShares EM Dividend UCITS ETF	38	0,14	0,14	0,16	Non-ESG	Unknown	0	5,32%	4,64%	0,73%	null/5	
IEM	iShares MSCI Emerging Markets ETF	32	0,13			Non-ESG	Unknown	0	13,51%	-2,48%	0,30%	null/5	
IEMA	iShares MSCI EM UCITS ETF (Acc)	26	0,15	0,18	0,21	Non-ESG	Article 6	0	0,24%	-0,88%	0,74%	0/5	C-
SEMS	iShares MSCI EM Small Cap UCITS ETF	8,70	0,15	0,18	0,20	Non-ESG	Unknown	0	2,96%	1,70%	0,60%	1/5	C-
XEC	iShares Core MSCI Emerging Markets IMI Index ETF	8,60				Non-ESG	Article 6	0	0,27%	0,06%	0,18%	null/5	C+
XECU	iShares Core MSCI Emerging Markets IMI Index ETF	7,60				Non-ESG	Unknown	0			0,35%	null/5	
XEM	iShares MSCI Emerging Markets Index ETF	7,30				Non-ESG	Unknown	0			0,35%	null/5	
XEMC	iShares MSCI Emerging Markets ex China Index ETF (CA)	3,40				Non-ESG	Unknown	0	7,66%	2,40%	0,25%	null/5	
XMM	iShares Edge MSCI Min Vol Emerging Markets Index ETF	2,70	0,13	0,17		Non-ESG	Unknown	0	3,54%	-2,14%	0,28%	0/5	C+

Yearly perf						Yearly flows						Return			Sharp Ratio		
2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
11,53%	18,18%	-0,64%	-19,87%	11,30%	7,32%	2660	-568	11250	3840	6270	462	11,79%	-7,82%	19,65%	0,89	-0,17	0,2
11,55%	18,35%	-0,92%	-19,24%	11,58%	7,70%	889	205	154	621	1660	2330	12,84%	-7,15%	21,15%	0,93	-0,15	0,22
11,66%	17,56%	-3,71%	-20,55%	8,90%	7,57%	2500	-4580	2430	922	-6020	-1420	11,50%	-10,78%	12,19%	0,83	-0,22	0,13
10,29%	12,81%	8,66%	-19,32%	18,71%	4,35%	-	113	1940	1520	4800	6830	-	-	-	-	-	-
11,60%	18,04%	-3,33%	-19,56%	9,64%	8,26%	-442	-204	455	506	406	343	13,00%	-8,99%	15,97%	0,96	-0,19	0,17
4,56%	7,38%	4,52%	-14,09%	8,02%	7,55%	23	-1480	-496	5100	-4120	-528	12,35%	-1,31%	14,50%	1,52	-0,04	0,22
11,61%	18,03%	-3,29%	-19,48%	9,67%	8,33%	14	96	417	367	1070	555	13,06%	-8,82%	16,24%	0,94	-0,18	0,17
-	-	2,13%	-19,22%	19,73%	5,23%	-	-	22	18	535	930	14,11%	0,54%	N/A	1,04	0,01	N/A
9,45%	15,28%	-2,04%	-14,56%	7,73%	14,54%	-16	32	241	-13	301	235	15,31%	1,94%	23,44%	1,28	0,04	0,21
11,55%	18,43%	-0,93%	-19,26%	11,56%	7,66%	7,6	115	392	70	467	-45	12,81%	-7,22%	21,14%	0,92	-0,15	0,22
7,21%	6,33%	3,49%	-13,07%	7,88%	13,47%	34	93	70	20	27	136	12,02%	2,83%	20,43%	0,98	0,06	0,19
12,56%	10,69%	6,39%	-16,40%	10,72%	9,90%	-3,9	144	190	69	-224	88	15,59%	1,14%	28,07%	1,16	0,03	0,3
9,57%	-2,42%	11,00%	-30,73%	20,65%	8,75%	36	47	142	88	33	-35	17,64%	-8,14%	5,39%	1,29	-0,17	0,06
9,51%	-2,50%	11,01%	-30,66%	20,02%	6,59%	22	-51	158	76	147	-4	15,45%	-10,30%	2,76%	1,15	-0,22	0,03
9,47%	18,30%	17,69%	-17,87%	22,88%	3,29%	-13	-68	61	-18	-7,1	0,99	12,00%	1,94%	54,40%	1,01	0,05	0,55
9,62%	18,84%	18,00%	-18,40%	22,52%	2,60%	-6,7	7,2	116	43	-72	-25	9,25%	0,98%	52,19%	0,83	0,02	0,54
11,78%	7,57%	5,44%	-16,24%	19,08%	13,26%	7,4	31	43	11	40	89	20,34%	12,22%	37,58%	1,38	0,25	0,37
4,45%	7,44%	4,50%	-14,09%	8,19%	8,11%	-290	-237	-54	-98	-42	-19	13,31%	-1,10%	15,22%	1,56	-0,04	0,23
9,76%	18,06%	-2,10%	-16,36%	9,64%	11,94%	-6,5	-19	20	-24	-16	21	14,48%	-1,54%	24,41%	1,05	-0,03	0,23
9,42%	14,58%	-4,79%	-15,12%	5,49%	14,60%	2,5	-1,3	9,3	18	-24	-42	13,86%	-1,23%	16,26%	0,94	-0,02	0,15
15,93%	18,94%	-23,74%	-28,50%	-7,36%	13,56%	-18	-31	-2,9	-6,3	-3,8	-4,3	8,60%	-33,66%	-25,06%	0,33	-0,39	-0,18
-	-	-4,00%	-20,34%	10,70%	7,28%	-	-	1,2	0,131	-0,053	-0,451	20,20%	29,03%	54,42%	1,17	0,45	0,38
1,95%	4,40%	3,65%	-8,05%	4,25%	14,35%	0,061	-18	1,2	0,423	-5,8	-4,9	14,78%	9,06%	18,22%	1,67	0,28	0,24
10,18%	-2,82%	6,07%	-8,54%	9,13%	20,87%	-0,003	-3,6	6,1	-0,908	3,8	-1,3	21,95%	19,00%	31,37%	1,55	0,42	0,36
-	-	-	-	10,41%	10,94%	-	-	-	-	4,3	27	-	-	-	-	-	-
12,45%	-19,58%	2,37%	-12,42%	7,48%	-0,82%	-3,8	9,5	2,1	-6,6	-7	-3	4,97%	-4,08%	-19,56%	0,33	-0,08	-0,21
12,30%	-19,76%	2,44%	-12,29%	7,82%	1,39%	-1,6	-2	1,1	7,8	-1,1	-13	7,24%	-1,42%	-17,59%	0,47	-0,03	-0,19
-	-	-	-	-	-0,35%	-	-	-	-	-	8,9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
-	-	-	-	-	-1,63%	-	-	-	-	-	2	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-0,21%	-	-	-	-	-	1,5	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	3,37%	-	-	-	-	-	3,5	-	-	-	-	-	-
-	-	-4,00%	-20,34%	10,70%	7,28%	-	-	1,2	0,131	-0,053	-0,451	11,89%	-9,30%	N/A	0,93	-0,19	N/A

الملحق رقم 04:

Emerging Market Exchange Traded Funds (ETFs) Environmental, Social and Governance (ESG)

Ticker	Label	AuM	Volatility			ESG Strat.	SFDR	SDG	TE	TD	E/R	Rating	Sustainability
			1Y vol.	3Y vol.	5Y vol.								
EDM2	iShares MSCI EM ESG Enhanced UCITS ETF	4 610	0,14	0,17	0,18	General integration	Article 8	0	0,24%	-0,10%	0,18%	1/5	B-
ESGE	iShares ESG Aware MSCI EM ETF	4 350	0,14	0,17	0,18	General integration	Unknown	0	10,41%	-1,06%	0,25%	2/5	B
AYEM	iShares MSCI EM IMI ESG Screened UCITS ETF	3 380	0,14	0,16	0,18	Exclusion screening	Article 8	0	0,18%	0,19%	0,18%	1/5	B-
SUSM	iShares MSCI EM SRI UCITS ETF	3 100	0,14	0,17	0,19	Best-in-class	Article 8	0	0,26%	-0,62%	0,25%	1/5	B+
XSEM	iShares ESG Aware MSCI Emerging Markets Index ETF	2 240	0,13	0,16	0,20	General integration	Unknown	0	2,48%	-1,76%	0,32%	0/5	B
OM3Y	iShares MSCI EM IMI ESG Screened UCITS ETF	845	0,14	0,16	0,18	Exclusion screening	Article 8	0	0,18%	0,14%	0,18%	1/5	B-
EEDM	iShares MSCI EM ESG Enhanced UCITS ETF	757	0,14	0,17	0,18	General integration	Article 8	0	0,25%	-0,15%	0,18%	1/5	B-
SEMD	iShares MSCI EM SRI UCITS ETF	280	0,14	0,17	0,19	Best-in-class	Article 8	0	0,26%	-0,68%	0,25%	1/5	B+
ISDE	iShares MSCI EM Islamic UCITS ETF	261	0,16	0,16	0,18	Exclusion screening	Article 6	0	0,55%	-0,20%	0,35%	0/5	B-
EMXF	iShares ESG Advanced MSCI EM ETF	84	0,13	0,17		General integration	Unknown	0	9,09%	-1,81%	0,16%	2/5	B
LDEM	iShares ESG MSCI EM Leaders ETF	31	0,14	0,17		Best-in-class	Unknown	0	9,22%	-0,52%	0,17%	2/5	B-
MVEM	iShares Edge MSCI EM Minimum Volatility ESG UCITS ETF	19	0,09	0,11		General integration	Article 8	0	0,21%	-0,43%	0,40%	null/5	B-

Performance						Flows						Return			Sharpe ratio		
2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
7,63%	19,45%	-3,17%	-21,24%	8,60%	7,71%	8	612	885	1310	710	909	11,59%	-12,60%	13,11%	0,82	-0,26	0,14
12,00%	19,22%	-2,79%	-22,33%	9,41%	7,28%	124	4170	523	-897	107	20	-	-	-	-	-	-
11,86%	19,36%	-1,63%	-20,12%	11,18%	8,23%	312	562	799	523	541	382	13,19%	-8,49%	20,12%	0,97	-0,18	0,21
10,81%	18,06%	-0,85%	-18,05%	2,05%	7,76%	135	837	1870	1200	-411	-672	9,22%	-14,89%	10,09%	0,66	-0,31	0,1
9,89%	16,19%	-4,08%	-17,05%	6,53%	13,98%	2,3	5,4	25	4,2	1950	84	13,75%	-3,32%	16,82%	1,04	-0,07	0,16
11,84%	19,38%	-1,64%	-20,10%	11,13%	8,22%	27	34	320	-103	65	532	13,14%	-8,52%	20,07%	0,97	-0,18	0,21
7,84%	19,47%	-3,18%	-21,22%	8,55%	7,70%	23	55	231	137	321	2	11,54%	-12,64%	13,08%	0,82	-0,26	0,14
10,82%	18,04%	-0,86%	-18,03%	1,99%	7,75%	2,3	71	112	82	15	-29	-	-	-	-	-	-
12,92%	21,27%	2,69%	-21,73%	13,87%	-1,82%	-	8,5	66	32	85	36	3,94%	-13,24%	16,55%	0,25	-0,28	0,17
-	16,76%	4,05%	-18,97%	6,78%	8,62%	-	-	18	22	24	7,6	11,49%	-8,94%	N/A	0,85	-0,18	N/A
-	17,90%	-1,48%	-20,88%	4,22%	7,14%	-	711	-733	-6,5	-6,8	-16	9,52%	-17,28%	N/A	0,68	-0,35	N/A
-	-	0,10%	-15,05%	8,03%	5,60%	-	-	5	-0,003	8,7	-	11,14%	-4,76%	N/A	1,21	-0,14	N/A

الملحق رقم 05: الإحصاء الوصفي Return, Sharp, Volatility

DM ESG :

	RETURN DM ETFS ESG	SHARP RATIO DM ETFS ESG	VOLATILITY DM ETFS ESG
Mean	18.00000	0.670000	0.096667
Median	18.00000	0.220000	0.110000
Maximum	25.00000	1.580000	0.110000
Minimum	11.00000	0.210000	0.070000
Std. Dev.	7.000000	0.788099	0.023094
Skewness	0.000000	0.706979	-0.707107
Kurtosis	1.500000	1.500000	1.500000
Jarque-Bera	0.281250	0.531159	0.531250
Probability	0.868815	0.766761	0.766727
Sum	54.00000	2.010000	0.290000
Sum Sq. Dev.	98.00000	1.242200	0.001067
Observations	3	3	3

DM NON ESG :

	RETURN DM ETFS NON ESG	SHARP RATIO DM ETFS NON ESG	VOLATILITY DM ETFS NON ESG
Mean	19.86000	0.653333	0.123333
Median	15.77000	0.300000	0.130000
Maximum	32.79000	1.420000	0.140000
Minimum	11.02000	0.240000	0.100000
Std. Dev.	11.44680	0.664630	0.020817
Skewness	0.572609	0.700629	-0.528005
Kurtosis	1.500000	1.500000	1.500000
Jarque-Bera	0.445191	0.526691	0.420645
Probability	0.800439	0.768476	0.810323
Sum	59.58000	1.960000	0.370000
Sum Sq. Dev.	262.0586	0.883467	0.000867
Observations	3	3	3

EM ESG :

	RETURNEMETFSESG	SHARPRATIOEMETFSESG	VOLATILITYEMETFSESG
Mean	3.156667	0.200000	0.146667
Median	9.040000	0.090000	0.140000
Maximum	9.150000	0.690000	0.160000
Minimum	-8.720000	-0.180000	0.140000
Std. Dev.	10.28564	0.445309	0.011547
Skewness	-0.707016	0.426113	0.707107
Kurtosis	1.500000	1.500000	1.500000
Jarque-Bera	0.531186	0.372036	0.531250

Probability	0.766751	0.830259	0.766727
Sum	9.470000	0.600000	0.440000
Sum Sq. Dev.	211.5889	0.396600	0.000267
Observations	3	3	3

EM NON ESG :

	RETURN EM ETFS NON ESG	SHARP RATIO EM ETFS NON ESG	VOLATILITY EM ETFS NON ESG
Mean	6.940000	0.313333	0.130000
Median	10.65000	0.140000	0.130000
Maximum	12.53000	0.840000	0.140000
Minimum	-2.360000	-0.040000	0.120000
Std. Dev.	8.108705	0.464901	0.010000
Skewness	-0.664586	0.589735	0.000000
Kurtosis	1.500000	1.500000	1.500000
Jarque-Bera	0.502087	0.455144	0.281250
Probability	0.777988	0.796465	0.868815
Sum	20.82000	0.940000	0.390000
Sum Sq. Dev.	131.5022	0.432267	0.000200
Observations	3	3	3

الملحق رقم 06: الإحصاء الوصفي Performance

	PERFORMANCE OF EM ETFS NON ESG	PERFORMANCE OF DM ETFS ESG	PERFORMANCE OF DM ETFS NON ESG	PERFORMANCE OF EM ETFS ESG
Mean	3.235000	7.050000	6.311667	3.246667
Median	7.450000	10.70000	8.595000	7.525000
Maximum	9.880000	17.50000	15.30000	17.09000
Minimum	-14.98000	-13.20000	-10.66000	-19.56000
Std. Dev.	9.314395	11.16275	9.519908	12.56499
Skewness	-1.493700	-1.050753	-0.948866	-0.997014
Kurtosis	3.606093	2.845023	2.698150	2.973276
Jarque-Bera	2.322978	1.110087	0.923125	0.994216
Probability	0.313020	0.574047	0.630298	0.608287
Sum	19.41000	42.30000	37.87000	19.48000
Sum Sq. Dev.	433.7898	623.0350	453.1433	789.3949
Observations	6	6	6	6

الملحق رقم 07: الإحصاء الوصفي Flows

	FLOWS DM ETFS ESG	FLOWS DM ETFS NON ESG	FLOWS EM ETFS ESG	FLOWS EM ETFS NON ESG
Mean	5.558333	18.80333	3.131667	7.476667
Median	4.430000	15.28500	2.855000	7.655000
Maximum	13.03000	41.45000	7.070000	17.57000
Minimum	1.100000	-1.760000	0.630000	-6.370000
Std. Dev.	4.779541	15.26183	2.324559	8.258115
Skewness	0.529775	0.263670	0.685198	-0.564815
Kurtosis	1.839427	2.068529	2.412046	2.489454
Jarque-Bera	0.617394	0.286431	0.555919	0.384180
Probability	0.734403	0.866567	0.757328	0.825233
Sum	33.35000	112.8200	18.79000	44.86000
Sum Sq. Dev.	114.2201	1164.617	27.01788	340.9823
Observations	6	6	6	6

الملحق رقم 08: Regression Analysis: Flows versus Performance

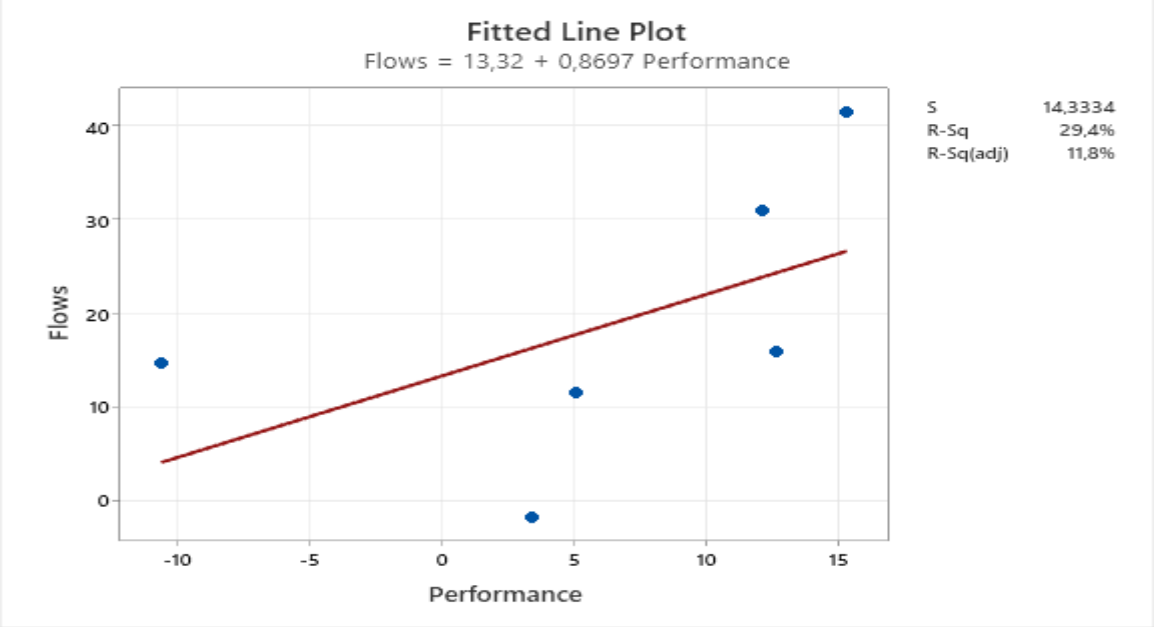
PERFORMANCE & FLOWS DM ETFS NON ESG

Model Summary

S	R-sq	R-sq(adj)
14,3334	29,43%	11,79%

Coefficients

Term	Coef	SE Coef	T-Value	P-Value	VIF
Constant	13,32	7,23	1,84	0,139	
Performance	0,870	0,673	1,29	0,266	1,00



PE

M

S	R-sq	R-sq(adj)
5,34013	0,22%	0,00%

Coefficients

Term	Coef	SE Coef	T-Value	P-Value	VIF
Constant	5,70	2,65	2,15	0,098	
Performance	-0,020	0,214	-0,09	0,929	1,00

PERFORMANCE & FLOWS EM ETFS NON ESG

Model Summary

S	R-sq	R-sq(adj)
8,09858	23,05%	3,82%

Coefficients

Term	Coef	SE Coef	T-Value	P-Value	VIF
Constant	8,85	3,54	2,50	0,067	
Performance	-0,426	0,389	-1,09	0,335	1,00

PERFORMANCE & FLOWS EM ETFS ESG

Model Summary

S	R-sq	R-sq(adj)
2,43474	12,12%	0,00%

Coefficients

Term	Coef	SE Coef	T-Value	P-Value	VIF
Constant	2,92	1,03	2,83	0,047	
Performance	0,0644	0,0867	0,74	0,499	1,00

الملحق رقم 09: Regression Analysis: Volatility versus Return

RETURN & VOLATILITY DM ETFS NON ESG :

Coefficients

Term	Coef	SE Coef	T-Value	P-Value	VIF
Constant	16,0	58,1	3.81	0,028	
Volatility	29.1	46.7	2,62	0,006	1,00

Model Summary

S	R-sq	R-sq(adj)	R-sq(pred)
13,7399	27,96%	0,00%	0,00%

RETURN & VOLATILITY DM ETFS ESG :

Term	Coef	SE Coef	T-Value	P-Value	VIF
Constant	43,4	14,9	2,91	0,211	
Volatility	-26.3	152	-1,73	0,333	1,00

Model Summary

S	R-sq	R-sq(adj)	R-sq(pred)
4,94975	75,00%	50,00%	*

RETURN & VOLATILITY EM ETFS NON ESG :

Coefficients

Term	Coef	SE Coef	T-Value	P-Value	VIF
Constant	5	105	2,05	0,009	
Volatility	94	805	2,12	0,026	1,00

Model Summary

S	R-sq	R-sq(adj)	R-sq(pred)
11,3901	1,34%	0,00%	0,00%

RETURN & VOLATILITY EM ETFS ESG :

Coefficients

Term	Coef	SE Coef	T-Value	P-Value	VIF
Constant	13.3800	0,700	191,13	0,003	
Volatility	-89.075	4,76	-187,01	0,003	1,00

Model Summary

S	R-sq	R-sq(adj)	R-sq(pred)
0,0777817	100,00%	99,99%	*

الملحق رقم 10: Regression Analysis: Volatility versus Sharp ratio

SHARP RATIO & VOLATILITY DM ETFS NON ESG

Coefficients

Term	Coef	SE Coef	T-Value	P-Value	VIF
Constant	4,43	1,13	3,93	0,159	
Volatility	-30,62	9,06	-3,38	0,183	1,00

Model Summary

S	R-sq	R-sq(adj)	R-sq(pred)
0,266718	91,95%	83,90%	0,00%

SHARP RATIO & VOLATILITY DM ETFS ESG :

Coefficients

Term	Coef	SE Coef	T-Value	P-Value	VIF
Constant	1,00	2,90	2,34	0,007	
Volatility	17,3	29,4	2,59	0,006	1,00

Model Summary

S	R-sq	R-sq(adj)	R-sq(pred)
0,961665	25,55%	0,00%	*

SHARP RATIO & VOLATILITY EM ETFS NON ESG :

Coefficients

Term	Coef	SE Coef	T-Value	P-Value	VIF
Constant	4,86	3,99	1,22	0,437	
Volatility	-35,0	30,6	-1,14	0,457	1,00

Model Summary

S	R-sq	R-sq(adj)	R-sq(pred)
0,432743	56,68%	13,36%	0,00%

SHARP RATIO & VOLATILITY EM ETFS ESG :

Term	Coef	SE Coef	T-Value	P-Value	VIF
Constant	4,38	3,82	1,15	0,456	
Volatility	-28,5	26,0	-1,10	0,471	1,00

Model Summary

S	R-sq	R-sq(adj)	R-sq(pred)
0,424264	54,61%	9,23%	*

الملحق رقم 11: اختبار Dicky Fuller

Null Hypothesis: PERFORMANCE OF DM ETFS ESG has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

		t-Statistic
Elliott-Rothenberg-Stock DF-GLS test statistic		-3.225171
Test critical values:	1% level	-3.109582
	5% level	-2.043968
	10% level	-1.597318

*MacKinnon (1996)
Warning: Test critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 5

DF-GLS Test Equation on GLS Detrended Residuals
Dependent Variable: D(GLSRESID)
Method: Least Squares
Date: 12/13/24 Time: 22:12
Sample (adjusted): 2020 2024
Included observations: 5 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GLSRESID(-1)	-1.468903	0.455450	-3.225171	0.0321

R-squared	0.718451	Mean dependent var	2.160000
Adjusted R-squared	0.718451	S.D. dependent var	20.63281
S.E. of regression	10.94802	Akaike info criterion	7.801051
Sum squared resid	479.4368	Schwarz criterion	7.722939
Log likelihood	-18.50263	Hannan-Quinn criter.	7.591405
Durbin-Watson stat	2.264038		

Null Hypothesis: PERFORMANCE OF DM ETFS NON ESG has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

		t-Statistic
Elliott-Rothenberg-Stock DF-GLS test statistic		-3.712556
Test critical values:	1% level	-3.109582
	5% level	-2.043968
	10% level	-1.597318

*MacKinnon (1996)
Warning: Test critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 5

DF-GLS Test Equation on GLS Detrended Residuals
Dependent Variable: D(GLSRESID)

Method: Least Squares
Date: 12/13/24 Time: 22:15
Sample (adjusted): 2020 2024
Included observations: 5 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GLSRESID(-1)	-1.589743	0.428207	-3.712556	0.0206

R-squared	0.773405	Mean dependent var	1.414000
Adjusted R-squared	0.773405	S.D. dependent var	18.39114
S.E. of regression	8.754553	Akaike info criterion	7.353881
Sum squared resid	306.5688	Schwarz criterion	7.275769
Log likelihood	-17.38470	Hannan-Quinn criter.	7.144235
Durbin-Watson stat	2.338170		

Null Hypothesis: PERFORMANCE OF EM ETFS ESG has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

		t-Statistic
Elliott-Rothenberg-Stock DF-GLS test statistic		-1.958092
Test critical values:	1% level	-3.109582
	5% level	-2.043968
	10% level	-1.597318

*MacKinnon (1996)
Warning: Test critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 5

DF-GLS Test Equation on GLS Detrended Residuals
Dependent Variable: D(GLSRESID)
Method: Least Squares
Date: 12/13/24 Time: 22:16
Sample (adjusted): 2020 2024
Included observations: 5 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GLSRESID(-1)	-0.975100	0.497985	-1.958092	0.1218

R-squared	0.489387	Mean dependent var	-0.124000
Adjusted R-squared	0.489387	S.D. dependent var	19.35196
S.E. of regression	13.82837	Akaike info criterion	8.268177
Sum squared resid	764.8948	Schwarz criterion	8.190065
Log likelihood	-19.67044	Hannan-Quinn criter.	8.058531
Durbin-Watson stat	1.873364		

Null Hypothesis: PERFORMANCE OF EM ETFS NON ESG has a unit root
Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

		t-Statistic
Elliott-Rothenberg-Stock DF-GLS test statistic		-2.291218
Test critical values:	1% level	-3.109582
	5% level	-2.043968
	10% level	-1.597318

*MacKinnon (1996)
Warning: Test critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 5

DF-GLS Test Equation on GLS Detrended Residuals
Dependent Variable: D(GLSRESID)
Method: Least Squares
Date: 12/13/24 Time: 22:17
Sample (adjusted): 2020 2024
Included observations: 5 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GLSRESID(-1)	-1.134991	0.495366	-2.291218	0.0837

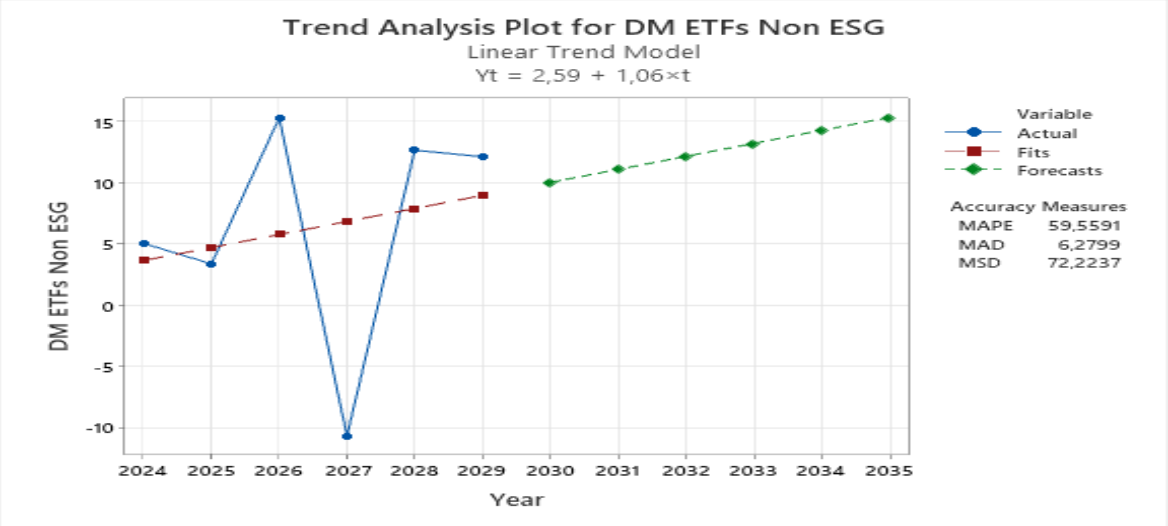
R-squared	0.567553	Mean dependent var	-0.002000
Adjusted R-squared	0.567553	S.D. dependent var	15.28872
S.E. of regression	10.05397	Akaike info criterion	7.630669
Sum squared resid	404.3294	Schwarz criterion	7.552557
Log likelihood	-18.07667	Hannan-Quinn criter.	7.421023
Durbin-Watson stat	2.099801		

الملحق رقم 12: اختبار Trends Analysis

Trend Analysis for DM ETFs Non ESG

Forecasts

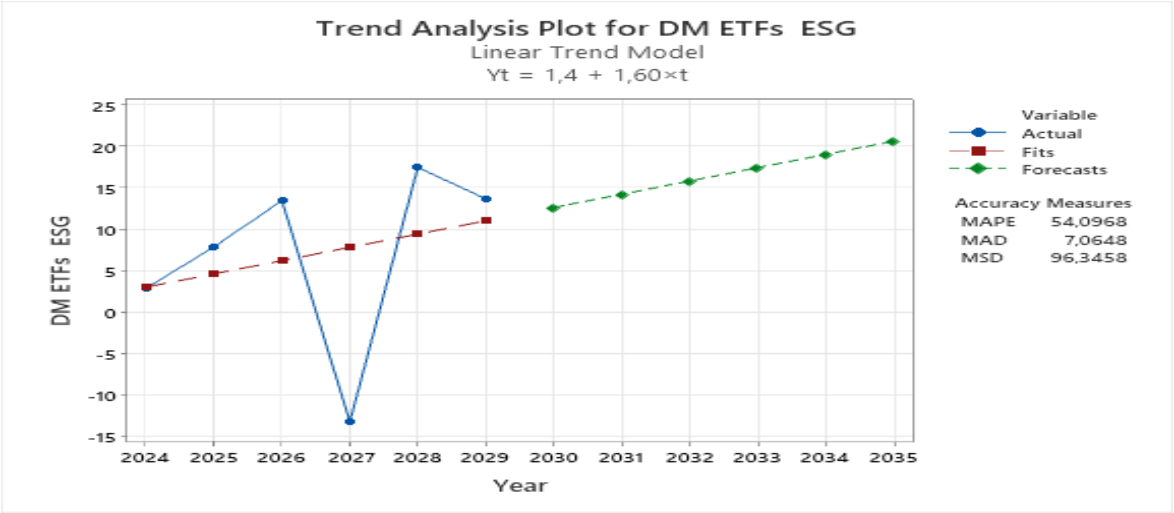
Period	Forecast
2030	10,0347
2031	11,0984
2032	12,1621
2033	13,2258
2034	14,2895
2035	15,3532



Trend Analysis for DM ETFs ESG

Forecasts

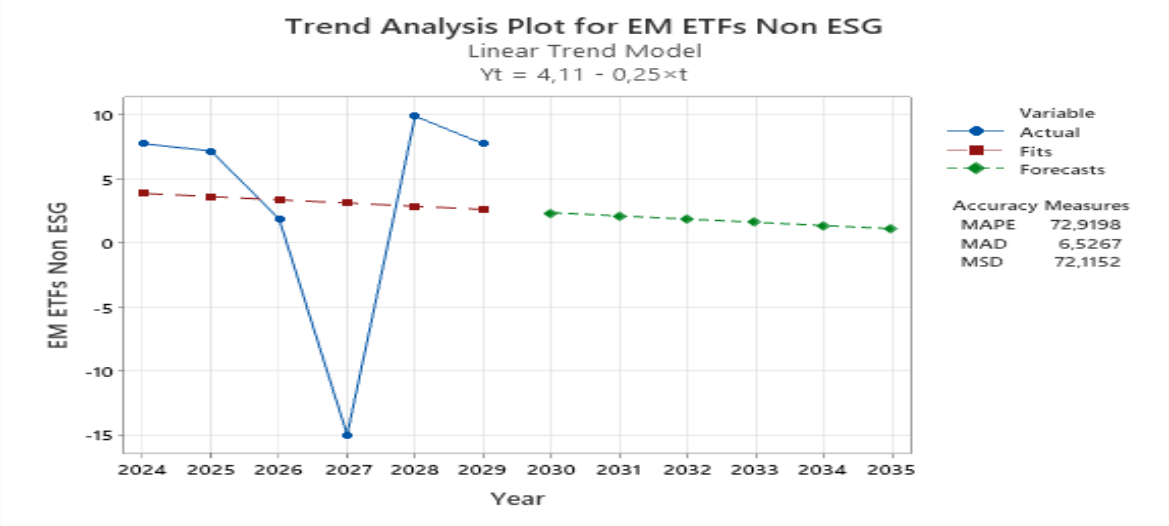
Period	Forecast
2030	12,6600
2031	14,2629
2032	15,8657
2033	17,4686
2034	19,0714
2035	20,6743



Trend Analysis for EM ETFs Non ESG

Forecasts

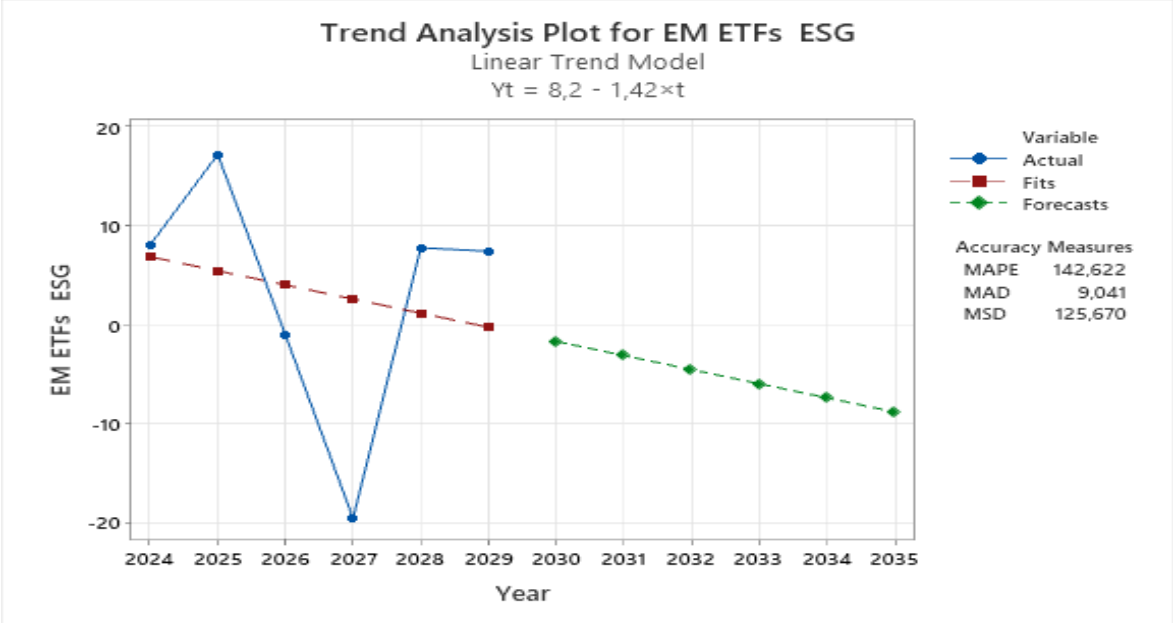
Period	Forecast
2030	2,35800
2031	2,10743
2032	1,85686
2033	1,60629
2034	1,35571
2035	1,10514



Trend Analysis for EM ETFs ESG

Forecasts

Period	Forecast
2030	-1,72933
2031	-3,15105
2032	-4,57276
2033	-5,99448
2034	-7,41619
2035	-8,83790



الملخص

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى التحقق مما إذا كان الاستثمار المستدام (ESG) ينطوي على إمكانية إضافة قيمة مع استثمارات (ETFs)، بعبارة أخرى توسيع نطاق البحث عن الاستثمارات المستدامة إلى أداء صناديق الاستثمار المتداولة المستدامة ومعرفة كيفية أدائها مقارنة بنظيراتها غير المستدامة. ولتحقيق أهداف الدراسة تم اختيار عينة من صناديق ishares MSCI ACWI ETF يتم إدارتها بشكل سلبي تغطي الأسواق الناشئة والمتقدمة. وتم الحصول على البيانات مباشرة من منصة التداول Tracking Sight واستخدمنا المنهج الوصفي التحليلي الذي يتلاءم وطبيعة موضوع الدراسة.

وبعد تحليل وتفسير البيانات المحصل عليها بواسطة برنامج الاقتصاد القياسي Eviews13 والبرنامج الاحصائي Minitab19 توصلنا إلى نتائج عدة منها: أن أحد أهم استراتيجيات الاستثمار المستدام التي يتبناها صندوق iShares MSCI ACWI ETF هو تكامل (ESG)، والذي يتضمن مراعاة العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة عند اتخاذ قرارات الاستثمار. يساعد هذا النهج الصندوق ليس فقط على توليد عوائد مالية ولكن أيضا على إحداث تأثير إيجابي على المجتمع والبيئة أي المساهمة في عالم أكثر استدامة وعدالة، كما أظهرت نتائج الدراسة التطبيقية أن صناديق الاستثمار المتداولة ذات (ESG) تتفوق على صناديق الاستثمار المتداولة غير ذات (ESG) من حيث الأداء المالي سواء في الأسواق الناشئة أو المتقدمة. وقد أوصت الدراسة على ضرورة إجراء بحث وتحليل شامل لبيانات العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة للشركات ضمن المؤشر الذي تتبعه صناديق الاستثمار المتداولة في الأسواق الناشئة، يساعد هذا في تحديد الشركات التي تلبي معايير معينة للبيئة والاجتماعية والحوكمة واستبعاد تلك التي لا تتوافق مع مبادئ (ESG).

الكلمات المفتاحية: صناديق الاستثمار المتداولة، معايير بيئية واجتماعية وحوكمة، مؤشر MSCI، أداء مالي، iShares MSCI ACWI ETF، أسواق ناشئة ومتقدمة.

Summary :

This study aimed to investigate whether sustainable (ESG) investing has the potential to add value with (ETFs) investments, In other words, expand the search for sustainable investments to the performance of sustainable (ETFs) and see how they perform compared to their non-sustainable counterparts. To achieve the objectives of the study, a sample of passively managed ishares MSCI ACWI ETF funds covering emerging and developed markets was selected. The data was obtained directly from the Trackingsight trading platform and we used the descriptive analytical approach that is appropriate to the nature of the study topic.

After analyzing and interpreting the data obtained using the econometric program Eviews13 and the statistical program Minitab19, we reached several results, including: One of the most important sustainable investment strategies adopted by the iShares MSCI ACWI ETF is (ESG) integration, Which includes considering environmental, social and governance factors when making investment decisions. This approach helps the Fund not only generate financial returns but also make a positive impact on society and the environment, i.e. contribute to a more sustainable and just world. The results of the applied study also showed that ESG ETFs outperform non-ESG ETFs in terms of financial performance in both emerging and developed markets. The study recommended the need to conduct a comprehensive research and analysis of the environmental, social and governance data of companies within the index followed by emerging market (ETFs). This helps identify companies that meet certain environmental, social and governance criteria and exclude those that do not align with (ESG) principles

Keywords : ETFs, ESG, MSCI, Financial Performance, iShares MSCI ACWI ETF, Emerging & Developed Markets.