

معايير الاستدامة المالية للمؤسسات الوقفية

أوقاف جامعة هارفرد نموذجاً

د. سامي محمد الصلاحيات⁽¹⁾

المستخلص

تسعى هذه الدراسة إلى التركيز على أوقاف جامعة هارفرد وهي أفضل النماذج الغربية في مجال الأوقاف الجامعية؛ بسبب الإدارة ومنهجيات الاستثمار. ولا شك أن المنهج الذي اعتمده الجامعة خلال العقد المنصرم كان واضحاً للغاية لا سيما في مجال حماية أصولها الوقفية، والتقليل من الخسائر المتوقعة في مجال الاستثمارات الوقفية لأصولها، واستقطاب مميز للأصول الوقفية والهبات الجديدة. وللحديث عن هذه التجربة، سيتم البحث في معايير الاستدامة المالية التي اعتمدها الجامعة للحفاظ على أصولها الوقفية، وكيفية تعاملها مع المخاطر المحدقة بها، وقد تعرضت هي ذاتها لعدة خسائر استثمارية في أصولها الوقفية، بناء على التقارير المالية التي تصدرها الشركة المخصصة لإدارة الاستثمار كل عام. وسيتم البحث في بنية الإدارة الوقفية التي تنتهجها الجامعة في مجال الشفافية والحوكمة، والرقابة الداخلية والخارجية لأصولها المالية. ولقد استفادت الجامعات الأمريكية من القوانين والتشريعات في دعم ظاهرة الوقف لصالح التعليم الجامعي. وسوف نحصر الدراسة في إطار أوقاف جامعة هارفرد، مع التعرض للأسباب العملية التي أدت إلى نخوض ظاهرة الأوقاف التعليمية في القطاع الجامعي الأمريكي بصورة ظاهرة للعيان في العقدين الماضيين، من خلال مبحثين؛ الأول: أبرز مؤشرات السلامة المالية للجهات الوقفية. الثاني: أوقاف جامعة هارفرد كنموذج لسلامة الاستدامة المالية.

الكلمات المفتاحية: أوقاف، مؤسسة وقفية، جامعة هارفرد، استدامة مالية.

1 مؤسس المعهد الدولي للوقف الإسلامي بماليزيا.

Financial Sustainability Criteria for Waqf Institutions: Harvard University as a Model

Dr Sami Muhammad al-Salahat

Abstract

This study seeks to focus on Harvard University's endowment, which represents the best Western model of university endowments because of its management and its investment methodologies. Without a doubt, the approach adopted by the University during the last decade was very clear, especially in the field of protection of its endowment assets, reduction of the expected losses in the endowment's investments of its assets, and its exceptional ability to attract new waqf assets and donations. To discuss this experience, we will look at the financial sustainability criteria adopted by the University to preserve its endowment assets and its manner of dealing with the risks that beset them. It has in fact suffered several investment losses in its endowment assets, based on the annual financial reports issued by the company that manages the investments. The governance structure adopted by the University in the areas of transparency, governance, and internal and external control of its financial assets will be discussed. American universities have benefited from legislation in support of the phenomenon of endowments for the benefit of university education. The study will be limited to Harvard University while also discussing the practical factors that led to the very visible rise of the educational endowment phenomenon in the American university sector in the last two decades. This is approached through two subtopics. The first comprises the most prominent indicators of financial safety of endowment entities. The second is Harvard University's endowment as a model for financial sustainability.

Key words: Harvard University, endowment, investment.

مقدمة

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين، سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

تعد التجربة الغربية في مجال الأوقاف التعليمية تجربة ثرية للغاية، فمنذ بدايات القرن الخامس عشر الميلادي كان المتبرعون يمنحون الكنائس والجامعات والمدارس الهبات شريطة الاحتفاظ بأصلها والتصرف بعائداتها، كما أن الجامعات استفادت من أندية الخريجين لديها، حيث كانوا يعملون على جمع التبرعات والأوقاف لجامعاتهم ضمن شعور الانتماء والفخر.

ولم يكن يتصور أن تبرز الأوقاف التعليمية لا سيما في مجال العمل الجامعي بروزاً يظهر مدى القدرة على تطوير الأصول المالية، وزيادة ريعها، مقابل الاستقطاب الدائم للأوقاف والهبات من الأفراد والشركات والمؤسسات.

ويمكن أن نقول إن الحركة الوقفية في التعليم الجامعي كانت طبيعية حتى عام 1969؛ إذ كان ربع معظم الأوقاف يقيد بملفات متحفظة عليها، والتي كانت في أدائها ذات مستوى أدنى بكثير من غيرها من الاستثمارات، لولا تدخل ماك جورج من مؤسسة فورد الشهيرة لتغيير مسار هذه المؤسسات وأدائها، وقد ساهمت دراسات مولتها مؤسسة فورد في تغيير الاستثمارات الوقفية في الجامعات الأمريكية وأسس لحال من نمو استثماري واضح يقوده مديرون تنفيذيون موهوبون⁽¹⁾.

إن الحديث عن "مؤشرات السلامة المالية للمؤسسات الوقفية في العالم العربي أو الإسلامي"، يشكل أهمية كبيرة في مجال الحوكمة والسياسات الرشيدة. وقد تنبّهت العديد من المؤسسات الوقفية لهذا الأمر، لا سيما في السنوات الماضية، من خلال تحليل بيانات القطاع المالي والتقارير المالية ذات العلاقة، مشفوعاً بتعزيز الإحصاءات والمؤشرات عن مدى الارتباط المالي بين المؤسسات الوقفية ودورها في تطوير الاقتصاد الوطني من خلال المنح التي تقدمها داخل المجتمع أو الدولة.

إن المؤسسات الوقفية مطالبة اليوم بتطوير البنية التحتية المتعلقة بالعمل المالي، والبناء المؤسسي وتعزيز الحوكمة والسياسات الرشيدة، ومعالجة ثغرات المعلومات،

1 لورنس كوشارد، المؤسسة الخيرية واستثمار الوقف، (الرياض، جامعة الإمام، ط1، 2018)، ص20-22.

وإدارة السيولة والمخاطر في أعمالها؛ وهذا يتطلب منها تنمية القدرات البشرية والمالية لتقييم المخاطر، والوقاية منها للحفاظ على سلامة القطاع المالي بما يتناسب مع معايير الشريعة الإسلامية وقواعدها، لا سيما في مجال سلامة رأس المال وتدفعه الانسيابي تجاه المجتمع، وفي ظل الأصول القيمة، وأثر ذلك على معدلات كفاية رأس المال.

ومن المؤمل أن يعزز هذا من دور دعم الآخرين بالمنح والهبات مما يشكل ضغطاً واضحاً على دور المؤسسات الوقفية، وهذا يعني أن تقوم المؤسسات الوقفية بتطوير أدوات الرقابة على الأعمال الرئيسية لها؛ فالأداء المالي يحتاج بصورة أساسية أدوات مراقبة، لا سيما في مجال التدقيق المالي والمراجعة، فضلاً عن تقارير المراجع الخارجي، وهذا كفيلاً بتجنب المؤسسة الوقفية لأي مخاطر - من خلال مؤشرات الرقابة الاحترازية - قد تقع لاحقاً.

إن التأكد من أوضاع المؤسسات الوقفية ومدى انسجامها مع المراجعة الداخلية، والكفاءة في إدارة المخاطر، يعزز القيمة الاقتصادية لها، خصوصاً إذا تأكدنا من تطبيق معايير الحوكمة وأدواتها على جودة خدماتها، وتمت محاكاة التجارب العالمية في هذا الصدد، وهذا يتطلب بناء قدرات العاملين في الجهات الوقفية وخبراتهم فيما يتعلق بأدوات الحوكمة وتطبيقاتها، ليسهل تأسيس مؤشرات السلامة المالية لها، ويعزز من وجود ممارسات نموذجية، ويحصن أعمال المؤسسات الوقفية في وقت الأزمات بتقنيات وتشريعات ترسخ الحوكمة فيها.

ومما نهدف إليه في هذا البحث بيان مؤشرات السلامة المالية، وهو في الحقيقة مؤشر لحوكمة المؤسسات الوقفية وحماية حقوق المساهمين فيها، وهذا يتطلب ضرورة قوة أعمال المراجعة والإفصاحات المالية، ليعزز الرقابة المالية من خلال الأداء في سوق المال، وقواعد القيد، وضوابط حوكمة المؤسسات الوقفية.

كما نصلو إلى بيان مؤشرات السلامة المالية من خلال وضوح ممارسات الإفصاح والحوكمة لدى المؤسسات الوقفية، وبروز المعلومات والتقارير حول ممارساتها الاجتماعية والاقتصادية في المجتمعات، ويمكن القول إن التقارير السنوية والمواقع الإلكترونية قد تكون علامات هامة في صدق هذه المؤشرات.

وإذا تحققت هذه المؤشرات في المجال المالي، فإن هذا سيؤدي بالضرورة إلى تعزيز ما تتطلع إليه المؤسسات عموماً، وهو بروز مؤشرات التنمية المستدامة فيها، وهذا ما نحتاجه فعلاً من غايات تأسيس الاستدامة في المؤسسات الوقفية، ولن تكون وقفية ما لم تكن هي ذاتية وقادرة على الاستدامة بذاتها، لتساعد الآخرين بعطائها الدائم.

ولتحديد الأمر بوضوح، سنبحث في أبرز مؤشرات السلامة المالية للجهات الوقفية، والتي لها علاقة بالاستدامة، وسنركز على مصرف التعليم، باعتبار أن أكثر الجهات الوقفية تهتم بهذا المصرف، وستعرض لتجربة جامعة هارفرد في مجال التعليم، باعتبارها أكثر مؤسسة وقفية في مجال التعليم الجامعي والأبحاث العلمية في الغرب.

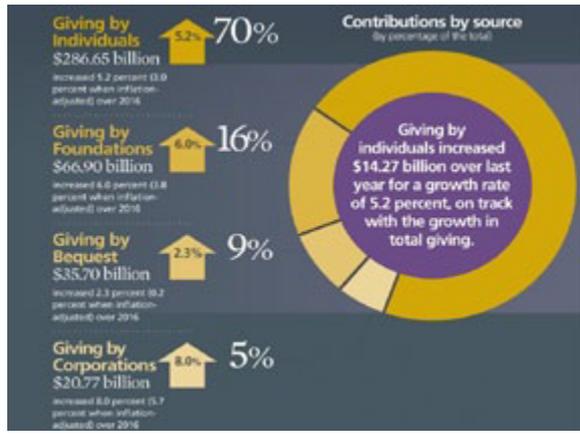
إن حجم الأموال الوقفية في الغرب، يتنوع عموماً في عدة مجالات، من أهمها التعليم والصحة والبنى التحتية والأبحاث والثقافة عموماً، وهذا ما يميز المجتمع الأمريكي في مجال الوقف الخيري والإغاثي والمساعدات الإنسانية، إذ وصل حجم التبرعات في الولايات المتحدة الأمريكية إلى [014] مليار دولار أمريكي عام 7102، وهي من أعلى النسب عالمياً، وأكثر المصارف تكون مخصصة للقضايا الدينية وتصل ما يقارب 13٪. بمبلغ 3,721 مليار، ثم قضايا التعليم وتصل النسبة إلى 41٪ أي ما يقارب 9,85 مليار، كما هو موضح في الشكل التالي⁽¹⁾:



1 See: (www.givingusa.org).

وتتشكل مصادر خارطة التبرعات في الولايات المتحدة لعام 7102 من مزيج متنوع، من أهمها⁽¹⁾:

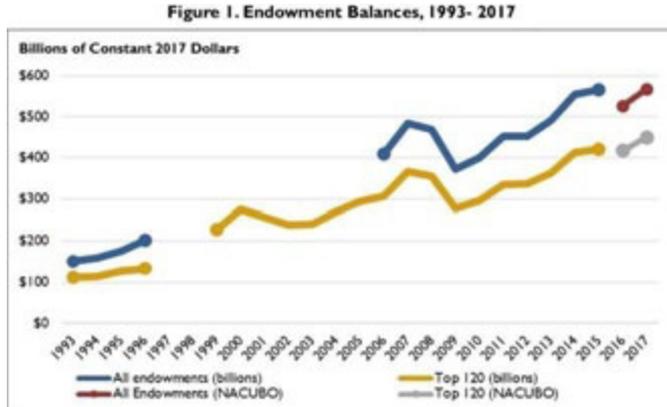
1. الأفراد وتصل النسبة إلى 07٪.
2. المؤسسات وتصل النسبة إلى 61٪.
3. الوصايا وتصل النسبة إلى 9٪.
4. الشركات وتصل النسبة إلى 5٪.



هذا العطاء الشعبي تجاه العمل الخيري والأوقاف، شكل حاضناً أساسياً في دعم التجربة الوقفية في مجال التعليم الجامعي، فسجل نتائج مميزة من عام لآخر، وحسب آخر الدراسات المتعلقة بالأوقاف التعليمية في الغرب، لا سيما في الولايات المتحدة، فإن العائد خلال مدة 10 سنوات قارب 12.2٪ للسنة المالية 2017، وتم جمع البيانات من (809) كلية وجامعة في الولايات المتحدة، وتمت ملاحظة استمرار النمو على المدى الطويل بـ 5 ٪، مع التغييرات التي حدثت لصالح قوانين الضرائب بخصوص المشاريع الخيرية. لقد تحقق الهدف بعوائد حقيقية لتغطية الإنفاق للتعليم العالي لأكثر من عقد من الزمان، والدراسة تؤكد أن (809) مؤسسة تعليمية تملك أصولاً وقفية تقدر بـ [566.8] مليار دولار، لكن الأنشطة من بين هذه المؤسسات حوالي (120) مؤسسة وقفية تعليمية تستحوذ على الأصول الكبيرة منذ عام 1993

1 See: (www.givingusa.org).

حتى عام 2017 كما هو وارد في المنحى التالي⁽¹⁾:



وهذا ما يعزز الشخصية الاعتبارية في حفظ الوقف في الحياة الأكاديمية في الولايات المتحدة الأمريكية⁽²⁾ وهذه الشخصية لم تكن لتكون لولا أن الوقف شكل ما يقارب ثلث الميزانية العامة للجامعة.

وإذا أردنا أن نبين معالم الوقف التعليمي لا سيما الجامعي في التجربة الأمريكية، فإننا نقصر هذا على أبرز جدول يمكن أن يعطينا صورة عن حجم الأموال الوقفية القائمة عملياً في الجامعات الأمريكية.

لهذا تعتبر التجربة الأمريكية من أفضل التجارب العالمية في مجال الأوقاف الجامعية، فعالمياً تحتل الجامعات الأمريكية المقاعد الخمسة الأولى في حجم الأصول الوقفية فيها حسب التقارير المالية لعام 2018، كما هو موضح في الجدول التالي⁽³⁾:

1 Molly F. and Others, College and University Endowments: Overview and Tax Policy Options, (Congressional Research Service, www.crs.gov, May 4, 2018), P 7.

2 Henry Hansmann, Why Do Universities Have Endowments?, (Yale University, Yale Law School, 1990), P 8.

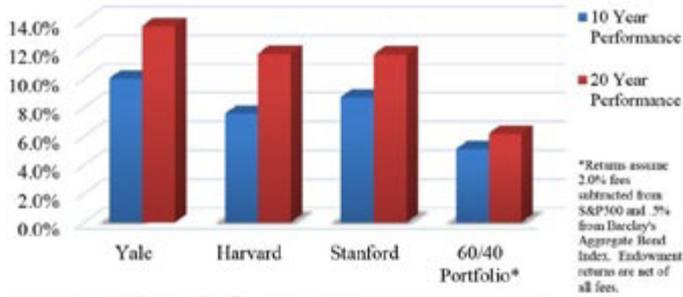
3 See this site: www.investopedia.com/articles/markets/081616/top-5-largest-university-endowments.asp

الملاحظات العامة	نسبة العائد	الأصول الوقفية	الجامعة
تدير الجامعة أكثر من 13000 صندوق منفصل، ويتم صرف ما يقارب 1,8 مليار \$ على الأعمال التشغيلية بالجامعة.	10 %	39,2 مليار \$	جامعة هارفرد
المبلغ الذي سيتم إنفاقه في السنة المالية 2019 1,4 مليار دولار ، وهو ما يقارب 35 % من صافي إيرادات الجامعة. وزادت توزيعات الأوقاف بنسبة 8,7 % سنويا على مدى السنوات العشرين الماضية. تكسب كلية الحقوق في جامعة ييل أكثر من 50% من دعم إيراداتها من خلال الوقف. يتم دفع 75 % من عمليات مكتبة جامعة ييل عن طريق توزيعات الوقف.	12,3 %	29,4 مليار \$	جامعة ييل
يساهم في تقديم الدعم المالي لحوالي 180000 طالب، وهناك تقديرات اقتصادية تجعل صندوق الوقف في جامعة تكساس هو الثاني، بفضل ارتفاع أسعار النفط لتصل قيمة الصندوق 31 مليار \$، وفقاً للبيانات التي جمعتها وكالة بلومبرغ نيوز، ليكون بعد جامعة هارفرد وليتخطى قيمة أوقاف جامعة ييل. الفضل في هذا يعود إلى أن ولاية تكساس عام 1876 خصصت أكثر من مليون فدان من أراضي غرب تكساس لدعم تطوير أنظمة الجامعة فارتفعت قيمة الصندوق مع اكتشاف النفط فيها.	10,6 %	26,5 مليار \$	جامعة تكساس

جامعة برينستون	25,9 مليار \$	8 %	80 % من تمويل المنح الدراسية من برينستون يأتي من الأوقاف، والأوقاف تدعم بالكامل جميع طلاب الدكتوراه، ويتكون الوقف من 4000 صندوق منذ تأسيس الجامعة عام 1746.
جامعة ستانفورد	26,5 مليار \$	6 %	تحتفظ جامعة ستانفورد بأكثر من 7000 صندوق جامعي منفصل، وأنفقت 1,2 مليار \$ لمساعدة الطلبة والمنح والأبحاث.

وشكّل هذا التنافس سبباً ليس فقط في جذب الأصول الوقفية والهبات، وإنما أيضاً في استثمارها، وليس شرطاً أن تكون الأول في جذب الأصول الوقفية لتكون الأول أيضاً في زيادة الربح السنوي، كما يظهر لنا في الجدول التالي خلال العشرين عاماً الماضية⁽¹⁾.

Portfolio Returns For 10 and 20 Year Periods^{1,2}
through June 2015



لقد تحولت الشركات التي تدير الأوقاف الجامعية إلى مراكز قوى اقتصادية، بعدما كانت في حقبة السبعينيات والثمانينيات وحتى التسعينيات شركات ضعيفة، والفضل في هذا يعود إلى أن التوجه العام في الولايات المتحدة للقوانين والسياسات ساعد على تعزيز هذا القطاع وتمكينه في المجتمع.

1 See site; www.smma1.com/p/endowment-model. Also See: Geraldine Fabrikant, Harvard's Endowment Grew 10% Last Year, but Some Rivals Did Better, Sept. 28, 2018. See (www.nytimes.com/2018/09/28/business/harvard-endowment-gains.html).

المبحث الأول: أبرز مؤشرات السلامة المالية للجهات الوقفية

ظاهرة العطاء متجذرة في المجتمع البشري منذ أن خلق الله هذه البشرية، وتنوع العطاء والمنح من خلال الأديان والثقافات والعادات والممارسات، وتطورت هذه الظاهرة وصارت عابرة للحدود؛ حتى صار العطاء منهجية في عصرنا الحاضر لغرض بيان الآليات والأدوات التي يمكن تطوير هذه الظاهرة من خلالها.

وصدرت عدة دراسات وإحصائيات تبين وتكشف مدى انخراط الدول في مجال تطوير ظاهرة المنح، ففي عام 2016، تكشف لنا الدراسات أن الدول المتقدمة في مجال مؤشر العطاء والمنح تزداد تطوراً في ظل الاحتياجات الاجتماعية والاقتصادية وغيرها؛ لهذا كان من المفترض أن تزيد معها ظاهرة العطاء الإنساني من خلال حجم العمل الخيري لعدد السكان، وهذا يكشف لنا أن هناك عملاً دؤوباً يجري في هذه المجتمعات والدول لتطوير هذه الظاهرة، كما في الجدول التالي لأهم الدول في العالم من خلال مؤشر العطاء الإنساني⁽¹⁾.

2016 Ranking	Country	2016 WGI Score	2015 WGI Score
1	Myanmar	70	66
2	United States	61	61
3	Australia	60	59
4	New Zealand	59	61
5	Sri Lanka	57	56

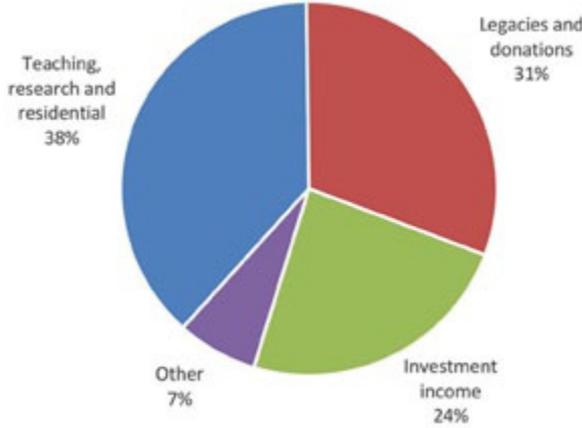
إذا كانت المنح تعني "إعطاء أموال أو أعيان أو خدمات، من شخص أو جهة، لطلب الأجر الأخرى أو المشاركة المجتمعية أو الإنسانية"⁽²⁾؛ فإن هذا الأمر لا يعفيها من أهمية أن تخضع بمجملها، لا سيما المنضوي تحت عمل مؤسسي، لمؤشرات ومعايير أداء، لا سيما في المجال المالي.

وعلى الرغم من الملاءة المالية لبعض المؤسسات التعليمية، إلا أنها تعتمد على استقطاب المنح والأوقاف والهبات وكذلك المورايث لغرض تعزيز المكانة المالية لديها

1 انظر بتوسع في التقرير السنوي بـ Giving USA 2017، ص 105، نقلاً عن الموقع التالي: www.cftompkins.org/wp-content/uploads/2018/04/Giving-USA-Annual-Report-on-Philanthropy-2017.pdf

2 مركز استثمار المستقبل، المنح وفق مقاصد الشريعة، (الرياض، بدون تاريخ ورقم طبعة)، ص 8.

في قطاعها، فمثلاً جامعة أوكسفورد وهي من أقوى الجامعات البريطانية وأكثرها ثراءً، إلا أنها تعتمد على التبرعات كما هو الحال في تقريرها المالي عام 2018، يقارب ما نسبته 31 %، مقابل رسوم التعليم 38 %، كما هو موضح في المنحى التالي⁽¹⁾:



ولعل مؤشرات السلامة المالية (FSIs) تعتبر مقاييس تشير إلى الصحة المالية الحالية للجهة الوقفية مقارنة بنظرائها، وهذه المؤشرات تشمل البيانات المؤسسية، ويتم حساب مؤشرات FSI، وتوزيعها لغرض دعم التحليل الكلي، وتقييم نقاط القوة ونقاط الضعف في الأنظمة المالية ومراقبتها، بهدف تعزيز الاستقرار المالي، والحد من احتمالات الانزلاق إلى الأزمات المالية⁽²⁾.

هناك عدة مؤشرات يمكن حصرها بالجهات الوقفية في مجال القطاع المالي، ولكن سنركز على تلك التي يمكن من خلالها تعزيز الأداء المالي ضمن ما اصطحنا عليه بالاستدامة المالية لهذه المؤسسات الوقفية، - وهذا سر الوقف وفلسفته في الإسلام⁽³⁾، - ومن أبرز هذه المؤشرات:

1 University of Oxford, Financial Statements 2017-2018, (See; www.ox.ac.uk).

2 International Monetary Fund, Financial Soundness Indicators: Compilation Guide, (April 4, 2006, See; www.imf.org/external/pubs/ft/fsi/guide/2006/pdf/fsiFT.pdf).

3 من خلال عملنا خلال العقد الماضيين في مجال الأوقاف الإسلامية، تبين لنا أن فلسفة الوقف تعتمد بصورة أساسية على الاستدامة بكافة أنواعها، لا سيما في المجال المالي، فالأصل والرابع في فلسفة الوقف يجب أن يتعاطم كلياً، فالوقف ما هو إلا مؤسسة ولادة من بين المؤسسات الأخرى.

1. العائد على الأصول

إذا أردنا أن نراجع واقع المؤسسات الوقفية، يجب أن ننظر في العائد على أصولها المالية، لأنه مرتبط ارتباطاً مباشراً بقدرة هذه المؤسسات على التغيير الاجتماعي ومواجهة التحديات، وهذا يستوجب أن تكون هناك خطة استثمارية مميزة قادرة على تعظيم الأصول والريع معاً، كي نضمن قدرة هذه المؤسسات على الاستقرار المالي رغم التقلبات التي قد تصيبها دوماً، وهذا المؤشر قد لا ينحصر في المؤسسات الوقفية فقط، بل هو مؤشر سلامة مالية لكل المؤسسات الاقتصادية، لا سيما تلك التي تتعهد الاستمرار والثبات في الأداء كالمؤسسات الوقفية أو الخيرية إلى حد ما؛ بل لا نبالغ إذا قلنا أنها أيضاً تهم الدول التي تهدف إلى زيادة نموها الاقتصادي سنوياً⁽¹⁾. ولعل هذا هو السر الذي اعتمدته السياسات العامة للمؤسسات الوقفية في الغرب، وهو "القاعدة الأولى لا تخسر المال، القاعدة الثانية لا تخسر المال، والثالثة لا تنس القاعدتين الأولى والثانية"⁽²⁾.

وهذا المؤشر يعكس قدرة الجهة الوقفية على التعامل مع عدة جوانب، أهمها كيفية استثمار رأس المال، الطرق والمناهج، كيفية إدارة الأرباح، الموازنة ما بين الضرائب والأنشطة الاستثمارية، ودوران الأعمال، وهذا كله يتمحور في مجال صنع القرار الاستثماري الناجح، ويحقق ما يمكن أن نصبو إليه في مجال حفظ الوقف وأصوله، أو بالتعبير المالي حفظ السمعة المالية⁽³⁾.

إن النجاح في صناعة القرار الاستثماري يعزز توفر السيولة دوماً في المؤسسة الوقفية، وأن الصرف لن يكون مانعاً من تجدد السيولة في أعمال المؤسسة، وكذلك العائد على الأصول يوضح معالم السيولة، وموقع الجهة الوقفية من حصة السوق وحجمها أمام المؤسسات الوقفية الأخرى، وهذا فيه إشارة واضحة إلى مدى اهتمام الجهة بحقوق المساهمين، وأن الجهة الوقفية ليست فقط جهة صرف وتقديم هبات،

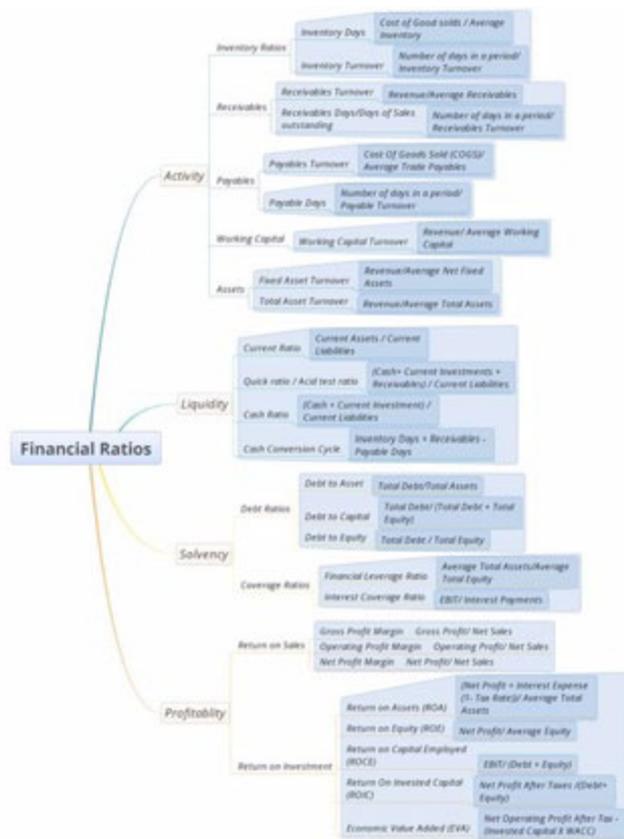
1 Anvar Avlokulov, Return on Assets and Financial Soundness Analysis: Case Study of Grain Industry Companies in Uzbekistan, See (International Journal of Management Science and Business Administration Volume 4, Issue 6, September 2018, Pages 52-56).

2 لورنس كوشارد، المؤسسة الخيرية واستثمار الوقف، ص446، قارن مع النسخة الأصلية للكتاب: Lawrence Kochard, Foundation and Endowment Investing, (New Jersey, John Wiley & Sons, 2008), p249.

3 Henry Hansmann, Why Do Universities Have Endowments?, P27

وإنما هي جهة إنتاجية تتم بالموارد المالية، ومعنية بالأداء المالي، وقادرة على موازنة الموارد المالية مع المهام الإستراتيجية لتحقيق الأداء التنظيمي، ويظهر فيها ميزة تنافسية مستدامة⁽¹⁾.

وعادة ما يقع العائد على الأصول من خلال القيمة السوقية للمؤسسة الوقفية، ولعل الخريطة الذهنية للنسب المالية تكشف هذا⁽²⁾:

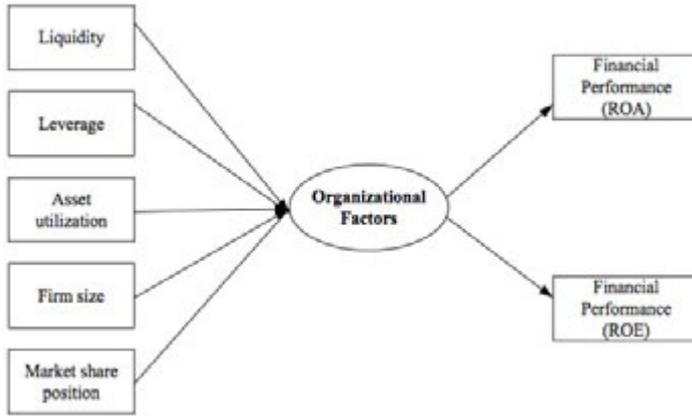


1 Al Shahrani Saad M, The Impact of Organizational Factors on Financial Performance: Building a Theoretical Model, (International Journal of Management Science and Business Administration Volume 2, Issue 7, June 2016, Pages 51–56 URL: [dx.doi.org/10.18775/ijmsba.1849-5664-5419.2014.27.1005](https://doi.org/10.18775/ijmsba.1849-5664-5419.2014.27.1005) DOI: 10.18775/ijmsba.1849-5664-5419.2014.27.1005). Also, Janeth N. Isanzua, Impact of Intellectual Capital on Financial Performance of Banks in Tanzania, (Journal of International Business Research and Marketing, Volume 1, Issue 1, November 2015, Pages 16–23).

2 See: Sanjay Meena, Financial Analysis- Ratio Analysis, (sanjaymeena.io/investing/investment_notes_financial_analysis_ratio_analysis).

ومن خلال هذا المؤشر، يمكن قياس الدور الذي يمكن أن تلعبه إدارة الاستثمار في الجهة الوقفية في كسب ولاء مجلس الإدارة ودعمهم لها، وقد يتجلى هذا في المكافآت وفرص الترقية للمجتهدين، والقادرين على إحداث تغيير واضح في قدرة المؤسسة على الاستمرار⁽¹⁾.

هذه العوامل قد تعزز من العائد على الأصول في أي مؤسسة وقفية؛ إذ هي بعمومها تشكل العوامل الحقيقية لأي مؤسسة وقفية تسعى لتعظيم أصولها وربيعها دوماً⁽²⁾.



2. إدارة المخاطر

عادة ما يتكون للنظام المالي للمؤسسات، - خصوصاً تلك التي تملك أصولاً وريعاً، - مخاطر متنوعة، فقد تكون مخاطر مالية أو قانونية أو تشغيلية أو حتى شرعية وغير ذلك. الذي يهمنا هنا كيف تستطيع المؤسسة الوقفية التعامل مع المخاطر لا سيما المالية؟ وتزداد المخاطر عموماً حسب سلمها الأفقي، فقد تكون هناك مخاطر يمكن التحكم فيها، ومخاطر لا يمكن التحكم فيها، كما هو موضح في المخطط التالي:

1 لورنس كوشارد، المؤسسة الخيرية واستثمار الوقف، ص294.

2 Al Shahrani Saad M, The Impact of Organizational Factors on Financial Performance: Building a Theoretical Model.



والميزانيات التي تعتمد في المؤسسة الوقفية يجب أن يدرك القائمون عليها أنها معرضة لعدة مخاطر حقيقية، وأن تعبئة الأموال والاستثمار وتقديم التسهيلات والتمويل كلها أنشطة مالية تحتاج إدارة المخاطر⁽¹⁾.

إن عنصر إدارة المخاطر يساعد الجهة الوقفية في التعرف على التدفقات النقدية، والقيمة الاقتصادية لمشاريعها، ومتى يمكن أن تزيد في استثماراتها ومتى يمكن أن تقلل، في إطار المحاسبة على أساس الاستحقاق، والإيرادات والربح المتوقع، كما أن إدارة المخاطر تساعد على كشف النفقات والخسائر، مقابل بيان العواقب الاقتصادية للمعاملات والسلامة الحالية للكيان المالي، وهذا كله يؤثر على الميزانيات العمومية للجهات الوقفية، وهو ضروري جداً للاستقرار المالي لها في ظل التغيرات المحتملة في قيمة العملات للأصول والالتزامات الناشئة إذا كانت هناك استثمارات خارجية⁽²⁾؛ لهذا من المفترض أن يتم قياس واحتمال المخاطر ضمن الدائرة المتوقعة، الاحتمال والتأثير للأصول والربح، كما هو موضح في المخطط التالي:

1 International Monetary Fund, Financial Soundness Indicators: Compilation Guide, P11.

2 لورنس كوشارد، المؤسسة الخيرية واستثمار الوقف، ص293.

لا يطاق	عالي التأثير قليل الاحتمال (متابعة حثيثة)	عالي التأثير عالي الاحتمال (إجراءات صارمة)
شديد التأثير	قليل التأثير قليل الاحتمال (متابعة روتينية)	قليل التأثير عالي الاحتمال (مراجعة وتقييم)
متوسط التأثير		
قليل التأثير		
سهل جداً		
	نادر	احتمال حدوث المخاطر

ولا شك أن وضع الأصول المالية للجهة الوقفية ضمن دائرة التأثير والاحتمال يشكل تهديداً مباشراً لواقع الجهة الوقفية، وقدرتها على الاستمرار. وهذا الأمر لا يمكن أن يتحدد ما لم تكن هناك إدارة مؤسسية ذات كفاءة واضحة في بنية المؤسسة الوقفية، وهذا ما يتم التعبير عنه في أدبيات التعليم الوقفي بالكفاءة المؤسسية⁽¹⁾. ولقد اعتمدت السياسات العامة في استثمارات الأوقاف التعليمية في الغرب هذه السياسة، فيجب "تحريك كل الأنشطة خلف توزيع الأصول باتجاه إدارة وتقليل المخاطر والتقلبات السوقية"⁽²⁾.

3. الموازنة ما بين الصرف والربح

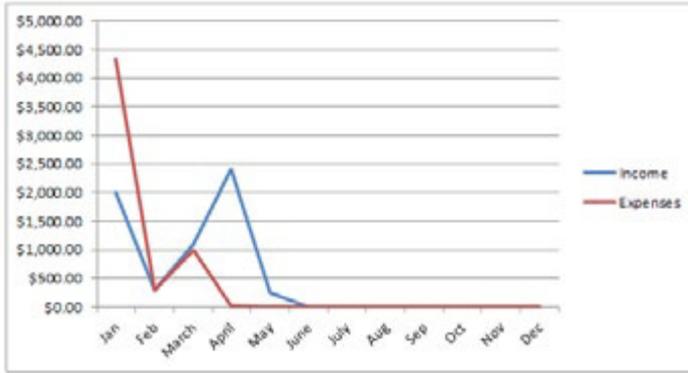
من المؤشرات المهمة في مجال السلامة المالية أن تكون للجهة الوقفية القدرة على مراعاة القياس ما بين الدخل والنفقات، من خلال البيان المالي للإيرادات والنفقات والحسابات المستحقة. وهذا المؤشر المالي مهم جداً، لأنه يحدد دور الجهة الوقفية في التوسع في الصرف أو التقليل منه ضمن خطة استراتيجية نحو المجتمع. وهذا الأمر، يُعنى أيضاً بالأرباح والخسائر للجهة الوقفية، وهما مؤشران يلتصقان بأي مؤسسة وقفية أو لها أصول وربع، والجهة الوقفية تتنازع فيها خطين أفقيين بشكل أفقي أو رأسي، وهذا يعزز أهمية أن يتم القياس والقدرة على مراعاة هذه الإشكالية،

1 كوشارد، المؤسسة الخيرية واستثمار الوقف، ص 447، قارن:

Kochard, Foundation and Endowment Investing, P249.

2 قارن مع: ياسر الشهري، الأنشطة الاتصالية في المؤسسات الخيرية السعودية، (السعودي، المركز الدولي للأبحاث والدراسات، ط1، 2011)، ص 233.

كما هو موضح في الشكل التالي:



وللتدليل على ذلك، مثلاً حملة تسويق تستهدفها جهة وقفية يجب أن تخضع ضمن مؤشر [الصرف والربح]، وما هي الكلفة الحقيقية لهذه الحملة ضمن القدرة على الموازنة⁽¹⁾، والتوقع من الإيراد القادم.

وتشكل المؤشرات المالية دوراً رئيساً في تطوير أعمال الجهات الوقفية، لا سيما وأنها كلها تصب في خدمة استقرار القطاع المالي، خصوصاً أن هذه الجهات قائمة بالأساس على أصول دائمة وذات ريع مستمر، فعلى سبيل المثال تعتمد نصف الجهات الوقفية في المملكة العربية السعودية على أصول وقفية، كما هو موضح في الشكل التالي⁽²⁾:



- 1 قارن مع: ياسر الشهري، الأنشطة الاتصالية في المؤسسات الخيرية السعودية، (السعودي، المركز الدولي للأبحاث والدراسات، ط1، 2011)، ص233.
- 2 انظر: المؤسسات المانحة في المملكة العربية السعودية 2016، حقائق وإحصاءات، نقلاً عن موقع [www.kkf.org.sa]، ص5 أيضاً ص15.

وهذا يعني ضرورة أن تكون هذه المؤشرات قادرة على تعزيز الأصول والربح معاً، ولن تكون هذه المؤشرات مجرد أشكال قد تتغير، بل هي مرتبطة بالأصول والربح معاً، وهي قادرة على ضبط السلامة المالية للمؤسسة الوقفية، في ظل أي مصرف يتم الصرف عليه، وأغلب هذه الجهات الوقفية تعمل في قطاع التعليم أو القطاع الصحي.

4. الإفصاح والشفافية

لعل من المؤشرات المالية الهامة في الجهات الوقفية الإفصاح والشفافية عن البيانات المالية المتعلقة بها، في أي وقت وحين، وأن تكون خاضعة للقياس والنظر فيها.

ولعل من المهم على الجهة الوقفية أن تدرك أن الإفصاح والشفافية في أصولها المالية، يؤدي إلى:

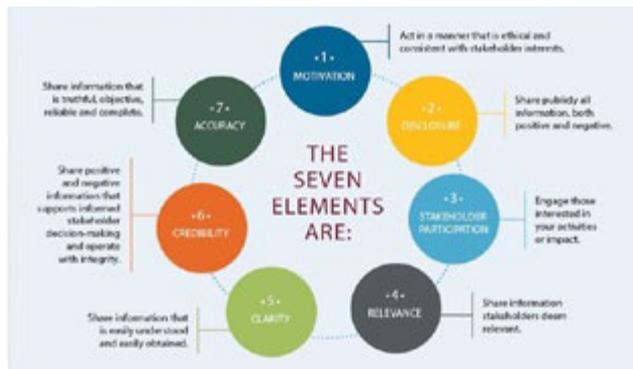
- القياس الصحيح لبيان قدرة الجهة الوقفية على سلامة موقفها المالي.
- الإفصاح يؤدي بصورة ضرورية للكشف على الأداء الصحيح للتدقيق الداخلي للعمليات بصورة عامة، لا سيما العمليات المالية.
- الإفصاح يؤدي بالضرورة إلى صناعة قرار مالي صحيح قائم على معطيات دقيقة.
- الإفصاح والشفافية يعززان ثقة المساهمين بالجهة الوقفية، ويؤدي هذا إلى تعظيم الأصول والربح.

وهذا العنصر يفصح عن توجهات الصرف لدى الجهات الوقفية، ويكشف عن وجهة الاستثمار، فمثلا الصرف على التعليم يمثل أعلى نسب الصرف في قطاع الجهات الوقفية في السعودية، كما في المخطط التالي⁽¹⁾:

1 المؤسسات المانحة في المملكة العربية السعودية 2016، ص13.



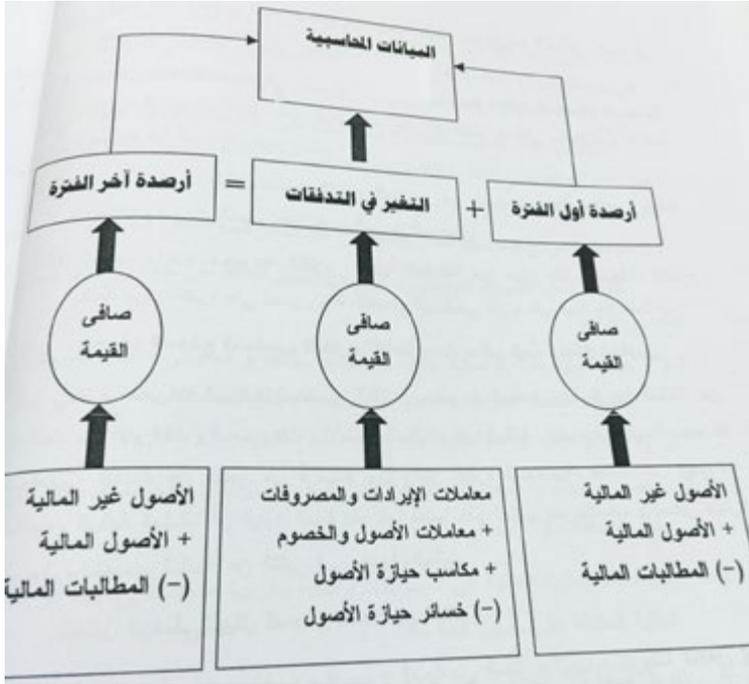
هذا يعزز أهمية الانسجام ما بين الصرف والمنح كإجراء من جهة وما بين التطور في القطاع التعليمي من جهة أخرى. وهذا المؤشر يعزز السلامة المالية في بنية الجهة الوقفية، ويصيب جميع أركانها بوضوح، من خلال العناصر التالية: التحفيز، الشفافية، أصحاب المصالح، الملاءمة، الوضوح، المصداقية، الدقة في المعلومات. كما هو موضح في الرسم البياني.



وقد تبين على سبيل المثال أن 72,9% من المؤسسات الوقفية في المملكة العربية السعودية تؤكد على أن القوانين واللوائح هي أبرز العقبات التي تواجهها، وهذا لن يكون لو كان هناك إفصاح وشفافية في أعمالها⁽¹⁾.

5. كفاءة جهاز الرقابة الداخلية في قياس البيانات المالية

أحد أبرز المؤشرات في السلامة المالية للجهات الوقفية، وجود قسم رقابة داخلية، أو ما يمكن تسميته قسم التدقيق الداخلي، وهو يشمل بالأساس البيانات المالية، لا سيما البيانات المحاسبية، وهي من أهم قواعد البيانات المالية التي تعزز الرصد والتدفقات المالية للجهة الوقفية، كما هو محدد في المخطط البياني⁽²⁾:



ويمكن تحديد خصائص المعلومات المحاسبية لأي مؤسسة وقفية بما يلي⁽³⁾:

• الملاءمة، وجود علاقة وثيقة بين المعلومات المستمدة من المحاسبة المالية،

- 1 المؤسسات المانحة في المملكة العربية السعودية 2016، حقائق وإحصاءات، ص 6.
- 2 سامي الصلاحيات، حوكمة الأوقاف وإدارة عملياتها الرئيسية، (الرياض، مؤسسة ساعي لتطوير الأوقاف، ط 1، 2018)، ص 144.
- 3 قارن مع: سامي الصلاحيات، حوكمة الأوقاف وإدارة عملياتها الرئيسية، ص 143.

والأغراض التي تعد من أجلها، وهذا يساعد في صنع القرار المؤسسي بدقة عالية، مثل معلومات عن العقارات، والربح المتوقع، ومدى تغطية هذا الربح للصرف على المستحقين، ثم القدرة على الاستفادة منه استثمارياً.

- أمانة المعلومات وقوة الاعتماد عليها، فمصادقية هذه المعلومات ودقتها حتى وإن كانت تقريبية لبعض الحالات، إلا أنها مهمة في الوثوق بالمصدر، مثل دور المعلومات المحاسبية في رصد الربح المتوقع للاستثمار.

- قابلية المعلومات للمراجعة والتحقق، إذ يُمكن لمحاسب آخر مستقل أن يستخدم نفس أساليب القياس المحاسبي والإفصاح للوصول لنفس المعلومات التي وصلت إليها إدارة التدقيق، فهي قابلة للقياس والاستنتاج الصحيح، وهذا يعزز مصداقية المعلومات وعدم تضاربها.

- حيادية المعلومات، الأصل في المعلومات المالية أن تكون نزيهة خالية من التحيز لأي جهة داخل المؤسسة أو خارجها، وهذه مسؤولية من يصدر هذه البيانات المحاسبية المالية، وهو نظام رقابي داخل المؤسسة، ولعل الصورة ترسم أبعاد المشهد الرقابي بالمؤسسة، من خلال عمليات الرصد والتدفقات.

- قابلية المعلومات للمقارنة، وهذه الخصيصة تعني أن من يستخدمون المحاسبة المالية يمكنهم التعرف على الأوجه الحقيقية للتشابه والاختلاف بين أداء الأوقاف وأداء المؤسسات الأخرى خلال فترة زمنية محددة؛ كمن يريد أن يعرف أداء استثمارات مؤسسة الأوقاف مقارنةً بغيرها أثناء الأزمة المالية العالمية، وهذه أحد أدوات الإستراتيجيات الاستثمارية: مقارنة الأداء بالآخرين.

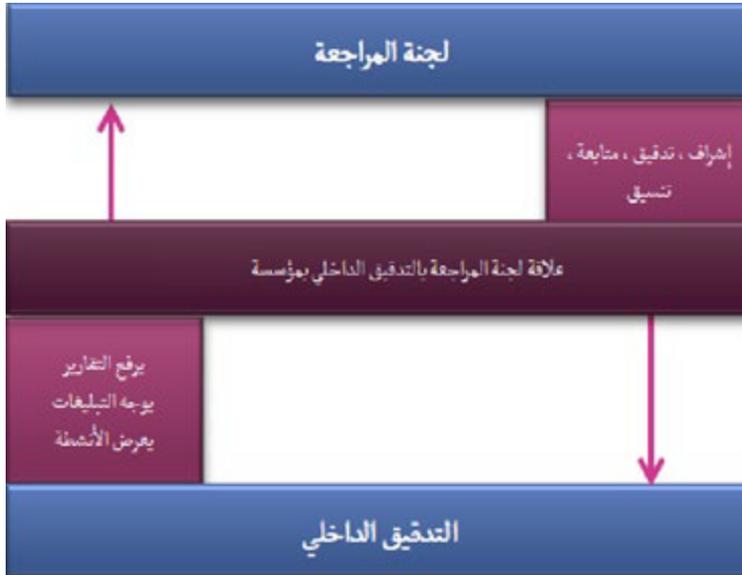
- التوقيت الملائم للمعلومات، وهو تقديم المعلومات في وقتها المناسب، لا سيما عند الحاجة إليها، ويكون تأخيرها معوقاً من معوقات الإنتاج، ويشمل هذا كذلك التأخر في إتاحة هذه المعلومات وقت الحاجة، وهو مسلك يؤدي بالضرورة إلى ضعف المعلومات المحاسبية.

- قابلية المعلومات للفهم والاستيعاب، فلا يمكن التعويل عليها إذا كانت غامضة أو لا يمكن فهمها، من خلال كتابتها أو عرضها، فيجب لمن يضع

المعلومات المالية أن يكون خبيراً في الصناعة المحاسبية.

- الأهمية النسبية والإفصاح العام الأمثل، وهذا له صلة بأمانة المعلومات؛ فالمعلومات الهامة يجب الإفصاح عنها كما هي، ومن باب أولى غيرها من المعلومات الأخرى.

ولتأكيد دور المعلومات المحاسبية يجب أن يخضع قسم التدقيق للمعالجة المالية، وأن يتم إطلاع مجلس الإدارة على دقة هذه البيانات المحاسبية، من خلال ما يعرف بـ لجنة المراجعة" الذي يكشف لمجلس الإدارة وقائع وتفاصيل وجزئيات الأعمال التشغيلية في واقع المؤسسة"، كما هو موضح في الرسم البياني⁽¹⁾.



ولعل السياسة التي تعتمد عليها جامعة هافارد كباقي الجامعات ملاحظة زيادة التكاليف للتعليم الجامعي والأبحاث، وهذه الزيادة تدعو بالضرورة إلى زيادة الهبات والمنح التي تبحث عنها الجامعة لزيادة أصولها الوقفية، لتتوازي مع ارتفاع هذه التكاليف⁽²⁾.

1 نقلاً عن: سامي الصلاحيات، حوكمة الأوقاف وإدارة عملياتها الرئيسية، ص152.
2 Henry Hansmann, Why Do Universities Have Endowments?, P 17.

المبحث الثاني: أوقاف جامعة هارفرد كنموذج لسلامة الاستدامة المالية

شكل الصرف على التعليم ظاهرة من الظواهر الأولى في التاريخ القديم، ويمكن القول أن بداياته كانت في الحضارة اليونانية، حيث إن أفلاطون بنى مدرسته على أرض بعام (347 ق.م)، وخصصها للنفع العام، وبقيت هذه المدرسة حوالي (900) سنة⁽¹⁾. لكن في العصر الحديث، يمكن اعتبار جامعة أكسفورد من أوائل الجامعات الغربية التي دبت فيها حركة الأوقاف، وصارت موضعاً لهتم البناء عليه⁽²⁾، وكان لشخص يدعى وليام درهم توفي 1249م، الفضل في إنشاء هذا الوقف بالجامعة، عندما تبرع لصالح المنح الدراسية للطلبة. ومع تطور الأمر، صار هناك صندوق أوقاف أكسفورد، ومهمته استثمار الأصول الوقفية بعائد سنوي لا يقل عن [5%]⁽³⁾.

أي أن الوقف على الجامعات في الغرب بدأ فعلياً في بريطانيا، لا سيما في أكبر مؤسستين تعليميتين هما أكسفورد، وكامبردج، حيث تشكل الأوقاف فيهما الآن أكبر الأوقاف التعليمية في أوروبا عموماً، والجدول التالي يبين الأصول الوقفية لأكبر جامعتين بأوروبا⁽⁴⁾:

الأصول الوقفية عام 2014	الأصول الوقفية عام 2013	الجامعات البريطانية
5,890 مليار يورو	4,900 مليار يورو	جامعة كامبردج
4,245,9 مليار يورو	4,033,1 مليار يورو	جامعة أكسفورد

ولكن عملياً وبالتدرج، تطورت هذه الظاهرة في الولايات المتحدة الأمريكية، وتجاوزت بمراحل التجربة الأوروبية، وصارت هناك عشرات الجامعات الأمريكية ذات أصول وقفية ضخمة.

1 لن أتعرض للتجربة الإسلامية في مجال الأوقاف التعليمية؛ فقد تم مناقشته في أكثر من مصدر، انظر على سبيل المثال، سامي الصلاحات، الأوقاف بين الأصالة والمعاصرة، (بيروت، الدار العربية للعلوم، ط1، 2014).
2 انظر: الموسوعة العالمية للعلوم الاجتماعية

[en.wikipedia.org/wiki/University_of_Oxford#Founding].

3 انظر: موقع صندوق استثمارات جامعة أكسفورد، [ouem.co.uk].

4 انظر:

[en.wikipedia.org/wiki/List_of_UK_universities_by_endowment].

وإذا أردنا أن نختار مؤسسة وقفية بالغرب، ونمارس عليها إطار مؤشرات السلامة المالية، يمكن أن نختار أكبر هذه المؤسسات الوقفية في الغرب والتي تولي أهمية كبيرة لقطاع التعليم، وهي جامعة هارفرد الأمريكية⁽¹⁾، التي تعتبر أكبر المؤسسات التعليمية الوقفية، والتي أسست أصولاً وقفية مخصصة للتعليم الجامعي والبحث العلمي.

وقد اعتمدت جامعة هارفرد فلسفة استثمار ساعدتها في تنمية أصولها بطريقة متدرجة، كما فعلت مع نظرية المحفظة الحديثة⁽²⁾. ففي آخر تقرير مالي لمنتصف عام 2018، بلغت الأصول الوقفية فيها [39.2] مليار دولار أمريكي، وكانت نسبة العائد على الأصول [10 %]، وتم صرف ما يقارب [1.8] مليار دولار أمريكي على الأعمال التشغيلية بالجامعة⁽³⁾. إن هدف وقف جامعة هارفرد هو دعم التعليم والبحث في الجامعة، ولا يقل الدعم عن ثلث الميزانية التشغيلية والمبادرات الاستراتيجية للجامعة منذ تأسيس الأوقاف الاستثمارية فيها. والهدف الذي تمثله الجامعة كباقي الجامعات الوقفية في الولايات المتحدة عموماً هو الحفاظ على سياسة المساواة بين الأجيال⁽⁴⁾.

ولقد اعتمدت أوقاف جامعة هارفرد منهجية في زيادة أصولها الوقفية، من خلال اختيار فريق العمل بعناية ومراقبته، وإشراك العملاء والشركاء في التصويت على القرارات الاستثمارية، بالإضافة للتعاون مع المؤسسات الاستثمارية المميزة، فجامعة هارفرد تشرف على ما يقارب 13 ألف صندوق، ثلثها مدار من قبل شركة Harvard Management Company التابعة للجامعة، والباقي من خلال الشركاء المتخصصين، وهذا يعني البحث عن أفضل ممارسات الاستثمار المستدامة⁽⁵⁾، وهذه

1 جامعة هارفرد تُعدّ الجامعة العالمية الأولى في مجال الأوقاف الجامعية والأبحاث العلمية، تأسست في أمريكا الشمالية 1636م، أي مر عليها (382) سنة، واسمها جاء نسبة لأحد المتبرعين الأوائل، وهو القس البريطاني جان هارفرد. انظر: لورنس كوشارد، المؤسسة الخيرية واستثمار الوقف، ص 20.

2 Michael W. Azlen & Ilan Zermati, Investing Like the Harvard and Yale Endowment Funds, (See; site: file:///C:/Users/Dr%20Sami%20ALSalahat/Downloads/2_investing_11-13-17.pdf), P7.

3 انظر: التقرير المالي عن جامعة هارفرد (يونيو 2018) نقلاً عن الموقع التالي:

finance.harvard.edu/files/fad/files/harvard_annual_report_2018_final.pdf

4 Henry Hansmann, Why Do Universities Have Endowments?, P 14.

5 See: Kate Murtagh, Investing for the Long-Term, (www.hmc.harvard.edu/

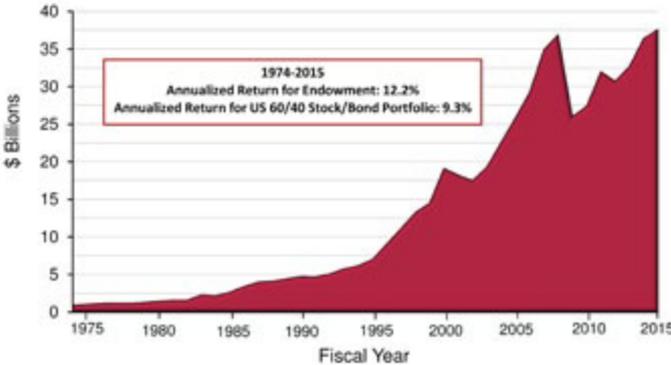
المنهجية تدعمها الأمم المتحدة في الممارسات الاستثمارية.

ويتم التعبير عن هذه المنهجية بـ [ESG]، اختصاراً للعوامل البيئية [Environmental]، والاجتماعية [Social]، بالإضافة للحوكمة [Governance]. ولهذا تعتبر جامعة هارفرد من أغنى المؤسسات التعليمية في العالم، فربيعها يقارب أربعة مليارات دولار أمريكي، ويمكن قياس مؤشرات السلامة المالية لها كما يلي:

أولاً: العائد على الأصول

تبين لنا أن الجامعة تقدم منحا واسعة للميزانية التشغيلية لها؛ إذ تقدر بثلاث الميزانية يتم صرفها من قبل ربع استثمارات أوقاف الجامعة منذ 1974، ولم تتأثر أصولها المالية بهذا الصرف، علماً أن الجامعة عادة ما تصرف 5% من استثمارات الأموال الوقفية لتمويل برامج الجامعة، وتزداد هذه النسبة بصورة تدريجية نظراً لاعتماد الجامعة بصورة واضحة على الأوقاف⁽¹⁾.

إذا دققنا في ذلك نرى أن الأصول الوقفية قد نمت بالتوازي مع المنح التي كانت تقدمها أوقاف الجامعة للأعمال التشغيلية للجامعة، والأبحاث العلمية، في الأعوام [1974 - 2015] كما هو موضح بالشكل التالي⁽²⁾:



وتم اختيار سنة 1974، سنة تأسيس شركة إدارة أوقاف هارفرد، وهذا يعني

Brandon J. Dixon, Harvard's Endowment Returns, Explained, (See site; www.thecrimson.com, September 22, 2017).

1 انظر: التقرير المالي عن جامعة هارفرد (يونيو 2018) نقلاً عن الموقع التالي: finance.harvard.edu/files/fad/files/harvard_annual_report_2018_final.pdf

أن سلامة المؤشر المالي كان صحيحاً وفعالاً، ولعل هذا أحد الأسباب التي جعلت الجامعة متربعة على قائمة أكثر الجامعات الأمريكية أوقافاً حتى عام 2018، وحققت الجامعة ما يمكن أن نسميه بضمان الأداء المستدام.

ولعل أحد أسباب تنامي الربيع من هذه الأصول أنها متنوعة بطريقة شملت كافة المجالات⁽¹⁾، والنسب التي تظهر في هذا الجدول تؤكد هذا المعنى كما ورد في التقرير المالي لعام 2018 لاستثمارات أوقاف جامعة هارفرد⁽²⁾:

Performance		
Asset Class	July 1, 2017 Allocation	HMC Return
Public Equity	31%	14%
Private Equity	16%	21%
Hedge Funds	21%	6%
Real Estate	13%	9%
Natural Resources	6%	(2)%
Bonds/TIPS	8%	1%
Other Real Assets & Private Debt*	2%	(1)%
Cash	3%	0%
Endowment	100%	10%

فالاستثمارات تشمل الأسهم العامة والأسهم الخاصة، وصناديق التحوط أو الاستثمارات البديلة، والعقارات، والمصادر الطبيعية، وغيرها. لقد ركزت سياسة إدارة أوقاف الجامعة على فكرة مهمة في جني الأموال، من خلال "الأرباح، نمو الأرباح، التوسعات المتكررة"⁽³⁾، وهذه ما زاد من أصولها بصورة تدريجية. وللعلم فأحد أشكال زيادة أصول وريع الاستثمار للأوقاف في الجامعة هو توزيعات الأصول الوقفية، وهذا ما زاد الربيع بصورة واضحة في الاستثمارات⁽⁴⁾.

ومع الحرص على الإشادة بدور جامعة هارفرد بزيادة أصولها وأرباحها، وعلى الرغم من أن أوقاف جامعة هارفرد تزيد عن 10 مليار دولار من أوقاف جامعة ييل، إلا أن الأخيرة تفوقت على جامعة هارفرد في العائد على الربيع؛ فقد وصلت نسبة عوائد الاستثمار السنوية 11.3% لعام 2017، مقابل جامعة هارفرد التي بلغت

1 Michael W. Azlen, Investing Like the Harvard and Yale Endowment Funds, P8.

2 انظر: التقرير المالي عن جامعة هارفرد (يونيو 2018) نقلاً عن الموقع التالي: finance.harvard.edu/files/fad/files/harvard_annual_report_2018_final.pdf

3 كوشارد، المؤسسة الخيرية واستثمار الوقف، ص448، قارن:

Kochard, Foundation and Endowment Investing, P249.

4 كوشارد، المؤسسة الخيرية واستثمار الوقف، ص4470، قارن:

Kochard, Foundation and Endowment Investing, P266.

لنفس العام 8.1%، والسبب في هذا أن جامعة ييل تقوم بتخصيص غالبية أصولها للمديرين الخارجيين، وقد اعتمدت جامعة هارفرد هذه السياسة، وقامت بتسريح 230 موظفاً⁽¹⁾.

ثانياً: إدارة المخاطر

تبين لنا أيضاً، من خلال القراءة في التقارير المالية للجامعة للأعوام السابقة، أنها كانت تستثمر، وكانت تتعرض لخسائر واضحة، كما هو الحال في الأعوام السابقة، ومع الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالمؤسسات المالية، (2008 - 2009)، وصولاً للعام 2014، إذ تعرضت استثمارات الأوقاف الجامعية لعدة خسائر واضحة في أصولها وقلة الربح، لا سيما في مجال بيع بعض الأصول الوقفية.

لكن للموضوعية والإنصاف، كانت إدارة الاستثمار للأوقاف قد وضعت لها إطاراً للمخاطر، وبالتشاور مع مجلس الإدارة، فاستطاعت تحقيق مكاسب في ظل مخاطر متوقعة.

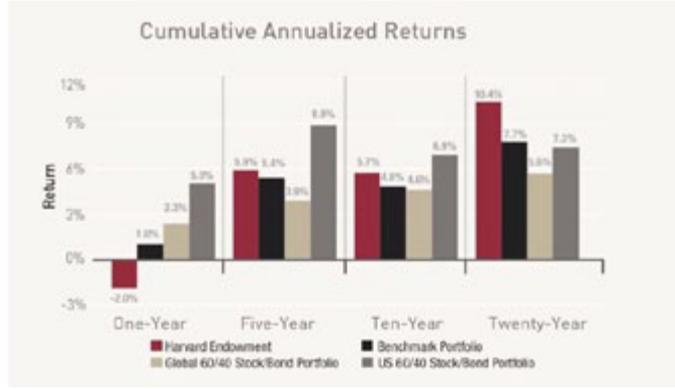
مع هذا حافظت شركة أوقاف جامعة هارفرد على أصولها المالية، واستقر فيها الأمر على أداء مالي متوازن حافظ على استغلال الفرص، وتجنب المخاطر قدر الإمكان، لا سيما في الأعوام 2014، 2015، 2016، 2017.

ويمكن الاستدلال أيضاً بقدرة الجهة الوقفية على تجنب قدر كبير من المخاطر، إذا تم مقارنتها بالمؤسسات المقاربة، أو بسعر السوق كما يقال، فمثلاً انظر إلى أداء وربع جامعة هارفرد عام 2016، إذا قورن بتقلبات السوق الأمريكي، وبمؤشر المرجعية للسوق يتبين أنها استطاعت تجاوز عدد من المخاطر، وسجلت نقاطاً إيجابية كما في المخطط التالي⁽²⁾:

1 Brandon J. Dixon, Yale Endowment Returns Top Harvard, (See site; www.thecrimson.com, (October 12, 2017).

2 نقلاً عن موقع جامعة هارفرد (2016) انظر:

[www.hmc.harvard.edu/docs/Final_Annual_Report_2016.pdf].



بل المتتبع لأداء جامعة هارفرد خلال الأعوام الماضية، يتبين له أنها كانت تجعل معيار ومؤشر المرجعية مدخلاً لقياس الأداء الاستثماري، لا سيما في مجال تجاوز مخاطر السوق، ويتم التعامل مع الأخطار بالتشاور مع مجلس الإدارة كما تؤكد إدارة الاستثمار، ولعل في الشكل التالي ما يؤكد هذا⁽¹⁾:

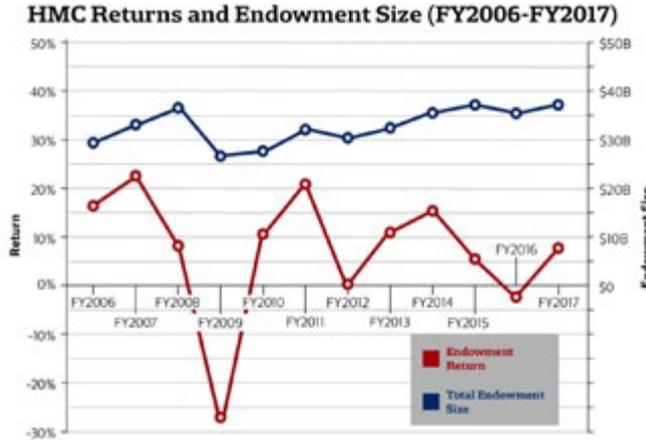


يمكن أيضاً اعتبار أن الجامعة نجحت في التقليل من مخاطر العملات ومن مخاطر خفض التضخم، ولعل هذه السياسة التي اعتمدها الجامعة وهي تبني المخاطر المحتملة خلال الدخول في أي فرص استثمارية. ولقد تعرض وقف الجامعة لخسائر واضحة بعد انهيار الاقتصاد العالمي في عام 2008، علماً أن جامعة هارفرد استحوذت على هبات بلغت قيمتها 11 مليار دولار؛ لكنها خسرت أكثر من ربع قيمتها كما

1 نقلاً عن موقع جامعة هارفرد (2016): انظر:

[www.hmc.harvard.edu/docs/Final_Annual_Report_2016.pdf].

في الصورة التالية⁽¹⁾:



ثالثاً: الموازنة ما بين الصرف والربح

لغرض الموازنة ما بين الصرف والربح، اعتمدت الجامعة على مصادر أخرى كما هو موضح في مصادر إيرادات التشغيل للسنة المالية 2018 لجامعة هارفرد، فتبين أن مصاريف الجامعة تعتمد بصورة أساسية على ربح الأوقاف الجامعية، ولكن هناك موازنة ما بين الصرف وما يتم استثماره، كما هو موضح في الجدول التالي⁽²⁾:

النسب المقدرة للصرف	بيان مصادر الميزانية التشغيلية
35 %	1- إيرادات الأوقاف المتاحة للعمليات
21 %	2- رسوم الطلبة
18 %	3- الرعايات
9 %	4- الهدايا والهبات
17 %	5- ربح آخر

1 Brandon J. Dixon, Harvard's Endowment Returns, Explained, (See Site; Www.Thecrimson.Com, September 22, 2017). and See; Andrew M. Duehren And Daphne C. Thompson, A Guide To Harvard's Endowment, (See Site; Www.Thecrimson.Com, September 23, 2016).

2 نقلاً عن موقع جامعة هارفرد (2016): انظر:

[www.hmc.harvard.edu/docs/Final_Annual_Report_2016.pdf]

علماً أن نفقات الصرف قد زادت بصورة واضحة، فقد ارتفع إجمالي مصروفات التشغيل بنسبة 3 %، أي 5 مليار دولار أمريكي، وزادت مصروفات الرواتب والأجور والبدلات، والتي تمثل حوالي نصف إجمالي نفقات التشغيل للجامعة، بنسبة 2 %، لتتجاوز 2.5 مليار دولار أمريكي، والجدول التالي يكشف هذا بوضوح⁽¹⁾:

النسب المقدرة للصرف	بيان مواضيع الصرف
50 %	1- رواتب الموظفين والأجور والبدلات
36 %	2- نفقات التشغيل مثل الإشغال والخدمات المشتراة واللوازم والمعدات وغيرها
11 %	3- الاستهلاك والمنافع
3 %	4- المنح الطلابية وغيرها

ومنذ عشرات السنوات، لم تقلل المصاريف الصادرة عن ريع الأوقاف الاستثمارية للجامعة عن ثلث الميزانية التشغيلية للجامعة، وهذا يؤكد قدرة الإدارة الاستثمارية للأوقاف في الموازنة ما بين الصرف والريع، وهذا سر نجاح الأداء في المؤسسات الوقفية عموماً، وتوزيع وإدارة الاستثمارات في ظل توزيع ناجح للأصول⁽²⁾.

ولكي تتمكن الجامعة من الموازنة ما بين الصرف والريع، أو بالأحرى من زيادة أصولها وريعها بصورة احترافية، فقد قررت الإدارة المعنية بتطوير أوقاف الجامعة أن تدير ثلث محفظة الوقف، وتفوض شركات خارجية لإدارة الباقي، وقد زادت من هذا التوجه عام 2017، وزادت من الاستعانة بمصادر خارجية في بعض الوظائف.

رابعاً: الإفصاح والشفافية

تلتزم المؤسسات التعليمية التي لها أوقاف بضرورة نشر بياناتها الرسمية أمام الرأي العام⁽³⁾، وتمتاز جامعة هارفارد أنها تخضع بكل تقاريرها المالية للتدقيق الداخلي،

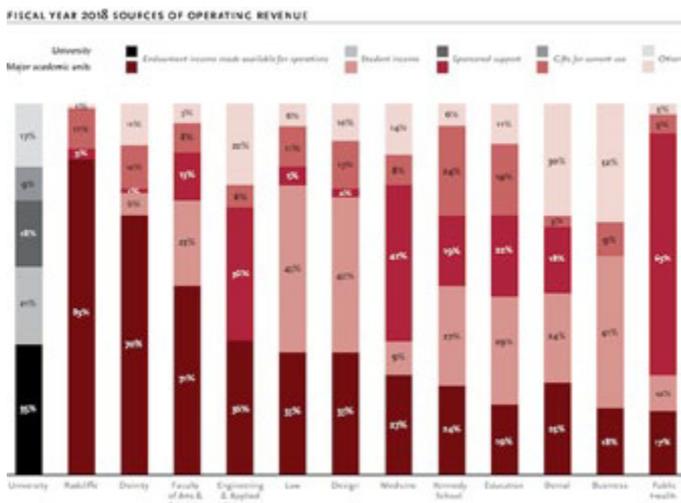
1 المرجع السابق.

2 لورنس كوشارد، المؤسسة الخيرية واستثمار الوقف، ص 417.

3 عبد العزيز طوالة، أثر الأوقاف في تنمية الجامعات الأمريكية، (الرياض، مركز استثمار المستقبل، ط1، 2018)، ص 18.

وكذلك من المراجع المالي المستقل عنها، وهذا يعزز الأداء والقراءة الصحيحة لآليات الاستثمار والتطوير المالي داخل هذه المنظومة، والتي ما تزال تسيطر على المركز الأول كأفضل جامعة تملك أصولاً وقفية مخصصة للتعليم والبحث العلمي.

وعند مراجعة التقارير المالية منذ أعوام التأسيس، يتبين لنا أنها خاضعة بصورة واضحة لكافة الإجراءات المالية، وأن التقسيمات المالية في بنود الصرف والاستثمار كانت خاضعة أيضاً للتدقيق، وهذا ما يشير إليه تقرير المراجع المالي الخارجي المستقل⁽¹⁾؛ إذ يتم تغطية الحسابات بصورة واضحة، والأمر نفسه ينطبق على جهات الصرف، كما هو موضح في جدول الصرف بالجامعة لعام 2018⁽²⁾.



ومن الشفافية أن الجامعة كانت تصرف حوافر إضافية لفريق الاستثمار للأوقاف الجامعية، ضمن مؤشرات أداء كانت مطلوبة من الفريق، ويشكل تقرير الشفافية أحد المرتكزات المالية المهمة للجامعة في كل سنة يخرج معها التقرير المالي. وهذا ما تسعى إليه أي مؤسسة وقفية، من الحفاظ على اسمها وعلامتها التجارية.

لهذا تؤمن جامعة هارفرد بضرورة تطوير واقع الأوقاف في الجامعة، وأنه مدخل لخدمة المجتمع أو المسؤولية الاجتماعية لها تجاه المجتمع، ولهذا يتسابق إليها أصحاب الأموال لتعزيز الأهداف الأكاديمية للجامعة، وهذا ما قاد الجامعة لجعل

1 لورنس كوشارد، المؤسسة الخيرية واستثمار الوقف، ص 239.

2 نقلاً عن موقع جامعة هارفرد (يونيو 2018): انظر:

[finance.harvard.edu/financial-overview].

الأوقاف المورد الاقتصادي الأول لها، علماً أن رسومها عالية، ولكن تعتمد بصورة أساسية على استثمارات الأوقاف كداعم لثلث الميزانية الجامعية على الأقل، وهذا يحقق لها استقلالية تامة في التعاطي مع أي جهة تريد أن تقدم دعماً لها.

وهذا لم يكن لولا سياسة الإفصاح التي تعتمدها في بيان الاختلافات الجوهرية بين الشروط التي بموجبها يمكن للأوقاف والأفراد الاستثمار في الاستثمارات البديلة، وبيان كافة العمولات والرسوم، وتضارب المصالح، ويشمل ذلك أيضاً توضيح كيفية الوصول إلى فرص الاستثمار، وغيرها من تفاصيل العمليات الداخلية.

ولهذا لا يوجد معايير دقيقة لبيان نموذج الوقف في أداء الجامعات الوقفية؛ إلا من خلال إخضاعها كل عملياتها وإجراءاتها للحوكمة والشفافية، وهذا ما يؤكد على قدرة الجامعة على التقدم والتطوير المستمر في الأصول والريع.

لقد لاحظنا أن مجمل المؤسسات الوقفية الرائدة والناجحة في الغرب تمارس أنظمة الحوكمة في أدائها واستثماراتها، وانعكس هذا فعلياً على المؤسسات الوقفية الجامعية، ومنها جامعة هارفرد التي جعلت مفردة الحوكمة قائمة في جميع أعمال الوقف⁽¹⁾.

إن متطلبات الحوكمة في إدارة أوقاف الجامعة واضحة جداً؛ فالهبات المدعومة تلزم جامعة هارفرد بالقواعد والشروط التي يضعها هؤلاء المانحون، وضمن لوائح قانون ماساتشوستس⁽²⁾، وهي أقرب ما تكون لشروط الواقف عند المسلمين، فشرط الواقف كنص الشارع، وليس للجامعة حق في استخدامها دون قيود، وجزء قد لا يتجاوز 16% من الأوقاف دون قيود⁽³⁾، ما يتيح للجامعة حرية التصرف به حسب المصالح التي تراها الشركة الناظرة.

خامساً) كفاءة جهاز الرقابة الداخلية على قياس البيانات المالية

1 كوشارد، المؤسسة الخيرية واستثمار الوقف، ص461، ص476، قارن:

Kochard, Foundation and Endowment Investing, p258.

2 القانون يلزم الجامعات التي تحصل على أي هبات أو أوقاف أن تنقيد بما كما اشترط أصحابها في عقود التبرع، انظر بتوسع القانون ومواده في الموقع التالي

[<https://malegislature.gov>].

3 Andrew m. Duehren and daphne c. Thompson, A Guide to Harvard's Endowment.

بالمراجعة أيضاً للتقارير المالية لجامعة هارفرد خلال الأعوام [2014-انتهاء
بمنتصف عام 2018]، يتبين لنا أن هناك أيضاً كفاءة في جهاز الرقابة على البيانات
المالية، وأنه يمكن قياسها ومعرفة المدخلات والمخرجات بصورة واضحة، دون غموض
أو عدم شفافية ومن خلال المنحى للأصول والربيع معا.

وأتوقع أن الجامعة لم يكن لها أن تصل إلى هذا العمل الهائل من التنظيم
المؤسسي لا سيما في المجال المالي، لولا المراقبة المالية التي شكلت دعماً للبيانات
المالية، ومصداقية في جذب المتبرعين نحو أعمال الجامعة، لا سيما وأن هناك
خصائص للمتبرعين أو الواقفين، لن تبرز ما لم ينظروا بمصداقية للمؤسسة الوقفية.

ولعل من كفاءة جهاز المراقبة أن يلاحظ التنوع في البيانات الاستثمارية،
وقد نجحت الجامعة في تنويع استثماراتها بطريقة تجعل المراقبة عليها ميسرة، فمثلاً
استثمارات أوقاف الجامعة عام 2016، فيها تنوع واضح في الاستثمارات، فلم تضع
البيض كله في سلة واحدة؛ بل شكلت بطريقة تعزز الاستثمار وتقلل المخاطر
المتوقعة، كما هو موضح في الشكل التالي⁽¹⁾:

Fiscal Year 2016	
Asset Class	Strategic Asset Allocation
Domestic Equity	10.5%
Foreign Equity	7.0%
Emerging Market Equity	11.5%
Private Equity	20.0%
Absolute Return	14.0%
Real Estate	14.5%
Natural Resources	10.0%
Domestic Bonds	9.0%
Foreign Bonds	1.0%
Inflation-Linked Bonds	2.0%
High-Yield Bonds	0.5%
Total	100%

1 نقلاً عن موقع جامعة هارفرد (2016): انظر:

[www.hmc.harvard.edu/docs/Final_Annual_Report_2016.pdf].

في التقدير، أن أحد أسباب نجاح استثمارات أوقاف جامعة هارفرد هو قدرتها على تحديد أهداف الاستثمار، فالأهداف كانت واضحة، ولهذا كان هناك ريع متدفق، ووقاية من أخطار محدقة، مع أنها وقعت في خسائر، ولكن لم تؤثر في بنية الاستثمار للجامعة، كما يتحدد هذا من خلال مؤشرات السوق. وهذا يعزز ما يمكن أن نسميه "الموازنة ما بين السلطة والخبرة"⁽¹⁾، فضلاً عن ذلك كانت الأهداف غالباً ما تصب في استثمارات طويلة الأجل لضبط الريع وتجنب المخاطر. ويتوازي مع الرقابة المالية، دور الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على أداء إدارة الاستثمار، وهذا يضمن الأداء الصحيح⁽²⁾.

وهذا ما يجعل النظام القانوني والتشريعات المخصصة للجهات الوقفية مساعدة، فعلى سبيل المثال تعفى المؤسسات التعليمية الوقفية، والتي لها أوقاف من الضرائب المفروضة عليها، كما يعفى الفرد الذي يتبرع للجهات الوقفية من الضرائب ما دام يؤدي تبرعاً مجزياً للجهات الوقفية⁽³⁾، بل يمكن القول إن الحوافز الضريبية للجامعات الوقفية أثرت إيجابياً على نمو أصولها بصورة واضحة⁽⁴⁾.

وهذا يعني أن هذه المؤشرات تعزز تأسيس موارد مالية دائمة، وتحقق الاستقلالية للجهات الوقفية، وتعطي مرونة أكثر لإدارة الاستثمار في التحرك واستغلال الفرص الأكثر فائدة.

لقد نجحت سياسة الاستثمار في جامعة هارفرد لأنها اعتمدت على فلسفة الاستثمار القائمة على القيمة، لأن الواقفين والمستثمرين مع الأوقاف كلهم يبحثون عن القيمة، من خلال قوة التوزيع الجيد للأصول، والمحافظة المنوعة للأصول⁽⁵⁾.

إن تحصيل القيمة لن يكون إلا بالإبداع والابتكار والبحث عن أسواق هامة

1 لورنس كوشارد، المؤسسة الخيرية واستثمار الوقف، ص 244.

2 See: Kate Murtagh, Investing for the Long-Term,

3 عبد العزيز طوله، أثر الأوقاف في تنمية الجامعات الأمريكية، ص 22.

4 Henry Hansmann, Why Do Universities Have Endowments?, P 20 and Michael W. Azlen & Ilan Zermati, Investing Like the Harvard and Yale Endowment Funds, P8.

5 كوشارد، المؤسسة الخيرية واستثمار الوقف، ص 469، قارن:

Kochard, Foundation and Endowment Investing, P265.

للأوقاف، وهذا ما حصل بالضبط للتجربة الغربية في مجال استثمارات الأوقاف، ولعل هذا ما يعزز لنا فكرة الأفكار الاستثمارية المميزة، كالبحث عن الأسواق الناشئة، وتم رصد فرص استثمارية في أسواق اليابان وألمانيا، ورصد حركة نمو السوق في الصين والهند في ظل تدني الأجور العمالية، وتدني مخاطر السوق⁽¹⁾، لهذا نجحت الأوقاف في تنوع أسواقها والاستفادة من الأسواق الناشئة خارج الولايات المتحدة الأمريكية.

تقديري أن تجربة جامعة هارفرد تواجه تحديات مستقبلية من أهمها المنافسة مع مؤسسات وافية أخرى كجامعة ييل وتكساس وستانفورد وبريستون وغيرهم ممن يرغب بالاستفادة من الأصول الوقفية، وإن كان الفارق بين جامعة هارفرد والتي بعدها ما قيمته 10 مليار دولار أمريكي، لكن يظهر لنا المعدل العام أن المرتبة الثانية والتي تحتلها جامعة ييل قد سبقت هارفرد في أن نسبة النمو عندها أعلى من جامعة هارفرد صاحبة المرتبة الأولى.

نتائج وتوصيات

يمكن أن نصل إلى أهم النقاط الختامية لهذا البحث:

- إن الجهات الوقفية هي مؤسسات تحمل في طياتها أصولاً وريعاً مستمراً، فيجب أن يتم مراعاة ذلك بصورة تجعل منها مؤسسات فاعلة وليست مؤسسات مؤقتة.
- اخترنا عدة مؤشرات مالية لها علاقة بمنظور الاستدامة المالية، يمكن تطبيقها على كافة المؤسسات المالية التي ترنو للاستمرار والرقي، ومنها الجهات الوقفية.
- مؤشر العائد على الأصول مهم جداً؛ إذ به يتم تحديد قدرة المؤسسة الوقفية على الاستمرار والبقاء، بل يمكن الكشف عن قدرتها على الدعم بصورة دائمة.
- مؤشر إدارة المخاطر، وإن كان عاماً ويشمل كافة الأبعاد والجوانب المختلفة في المؤسسة الوقفية، إلا أنه مهم للغاية في مجال ضبط القطاع المالي، لأنه

1 كوشارد، المؤسسة الخيرية واستثمار الوقف، ص478، قارن:

Kochard, Foundation and Endowment Investing, P270.

عصب المؤسسة الوقفية.

- نظراً بأهمية البالغة لضرورة الموازنة ما بين الصرف والربح، وأن لا يكون هناك ميل لجانب على آخر؛ إذ هما معيار مهم في القطاع المالي.
- يعتبر الإفصاح والشفافية في البيانات المالية مؤشراً على قدرة الجهة الوقفية على تطوير أدائها بكل شفافية، فلا ضير إن تعرضت لأزمات مالية ما دامت تمارس الحوكمة والسياسات الرشيدة في أدائها المالي بكل شفافية.
- لن تنجح هذه المؤشرات ما لم تكن لدى الجهة الوقفية كفاءة جهاز الرقابة الداخلية على قياس البيانات المالية بكل مهنية واحتراف، فلا يمكن أن يتم التعامل مع هذه المؤشرات بعفوية وارتجالية، بل يجب أن تخضع البيانات المالية لمعايير القياس والمواءمة لتحقيق مخرجات مالية متوقعة.
- عندما نظرنا في التجربة القائمة والناجحة لجامعة هارفرد الأمريكية في مجال الاستثمارات الوقفية والمنح، تبين لنا أنها مؤسسة تعليمية رائدة في العالم، فضلاً على أنها جهة وقفية لقطاع التعليم الجامعي والبحث العلمي، ومع هذا كله، فهي توازن بصورة مهنية في عدة آفاق عمل مهمة.
- تجربة هارفرد ناجحة، لأنها أخذت بعين الاعتبار ممارسة مؤشرات السلامة المالية، وهذا الذي أعطاها استدامة مالية منذ عملها المؤسسي 1974 حتى الآن، وجعلها متربعة على عرش المؤسسات التعليمية كأهم مؤسسة وقفية تملك أكثر الأوقاف التعليمية في العالم.
- من أبرز ما يمكن أن نفهمه من نجاحات جهة وقفية مثل أوقاف جامعة هارفرد اعتمادها سياسة الاستثمار طويل الأجل، الذي يعظم الأصول والربح معاً، وهذا ما يجعلنا نعتبرها مثالا للمؤسسة "التمويل الذاتي".

قائمة المراجع:

- التقرير المالي عن جامعة هارفرد (يونيو 2018)
- التقرير المالي موقع جامعة هارفرد (2016)
- سامي الصلاحيات، الأوقاف بين الأصالة والمعاصرة، (بيروت، الدار العربية للعلوم، ط1، 2014).
- سامي الصلاحيات، حوكمة الأوقاف وإدارة عملياتها الرئيسية، (الرياض، مؤسسة ساعي لتطوير الأوقاف، ط1، 2018).
- عبد العزيز طوالة، أثر الأوقاف في تنمية الجامعات الأمريكية، (الرياض، مركز استثمار المستقبل، ط1، 2018).
- لورنس كوشارد، المؤسسة الخيرية واستثمار الوقف، (الرياض، جامعة الإمام، ط1، 2018).
- مركز استثمار المستقبل، المنح وفق مقاصد الشريعة، (الرياض، بدون تاريخ ورقم طبعة).
- الموسوعة العالمية للعلوم الاجتماعية
- موقع صندوق استثمارات جامعة أكسفورد، [ku.oc.meuo]
- ياسر الشهري، الأنشطة الاتصالية في المؤسسات الخيرية السعودية، (السعودي، المركز الدولي للأبحاث والدراسات، ط1، 2011).
- Andrew M. Duehren And Daphne C. Thompson, A Guide to Harvard's Endowment, (See site; www.thecrimson.com, September 23, 2016).
- Anvar Avlokulov, Return on Assets and Financial Soundness Analysis: Case Study of Grain Industry Companies in Uzbekistan, See (International Journal of Management Science and Business Administration Volume 4, Issue 6, September 2018, Pages 52-56).
- Brandon J. Dixon, Harvard's Endowment Returns, Explained, (See site; www.thecrimson.com, SEPTEMBER 22, 2017).
- Brandon J. Dixon, Yale Endowment Returns Top Harvard,(See

site; www.thecrimson.com, (October 12, 2017).

- finance.harvard.edu/files/fad/files/harvard_annual_report_2018_final.pdf Al Shahrani Saad M, The Impact of Organizational Factors on Financial Performance: Building a Theoretical Model, (International Journal of Management Science and Business Administration Volume 2, Issue 7, June 2016, Pages 51-56 URL: [dx.doi.org/10.18775/ijmsba.1849-5664-5419.2014.27.1005](https://doi.org/10.18775/ijmsba.1849-5664-5419.2014.27.1005) doi: 10.18775 /ijmsba.1849-5664-5419.2014.27.1005).
- finance.harvard.edu/files/fad/files/harvard_annual_report_2018_final.pdf
- Giving USA 2017, See; www.cftompkins.org/wp-content/uploads/2018/04/Giving-USA-Annual-Report-on-Philanthropy-2017.pdf Harvard Financial Report 2016, See, www.hmc.harvard.edu/docs/Final_Annual_Report_2016.pdf].
- Harvard Financial Report 2018, See; Henry Hansmann, Why Do Universities Have Endowments?, (Yale University, Yale Law School, 1990).
- International Monetary Fund, Financial Soundness Indicators : Compilation Guide, (April 4, 2006, See; www.imf.org/external/pubs/ft/fsi/guide/2006/pdf/fsiFT.pdf).
- Janeth N. Isanzua, Impact of Intellectual Capital on Financial Performance of Banks in Tanzania, (Journal of International Business Research and Marketing, Volume 1, Issue 1, November 2015, Pages 16-23).
- Janeth N. Isanzua, Impact of Intellectual Capital on Financial Performance of Banks in Tanzania, (Journal of International Business Research and Marketing, Volume 1, Issue 1, November 2015, Pages 16-23).
- Kate Murtagh, Investing for the Long-Term, (www.hmc.harvard.edu/investment-management/sustainable_investment.html).
- Lawrence Kochard, Foundation and Endowment Investing, (New Jersey, John Wiley & Sons, 2008).
- Michael W. Azlen & Ilan Zermati, Investing Like the Harvard and Yale Endowment Funds, (See; site: Downloads/2_investing_11-13-17).

pdf).

- Molly F. and Others, College and University Endowments: Overview and Tax Policy Options, (Congressional Research Service, www.crs.gov, May 4, 2018).
- Sanjay Meena, Financial Analysis- Ratio Analysis, (sanjaymeena.io/investing/investment_notes_financial_analysis_ratio_analysis). University of Oxford, Financial Statements 2017-2018, (See; www.ox.ac.uk).