

استثمارات رؤوس الأموال الأجنبية في التمويل الأصغر

الموازنة بين العائد الاجتماعي والعائد المالي

فسوق الاستثمارات المسؤولة اجتماعياً سوق ضخمة يبلغ حجم أصولها ما يزيد على 4 تريليونات دولار أمريكي. أما الأسواق الناشئة فلا تُشكّل سوى 5 بلايين دولار أمريكي، ولكنها تشهد نمواً سريعاً. فعالم المستثمرين المسؤولين اجتماعياً يتألف من مستثمرين متنوعين جداً تختلف توقعاتهم، فهم ما بين مستعدّ لقبول عائد أدنى من عائد السوق ومن يسعى للحصول على عائد تنافسي في إطار تفويض اجتماعي. ويجذب المستثمرون المسؤولون اجتماعياً إلى مؤسسات التمويل الأصغر (MFIs) لأنها مؤسسات "مزدوجة النتائج" تسعى لتحقيق أثر اجتماعي إيجابي جنباً إلى جنب مع العائد المالي.

يعتبر اتجاه الاستثمار الجديد هذا ساراً للجهات العاملة في تقديم خدمات التمويل الأصغر. فالتمويل الأصغر يحتاج إلى توسيع سوق رأس المال من أجل تأمين الموارد التمويلية اللازمة لرفع مستوى الانتشار وتقديم الخدمات لأعداد متزايدة من الأشخاص ذوي الدخل المنخفض المُستبعدة من الحصول على الخدمات المالية.

كما بدأ عدد ضئيل من المستثمرين العاديين ممّن ليس لديهم تركيز اجتماعي محدد في الاستثمار في مؤسسات التمويل الأصغر، ولو أن ذلك على نطاق صغير جداً. وهذا يثير سؤالاً له أهميته: هل سيسمح المستثمرون التجاريون على نحو محض المساعدون لتعظيم عائد استثماراتهم للتمويل الأصغر بالحفاظ على الرسالة الاجتماعية التي تقع في صميم نجاحه؟

تستفيد مذكرة المناقشة المركزة هذه من البحوث السابقة في هذا النشاط، التي قامت بها المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء فيما يتعلق باستثمارات رؤوس الأموال حسبما يعرضها إيفاتوري ورايلي - Ivatory and Reille (2004) وإيفاتوري وإبرام - Ivatory and Abrams (2005).

مقدمة يشهد التمويل الأصغر طفرة استثمار غير مسبقة. فقد شهدت السنوات الخمس الماضية زيادات مرموقة في حجم الاستثمارات في التمويل الأصغر على صعيد العالم. فبين العام 2004 والعام 2006، ازداد رصيد استثمارات رؤوس الأموال الأجنبية - شاملة الديون وحقوق الملكية - إلى أكثر من ثلاثة أمثال بحيث وصل إلى 4 بلايين دولار أمريكي.

ويعتبر دخول المستثمرين من القطاع الخاص إلى هذا النشاط أهم تغيير في سوق الاستثمار في التمويل الأصغر. ويدخل إلى هذا السوق لاعبون جدد في كل شهر. وتم في السنوات الثلاث الماضية وحدها إنشاء أربعين صندوقاً متخصصاً في التمويل الأصغر. فالأفراد والمستثمرون المؤسسيون - بما في ذلك بنوك دولية، وبنوك استثمار، وصناديق معاشات تقاعدية، وصناديق من القطاع الخاص للاستثمار في حقوق الملكية - يبحثون جميعاً عن طرق لتوجيه رؤوس أموال إلى مجال التمويل الأصغر، ويجري إدخال أساليب العمل المصرفي الاستثماري من أجل خلق وسائل استثمار بديلة تلقى إعجاب مجموعة واسعة متزايدة من المستثمرين.

يعتبر اتجاه الاستثمار الجديد هذا ساراً للجهات العاملة في تقديم خدمات التمويل الأصغر. فالتمويل الأصغر يحتاج إلى توسيع سوق رأس المال من أجل تأمين الموارد التمويلية اللازمة لرفع مستوى الانتشار وتقديم الخدمات لأعداد متزايدة من الأشخاص ذوي الدخل المنخفض المُستبعدة من الحصول على الخدمات المالية.

ومن المُغري الاعتقاد بأن طفرة الاستثمار هذه تدل على دخول المستثمرين التجاريين العاديين إلى هذا السوق سعياً لتعظيم العائد المُعدّل بما يأخذ المخاطر في الاعتبار. ويفيد عنوان رئيسي في عدد حديث العهد من مجلة الأسبوع الإقتصادي (Business Week) بأن: "صناديق التحوط (hedge funds) وأصحاب رأس المال المُخاطر (venture capitalists) ومستثمرون كبار آخرون يرون احتمالات لتحقيق أرباح ضخمة من القروض الصغرى". ولكن الحقيقة هي أن معظم استثمارات القطاع الخاص في التمويل الأصغر تأتي حتى الآن من مستثمرين لديهم توجه اجتماعي جنباً إلى جنب مع دوافعهم المالية. فالتمويل الأصغر قضية جذابة لشريحة متزايدة من المستثمرين المسؤولين اجتماعياً (SRIs).

أوضاع الاستثمارات الأجنبية في التمويل الأصغر

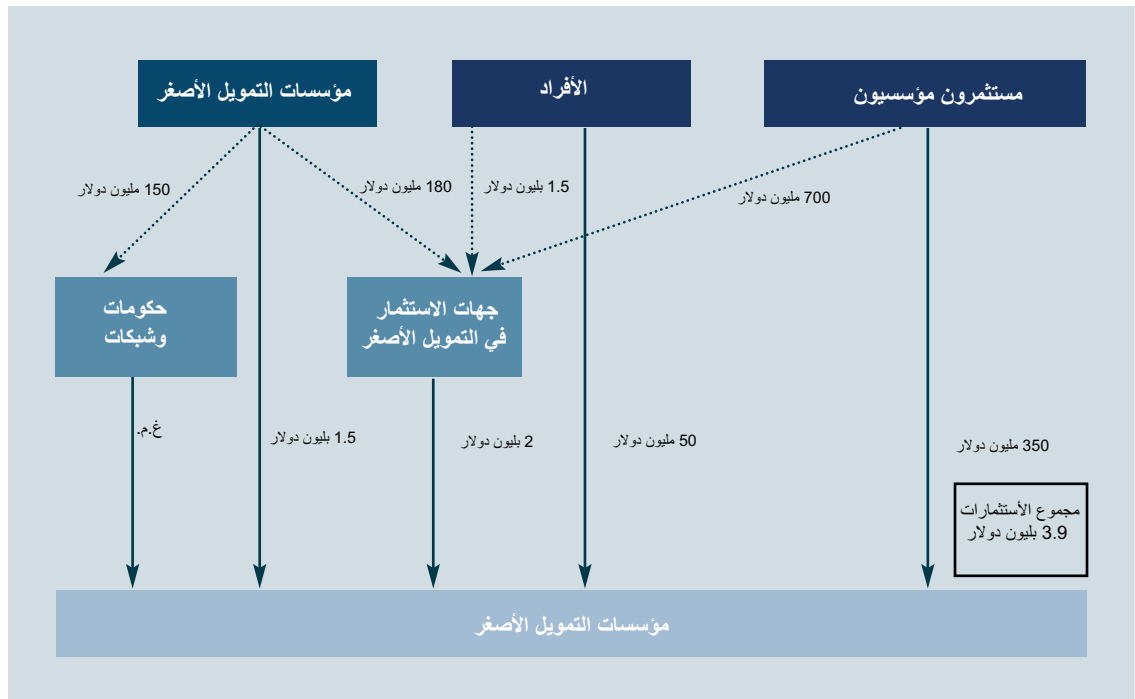
هنالك ثلاث فئات رئيسية من المستثمرين في التمويل الأصغر: المستثمرون الحكوميون المعروفون أيضاً باسم مؤسسات التمويل الإنمائي (DFIs)؛ المستثمرون الأفراد سواء على مستوى التجزئة أو ذوي صافي القيمة العالي؛ والمستثمرون المؤسسيون. أنظر الشكل 1.

- تصف الوضع الجديد حيث الاستثمارات عابرة للحدود وتُدرج عرضاً عاماً عمن يقوم بالاستثمار ولماذا.
- تعرض أول بيانات يتم نشرها عن أداء أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر (MIVs).
- تعرض تحليلاً لآخر التطورات والقضايا التي تواجه أسواق الديون وحقوق الملكية على السواء.
- أخيراً، تقوم باستطلاع كيف أن تدفقات استثمارات القطاع الخاص الداخلة إلى السوق قد تؤثر في التركيز الاجتماعي لتطور التمويل الأصغر.

أسهم رأس المال: من المُبكر الحديث عنها. تشهد الاستثمارات في أسهم رؤوس أموال مؤسسات التمويل الأصغر زيادات كبيرة، كما تزداد قيمة مؤسسات التمويل الأصغر، ولكن من المُبكر تحديد قيمة متوسط صافي عائد صناديق الاستثمار في أسهم رؤوس أموال مؤسسات التمويل الأصغر. المسح الاستقصائي الذي أجرته المجموعة الإستشارية لمساعدة الفقراء، 2006

الدخل الثابت: عائد سوق النقود. يبلغ متوسط صافي عائد صناديق الدخل الثابت مستوى قريباً من مستوى عائد سوق النقود، 5.8% بالدولار الأمريكي و3.2% باليورو. - المسح الاستقصائي الذي أجرته المجموعة الإستشارية لمساعدة الفقراء، 2006

الشكل 1: أوضاع الاستثمار الأجنبي في التمويل الأصغر



المصدر: المسح الاستقصائي الذي أجرته المجموعة الإستشارية لمساعدة الفقراء، 2006.

المستثمرون الحكوميون

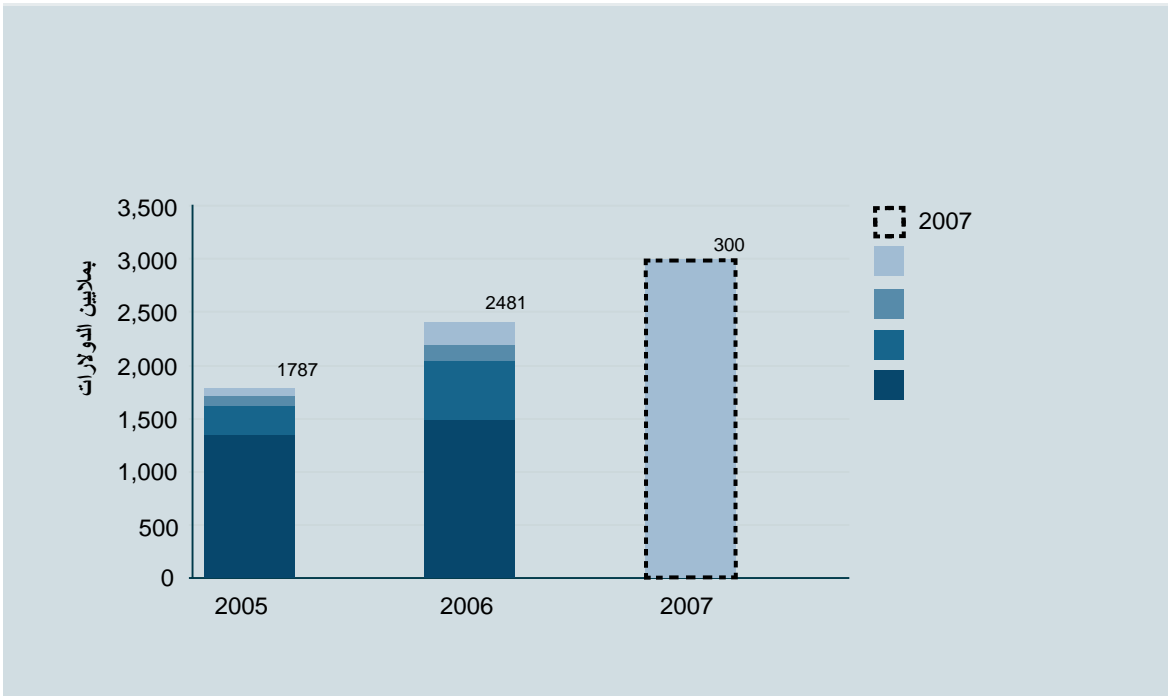
قامت مؤسسات التمويل الإنمائي بزيادة استثماراتها في التمويل الأصغر بأكثر من الضعف في السنتين الماضيتين، من بليون دولار أمريكي في العام 2004 إلى 2.5 بليون دولار حتى نهاية ديسمبر/كانون الأول من العام 2006 (المسح الاستقصائي الذي أجرته المجموعة الإستشارية لمساعدة الفقراء على مؤسسات التمويل الإنمائي 2006). ويبدو أن هذا الاتجاه سوف يستمر. فبين العام 2005 والعام 2006 فقط، ازدادت استثمارات مؤسسات التمويل الإنمائي بنسبة 37 في المائة ومن المتوقع أن تكون فاقت 3 بلايين دولار أمريكي بحلول نهاية العام 2007. وهناك خمس مؤسسات تمويل إنمائي حائزة على 72 في المائة من كافة الاستثمارات المتصلة بالتمويل الإنمائي: بنك التنمية الألماني (29 في المائة)، والبنك الأوروبي للإنشاء والتعمير (13 في المائة)، ومؤسسة التمويل الدولية (12 في المائة)، والوكالة الإسبانية للتعاون الدولي (11 في المائة)، وشركة التمويل الإنمائي الهولندية (Dutch FMO) (7 في المائة). أنظر الشكل 2.

الدور الرسمي لمؤسسات التمويل الإنمائي هو تشجيع استثمارات القطاع الخاص في البلدان النامية. ففي السنوات الأولى من انخراطها في هذا المجال، أسهمت تلك المؤسسات بدور هام كجهات لتمويل كبريات مؤسسات التمويل الأصغر العاملة حالياً. فهي تحمّلت مخاطر مالية حين لم يكن التمويل الأصغر اكتسب صفة القطاع وكان الممولون من القطاع الخاص أقل رغبة بكثير في الانخراط في هذا النشاط. والآن بعد أن أثبتت مؤسسات التمويل الأصغر

تقوم مؤسسات التمويل الإنمائي - وهي أزرع مؤسسات التنمية المملوكة للحكومات وهي تعمل في الاستثمار في القطاع الخاص - بإتاحة ما يزيد على نصف مجموع الاستثمارات الأجنبية في التمويل الأصغر حالياً. وهناك 19 مؤسسة تمويل إنمائي تشمل مؤسسات متعددة الأطراف من بينها: البنك الأوروبي للإنشاء والتعمير (EBRD)، وبنك التنمية للدول الأمريكية (IADB)، ومؤسسة التمويل الدولية (IFC)، ومؤسسات ثنائية من بينها: الوكالة الإسبانية للتعاون الدولي (AECI-ICO)، وبنك التنمية الألماني (KfW)، ومؤسسة الاستثمار في القطاع الخاص ما وراء البحار (OPIC) الأمريكية.

تستثمر مؤسسات التمويل الإنمائي في التمويل الأصغر، وذلك في إطار رسالتها الرسمية لمساندة استدامة تنمية القطاع الخاص في البلدان النامية. وبدأت معظم مؤسسات التمويل الإنمائي بتمويل أنشطة التمويل الأصغر في أواخر تسعينيات القرن العشرين، متابعة للتمويل على هيئة منح من هيئات مانحة للتمويل الأصغر منذ سبعينيات القرن العشرين. وأدخلت مؤسسات التمويل الإنمائي نهجاً أكثر تجارياً إلى هذا النشاط من خلال تقديم قروض شبه تجارية، ومساهمات في حقوق الملكية، وضمانات لمؤسسات التمويل الأصغر القادرة على الإنتشار وتحقيق الربحية اللازمة.

الشكل 2: نمو استثمارات مؤسسات التمويل الإنمائي في التمويل الأصغر منذ العام 2004



المصدر: المسح الاستقصائي الذي أجرته المجموعة الإستشارية لمساعدة الفقراء 2006: محفظة التمويل الأصغر).

1 تشمل مؤسسات التمويل الإنمائي في هذا المسح الاستقصائي فقط الاستثمارات العامة في مؤسسات تمويل إنمائي يديرها القطاع الخاص. وهي لا تشمل الحدود الائتمانية أو المُنح الثنائية أو المتعددة الأطراف للحكومات في البلدان النامية من أجل مشروعات التمويل الأصغر.

وأصبح الآن ممكناً بالنسبة للمزيد من الأفراد الانخراط في الاستثمار في التمويل الأصغر عن طريق شبكة الإنترنت من خلال مبادرات الإقراض من نظير إلى نظير، منها كيفا Kiva. فمبادرة Kiva تسهل لمؤسسات التمويل الأصغر تعبئة رأس مال بدون فوائد لتمويل رأس مال الديون من مستثمرين اجتماعيين عن طريق الإنترنت مباشرة. فالمستثمرون الأعضاء في Kiva يمولون أصحاب المشروعات الصغرى الذين يختارونهم ويتلقون أخباراً منتظمة عن مشروعاتهم. ومنذ انطلاقتها في أكتوبر/تشرين الأول من العام 2005، قامت مؤسسات تمويل أصغر في 30 بلداً بتعبئة ديون من أكثر من 180000 مستثمر اجتماعي فرد، وذلك من خلال موقع الإنترنت Kiva.org.

وأخذت تظهر مؤسسات استثمار أخرى على شبكة الإنترنت، منها: ميكرو بليس MicroPlace وGlobe Funder. فالأولى هي أول مؤسسة سمسة وتعاملات مسجلة لدى لجنة مراقبة عمليات البورصة، وهي مختصة بالأوراق المالية في مجال التمويل الأصغر بالنسبة للمستثمرين الأفراد في الولايات المتحدة. وعلى نقيض Kiva، يقوم هذا الصندوق بإتاحة عائد للمستثمرين من خلاله. فمناذج العمل هذه تستفيد في آن واحد من المشاركة المتزايدة عبر الإنترنت من جماعات اجتماعية ومن رغبة الأفراد المعنيين في تحقيق منافع للغير. كما يخطط بنك Procredit في ألمانيا بتعبئة رأس مال من خلال شبكة الإنترنت من أجل مؤسسات التمويل الأصغر المنتسبة إليه.

المستثمرون المؤسسيون

في السنتين الماضيتين، بدأ المستثمرون المؤسسيون – بما في ذلك بنوك وصناديق معاشات تقاعدية وشركات تأمين دولية – الاهتمام على نحو شديد بالاستثمار في التمويل الأصغر. ويستجيب العديد منهم للطلب الكبير من الأفراد على الاستثمار في هذا القطاع.

أول المستثمرين المؤسسيين في التمويل الأصغر هي البنوك التي عملت في البداية من خلال إداراتها الخيرية. فينك ألمانيا (Deutsche Bank) كان أول بنك تجاري يقوم بإنشاء صندوق من أجل مؤسسات التمويل الأصغر في العام 1998، وذلك من خلال ذراع الخيري Deutsche Bank Americas Foundation. أما اليوم فقد أصبحت الخدمات التي يتم تقديمها لمؤسسات التمويل الأصغر - على هيئة قروض وضمانات ومساعدة فنية - أكثر أشكال انخراط البنوك الدولية انتشاراً في قطاع التمويل الأصغر.

قدرتها المالية على البقاء، غالباً ما نرى المستثمرين من القطاع الخاص راغبين في توفير رأس المال اللازم. أما المستثمرون الحكوميون فلم يكونوا سريعين في الاستجابة لتزايد شهية المستثمرين من القطاع الخاص عن طريق الخروج من أكثر الأسواق التجارية سلامة وقدرة على البقاء وتركها للمستثمرين من القطاع الخاص. بل هنالك تنافس وفي بعض الأحيان تراحم لإخراج المستثمرين من القطاع الخاص من هذا النشاط، وذلك من خلال قيام مؤسسات التمويل الإنمائي بعرض أسعار فائدة أدنى وأجال وشروط مرنة.

المستثمرون الأفراد

المستثمرون الأفراد المدفوعون باعتبارات اجتماعية لتقديم القروض الصغرى "للأفراد" يسهمون بدور هام - ولو أنه غالباً ما لا يتم الاعتراف به - في تمويل أنشطة التمويل الأصغر. وكانت جمعية أويكوكريديت Oikocredit، وهي جمعية تعاونية هولندية أسسها مجلس الكنائس العالمي في العام 1975، أول مؤسسة تقوم بتعبئة الاستثمارات من الأفراد من أجل التمويل الأصغر. ولديها ما يزيد على 27000 عضو من شبكاتها الاجتماعية الدينية. وتشمل صناديق الاستثمار في التمويل الأصغر الأخرى التي تقوم بتعبئة رأس المال من الأفراد مؤسسة كالفيرت Calvert Foundation في الولايات المتحدة، وصناديق استثمار تعاونية مسجلة في أوروبا منها ديكسيا ميكروكريديت Dexia Mi-crocredit، وري يسونسيبيليتي responsAbility، وصندوق تريديوس Tridos Fair Share Fund. وتوجد في أوروبا نسبة تزيد على 80 في المائة من المستثمرين الأفراد في هذه الصناديق، بصورة رئيسية في هولندا وسويسرا وألمانيا.

في السنوات الأخيرة، بدأ أفراد لديهم ثروات كبيرة بالعمل في الاستثمار في التمويل الأصغر كأصحاب أنشطة خيرية مخاطرة. وهم عادة من أصحاب الأعمال الناجحين الأملين في الاستفادة من أموالهم ومهاراتهم التجارية في المساعدة في زيادة انتشار التمويل الأصغر. وتشمل الأمثلة على ذلك: Pierre Omidyar مؤسس شركة eBay للمبيعات من خلال الإنترنت الذي أعطى 100 مليون دولار أمريكي لجامعة Tuft University من أجل خلق صندوق التمويل الأصغر باسم Omidyar-Tuft Microfinance Fund، وبوب باتيللو Bob Patillo وهو صاحب أعمال في مجال العقارات وقام بتأسيس صندوق باسم صندوق غريه غوست Gray Ghost Fund. وقامت مؤسسة غرامين Grameen Foundation بتعبئة التزامات ضمانية فاقت 30 مليون دولار أمريكي من تسعة أفراد أثرياء، ونجحت مباشرة في استقطاب 112 مليون دولار بالعملة المحلية من أجل تمويل مؤسسات التمويل الأصغر.

أما أحدث المستثمرين انجذاباً لمؤسسات التمويل الأصغر عالية معدلات النمو فهم المستثمرون في حقوق الملكية من القطاع الخاص الذين يركزون على الأسواق الناشئة. وقام بعضهم – مثل: سيكويـا Sequoia و Blackstone Group و Carlyle Group و Legatum ومقر الأخيرة هو في دبي – باستثمارات تراوحت ما بين 20 مليون دولار أمريكي و40 مليون دولار أمريكي في مؤسسات تمويل أصغر عالية الربحية في أكثر أسواق التمويل الأصغر تطوراً كالمكسيك والهند. فهؤلاء المستثمرون يركزون على سوق ضيقة مقصورة على مؤسسات تمويل أصغر عالية معدلات النمو قادرة على تحقيق عائد تنافسي في السوق.

الاهتمام الذي أظهرته مجموعات العمل المصرفي العالمية – ومنها: سيتي جروب Citigroup ومورغان ستانلي Morgan Stanley وبنك ألمانيا Deutsche Bank وABN AMRO وسوسيتيه جنرال Societe Gen-erale – والمستثمرون في حقوق الملكية في القطاع الخاص يدل على تزايد مصداقية التمويل الأصغر كمنشآت استثماري جذاب³.

أداء أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر (MIVs)

يتم من خلال مؤسسات وساطة مالية متخصصة توجيه حوالي نصف كافة الاستثمارات في التمويل الأصغر التي يقوم بها كل من: مؤسسات التمويل الإنمائي، والأفراد، والمؤسسات. وتشكل أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر هذه مجموعة متنوعة من المؤسسات من حيث: المنشأ، وقاعدة المستثمرين، والفلسفة، والأدوات، ومعدلات العائد المستهدفة⁴.

ازداد عدد وحجم أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر زيادة هائلة. ويعمل حالياً في هذا المجال أكثر من 80 أداة من هذه الأدوات، وهي تدير شؤون ما قيمته 3 بلايين دولار أمريكي. وتضاعف مستوى استثمارات أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر ما بين العام 2005 والعام 2006، بحيث بلغ بليون دولار أمريكي في العام 2006.

وكان الأفراد والمؤسسات الخيرية أول مساندي أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر وهم مازالوا يشكلون ركيزة تمويلها عند مستوى 50 في المائة. وكانت مؤسسات التمويل الإنمائي من المساهمين الأوائل أيضاً وقامت بدفع عدة أدوات جديدة من بين أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر قُدماً، على سبيل المثال

فقروض البنوك الدولية إلى مؤسسات التمويل الأصغر بلغت حوالي 550 مليون دولار أمريكي في العام 2006 – أي بزيادة بواقع 100 مليون دولار أمريكي مقارنة بالعام 2005 (ING 2006).

أسهمت البنوك الدولية بدور هام في إدخال أساليب التمويل العادية إلى مؤسسات التمويل الأصغر. ففي العام 2005، أنشأ بنك سيتي جروب Citigroup مجموعة تمويل أصغر حفزت الابتكار المالي بالنسبة للتمويل بعملة محلية. فعلى سبيل المثال، قام بالترتيب أول طرح قام به القطاع الخاص لسند تمويل أصغر بشأن ميبانكو Mibanco في بيرو وأول سند بعملة محلية من فئة استثمار بشأن مؤسسات التمويل الأصغر مع كومبارتاموس Comartamos في المكسيك. كما قام بترتيب والاستثمار في أول توريق بشأن براك BRAC في بنغلاديش مع تنظيم أول قرض حلقي (loan syndication) بشأن بنك بروكريدت ProCredit في رومانيا. ويعتبر بنك سيتي جروب Citigroup هو البنك الذي يقوم بالعمل المصرفي مع عدد من صناديق التمويل الأصغر التي تقوم بتقديم خدمات التحوط والوكالة بشأن النقد الأجنبي.

أما بنوك الاستثمار العالمية الكبيرة فهي تشكل الموجة الثانية من المستثمرين المؤسسين. فهي تعرض العمل المصرفي لمؤسسات التمويل الأصغر وخدمات توزيع الموارد التمويلية وتعمل كوسطاء بين جهات إصدار الأوراق المالية والجهات العاملة في الاستثمار. فبنك كريديت سويسسي Credit Suisse على سبيل المثال يقوم بتوزيع صندوق ريسونسيبيليتي العالمي للتمويل الأصغر responsAbility Global Microfinance Fund. كما قام بنك مورغان ستانلي Morgan Stanley بترتيب وتوزيع طروحات سندات قروض بلو أور تشارد للتنمية Blue Or - I chard BOLD I وسندات قروض بلو أور تشارد للتنمية Blue II Or - I chard BOLD II وهو يقوم الآن بإنشاء وحدة عمل ستقوم بتقديم مجموعة كاملة من خدمات العمل المصرفي الاستثماري للمؤسسات والجهات العاملة في قطاع التمويل الأصغر.

كما بدأت شركات التأمين وصناديق معاشات التقاعد العالمية النظر في الاستثمار في التمويل الأصغر في إطار محافظتها من الاستثمارات المسؤولة اجتماعياً. أما الصناديق المسؤولة اجتماعياً التي تديرها شركات تأمين – منها مورلي Morely في المملكة المتحدة وأكسا AXA في فرنسا – فقد قامت باستثمارات صغيرة في التمويل الأصغر. وبعض صناديق المعاشات التقاعدية الكبيرة، مثل TIAA-CREF في الولايات المتحدة، خصصت مبلغاً أكبر (في حدود 100 مليون دولار أمريكي) للتمويل الأصغر².

2 قام صندوق معاشات التقاعد TIAA-CREF بخلق برنامج الاستثمار العالمي في التمويل الأصغر بمبلغ 100 مليون دولار أمريكي ضمن مخصصاته للاستثمار المسؤول اجتماعياً؛ وكان أول استثمار له هو حصة خاصة بلغت قيمتها 43 مليون دولار في حقوق ملكية بروكريدت القابضة ProCredit Holding AG.
3 كما تدخل البنوك المحلية بجرأة إلى قطاع التمويل الأصغر. فهناك أكثر من 300 من البنوك المحلية مفتوحة للتخصص تقوم بتقديم القروض والخدمات المصرفية لمؤسسات التمويل الأصغر الحالية أو بتقديم خدمات التمويل الأصغر لمتعاملين منخفضي الدخل.
4 غالبية أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر هي شركات من القطاع الخاص (69 في المائة)، تليها منظمات/مؤسسات غير هادفة للربح/غير حكومية (15 في المائة)، وتعاونيات (8 في المائة)؛ أما نسبة 8 في المائة المتبقية فهي ليست جهة قانونية مستقلة (المسح الإحصائي لأدوات الاستثمار في التمويل الأصغر 2005).

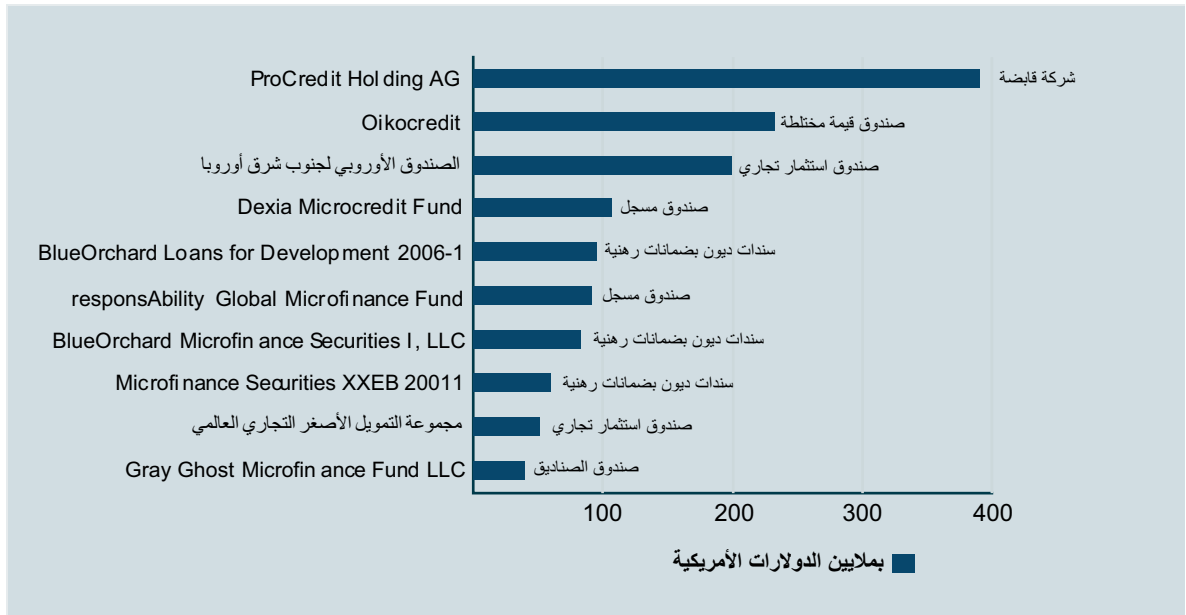
الأصغر responsibility Global Microfinance Fund، وأدوات التمويل المنظم (يلي وصفها لاحقاً). لم يكن حتى الآن معروفاً إلا القليل عن أداء أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر. ولكن في العام 2007، قامت المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء باستقصاء للأسواق كخطوة أولى باتجاه تحسين شفافية أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر، وساندها فيه شركة Symbiotics (وهي شركة بحوث واستشارات مقرها في سويسرا).⁵ وشاركت أربعون من كبريات أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر تشكل 86 في المائة من مجموع استثمارات هذا النشاط في المسح الاستقصائي الذي قامت به المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء، وذلك عن طريق مشاطرة (على أساس من الطوعية والکتمان) البيانات عن أدائها وبياناتها المالية الخاضعة للمراجعة عن السنة المالية المنتهية في آخر ديسمبر/كانون الأول 2006.⁶

لتسهيل مقارنة النتائج على نحو مفيد، قسّمت المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر إلى ست فئات أو "مجموعات نظراء" استناداً إلى: نموذج عملها، وتوجهها التجاري، وأدائها المالية. وتشارك كافة أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر في بعض من التوجه الاجتماعي والإنمائي.

صندوق الاستثمار في حقوق الملكية المعروف باسم بروفند ProFund. غير أن حصتها من تمويل أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر هبطت من 36 في المائة في العام 2005 إلى 30 في المائة في العام 2006. علماً بأن المستثمرين المؤسسيين يلحقون سريعاً بهذا المستوى، فقد قاموا بمضاعفة حصتهم من الاستثمارات في السنتين الماضيتين بحيث وصلت إلى 20 في المائة.

تشكّل أكبر 10 من بين أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر نسبة 67 في المائة من مجموع استثمارات تلك الأدوات (أنظر الشكل 3). وتتألف كبريات أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر من خليط من أنواع هذه الأدوات. فالشركة القابضة الألمانية بروكريدت ProCredit التي تستثمر في بنوك التمويل الأصغر الجديدة "العاملة في مجالات جديدة" تعتبر حالياً أكبر أداة من بين أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر، تليها أويكوكريدت Oikocredit. أما الصندوق الأوروبي لجنوب شرق أوروبا EFSE الذي أقامته جهات استثمار حكومية للاستثمار في أوروبا الشرقية فقد نما بسرعة فائقة ليصبح ثالث أكبر أداة من أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر. غير أن الصناديق الأكثر توجهاً تجارياً أصبحت متزايدة الأهمية، من بينها: صندوق ديكسيا للفروض الصغرى Dexia Microcredit Fund وصندوق ريسونسيبيليتي العالمي للتمويل

الشكل 3: أكبر 10 من بين أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر



المصدر: المسح الاستقصائي لأدوات الاستثمار في التمويل الأصغر، 2006.

5 استندت هذه البحوث التي تم إجراؤها في العام 2007 إلى الإرشادات الخاصة بالكشف عن المعلومات بشأن أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر، وهي إطار للكشف عن المعلومات خاص بهذا النشاط ومبني على الممارسات الجيدة فيما يتعلق برفع التقارير عن الاستثمارات.

6 تمت إعادة سزية هذه المعلومات وفقاً للإرشادات بشأن الإفصاح عن المعلومات التي أصدرتها المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء، والتي تنص على إطار موحد بشأن رفع التقارير.

أما مجموعات النظراء فهي التالية:

1. **صناديق الاستثمار التعاونية المسجلة** تتوجه بصورة رئيسية إلى المستثمرين الأفراد وتسعى لتحقيق عائد قريب من العائد في سوق النقاد بصورة رئيسية من استثمارات ذات دخل ثابت
 2. **صناديق استثمار تجارية ذات دخل ثابت** تتوجه إلى المستثمرين المؤسسيين من القطاع العام والقطاع الخاص وتسعى لتحقيق عائد قريب من العائد في السوق
 3. **جهات التمويل المنظم** التي تطرح للمستثمرين في التمويل الأصغر مجموعة من الأوراق المالية التي تضمنها أصول مع أوضاع مخاطر وعائد مختلفة
 4. **صناديق مختلطة القيمة** تعرض عائد أدنى من العائد السائد في السوق على المستثمرين ذوي التركيز الاجتماعي وتتيح لمؤسسات التمويل الأصغر مزيجاً من التمويل على شكل ديون حقوق ملكية
 5. **شركات قابضة لبنوك تمويل أصغر** تقوم بصورة رئيسية بتقديم تمويل حقوق ملكية ومساعدة فنية لبنوك التمويل الأصغر المزمع إنشاؤها
 6. **صناديق القطاع الخاص لحقوق الملكية** وهي تسعى لتحقيق عائد مساو لما في السوق
- (أنظر الجدول 1 وقائمة أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر المدرجة في الملحق 2)

الجدول 1: مجموعات نظراء أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر*

اكتتابات في أسهم رأس مال		مختلطة	دخل ثابت			
صناديق قطاع خاص لحقوق الملكية	شركات قابضة	صناديق مختلطة القيمة	أدوات التمويل المنظم	صناديق استثمار تجارية	صناديق استثمار تعاونية مسجلة	
6	4	7	4	5	6	عدد الصناديق التي شملها المسح
84	62	146	279	437	391	مجموع الأصول (بملايين الدولارات)
70	44	111	268	280	293	مجموع الاستثمارات في التمويل الأصغر (بملايين الدولارات)
%76	%93	%28	%0	%1	%6	صافي الأصول كنسبة مئوية من محفظة التمويل الأصغر
%24	%7	%67	%100	%93	%93	الديون كنسبة مئوية من محفظة التمويل الأصغر
14	15.5	21	69.7	87.2	65.1	متوسط حجم الصندوق (بملايين الدولارات)
غير متاح	غير متاح	%1.5	%5.3 (AA)	%4.8 (euro)	%5.80	العائد بالدولار الأمريكي
%4.1	%8.4	%6.1	%1.3	%2.0	%2.7	متوسط مجموع نسبة المصروفات**

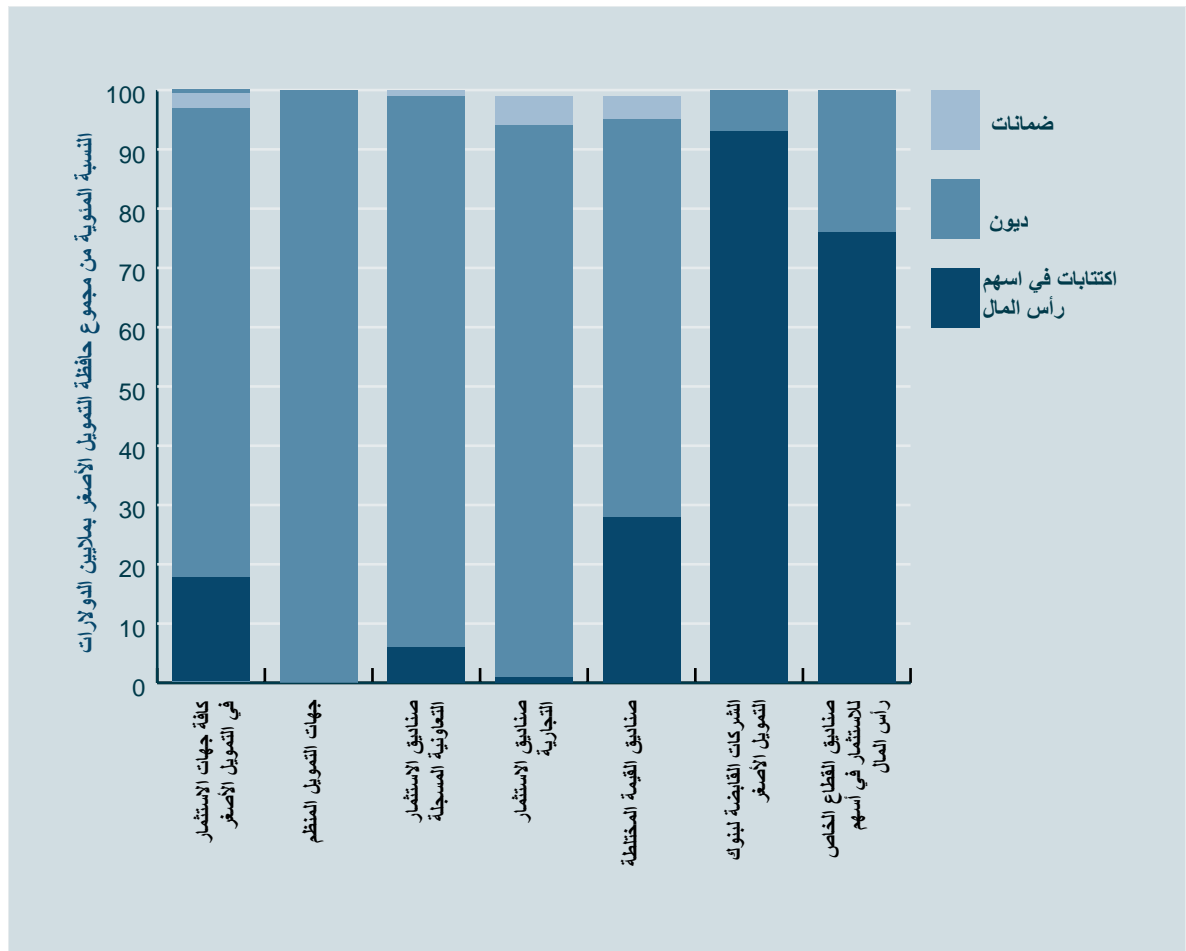
* أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر الثمان التالية لم يمكن تصنيفها - وهي تشمل واحدة من مجموعات النظراء الست - نتيجة لكل من: الافتقار إلى البيانات عنها، ونموذج عملها، أو لأغراض سجل عملها الثابت، وهي: أويكوكريديت Oikocredit، ومؤسسة كالفيرت للإستثمار الاجتماعي Calvert Social Investment Foundation، وFinethic Microfinance SCA SICAR، وresponsAbility SICAV، وMicrofinance Leaders Fund وGray Ghost Microfinance Fund LLC وUnitus وبروكريديت الفليضة ProCredit Holding وBBA Codespa Microfinanzas.

**متوسط مجموع نسبة المصروفات يشمل أتعاب المديرين والرسوم الإدارية وتكاليف الحراسة المصدر: مشروع العلامات الإرشادية لأدوات الاستثمار في التمويل الأصغر - المجموعة الإستشارية

النقود - 5.8 في المائة بالدولار الأمريكي أو 3.2 في المائة باليورو في العام 2006 - ومسموح لهم عادة استرداد قيمة استثماراتهم على أساس شهري. وتستثمر هذه الصناديق في الديون الممتازة⁹ لمؤسسات التمويل الأصغر، ولكن يجوز أن تكون لها استثمارات كبيرة في أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر الأخرى. وتتقيد هذه المجموعة بلوائح تنظيمية صارمة بشأن الإفصاح عن المعلومات وتضع أكثر التقارير الموحدة إمكانية تعويل عليها بين أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر. وتعتبر بلو أورشارد Blue Orchard وريسونسيبيليتي responsibility في صدارة شركات إدارة الصناديق في هذه المجموعة.

صناديق الاستثمار التعاونية المسجلة ذات الدخل الثابت. هذه الصناديق مسجلة في دولتين (لكسمبورغ وهولندا) لديهما نظام ضرائب جذاب وتشريعات محببة لصناديق الاستثمار التعاونية بشأن الأوراق المالية غير المدرجة في البورصة⁷. فأدوات الاستثمار في التمويل الأصغر المصنفة في هذه الفئة كبيرة (متوسط أصول كل منها يبلغ 65 مليون دولار أمريكي) وسريعة النمو، وبعض الصناديق يتضاعف حجمه كل سنة. وهي موزعة من خلال شبكات بنوك منها كريديت سويسسي Credit Suisse أو ديكسيا Dexia وهي تُعرض على حد سواء على المستثمرين المؤسسيين والأفراد على أساس توظيفات خاصة⁸. ويتلقى المستثمرون عائداً قريباً من عائد سوق

الشكل 4: توزع الأصول حسب الأدوات



7 التشريع الأوروبي المتعلق بالاضطلاع بالاستثمارات التعاونية (UCI) يسمح لصناديق الاستثمار التعاونية أن يتم استثمارها في الأوراق المالية غير المدرجة في البورصة وغير المعطاة تقييماً/تصنيفاً.
8 صناديق الاستثمار التعاونية المسجلة في لكسمبورغ مجاز لها البيع إلى الجمهور فقط. أما صندوق غلوبال ريسونسيبيليتي Global RespnAbility فتجيز له هيئة الاسواق السويسرية أن يبيع للجمهور في سويسرا.

9 الدين الممتاز هو الدين الذي له الأولوية في السداد قبل أصناف الديون الأخرى.

أدوات التمويل المنظمة. تعتبر أدوات التمويل المنظمة من بين أحدث أشكال التمويل في قطاع التمويل الأصغر. فمعظم أدوات التمويل المنظم تقوم بتجميع وإعادة تشكيل أصول قروض التمويل الأصغر على هيئة أوراق مالية قابلة للتسويق. وغالبية هذه الأدوات هي سندات ديون بضمانات رهنية (CDOs).¹¹ وجرى تنظيم أول صناديق سندات ديون بضمانات رهنية¹² - سندات بلو أورشارد للتمويل الأصغر I Blue Orchard Microfinance Securities I (BOMS) - في الفترة 2005-2004 حين قامت بتنظيمه بلو أورشارد Blue Orchard في شراكة مع مؤسسة الاستثمار في القطاع الخاص ما وراء البحار (OPIC) وشركة أسواق بلدان العالم النامية (شركة أمريكية خاصة أقامها المهنيون المختصون بالعمل المصرفي في الأسواق الناشئة). وتلقت 14 مؤسسة تمويل أصغر قروضاً لأجل مدتها سبع سنوات، كما عُرضت على المستثمرين خمس مراتب مخاطر لأجل مماثلة¹³. ومنذ ذلك الحين، تم تنظيم سبعة سندات ديون بضمانات رهنية وجرى إصدار أوراق مالية بشأن التمويل الأصغر بلغت قيمتها ما يزيد على 525 مليون دولار أمريكي (انظر الملحق 2 للاطلاع على التفاصيل).

أدوات التمويل المنظم

متوسط حجم الأصول: 70 مليون دولار أمريكي
متوسط العمر: 0.8 سنة
متوسط حجم التعاملات: 4.1 مليون دولار أمريكي
الأدوات الرئيسية: 100% ديون
التركيز الجغرافي: 93% في منطقتي أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي وأوروبا الشرقية وآسيا الوسطى
المساهمون الرئيسيون: 61% مستثمرون مؤسسيون، 27% مؤسسات تمويل إنمائي

شاركت أربعة صناديق سندات ديون بضمانات رهنية في المسح الاستقصائي الذي قامت به المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء. ويتم استثمار هذه الأدوات في كبريات مؤسسات التمويل الأصغر في منطقتين فقط - أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي (LAC) وأوروبا الشرقية وآسيا الوسطى (ECA). وتتيح هذه المجموعة قروضاً كبيرة (ثلاثة أمثال متوسط قروض أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر) لمؤسسات التمويل الأصغر مع أجل استحقاق طويلة (مثل ونصف متوسط أجل استحقاق القروض من أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر).

نسبة مجموع المصروفات منخفضة نسبياً بالمقارنة مع مجموع المصروفات في الصناديق الأخرى (النصف) لأن التعاملات كبيرة والمحفظة ليست تُدار على نحو نشط. ولكن إنشاء صناديق سندات الديون بضمانات رهنية باهظ

صناديق الاستثمار التعاوني المسجلة

متوسط حجم الأصول: 65 مليون دولار أمريكي
متوسط العمر: 4 سنوات
متوسط حجم التعاملات: مليون دولار أمريكي
الأدوات الرئيسية: 93% ديون
التركيز الجغرافي: 77% في منطقتي أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي وأوروبا الشرقية وآسيا الوسطى
المساهمون الرئيسيون: 59% أفراد، 32% مستثمرون مؤسسيون

صناديق استثمار تجارية ذات دخل ثابت. تتألف هذه المجموعة من صناديق ذات توجه تجاري تقوم بتقديم ديون ممتازة لمؤسسات التمويل الأصغر ذات معدلات النمو العالية. ويشترك فيها عادة مستثمرون أفراد من الذين صافي أصولهم عالٍ ومستثمرون مؤسسيون، وهي ليست خاضعة للوائح تنظيمية وإشراف من هيئات أسواق رأس المال.¹⁰ وهي تشمل في أن واحد صناديق ديون مثل ميكروفيست Microvest في الولايات المتحدة وصناديق منظمة مثل التجمع العالمي للتمويل الأصغر Global Microfinance Consortium. وهذه المجموعة هي الأعلى نسبة ديون لصافي الأصول حيث تبلغ نسبة المديونية الخارجية 30 في المائة من أصولها. فأدوات الاستثمار في التمويل الأصغر الواقعة في هذه المجموعة تميل إلى القيام باستثمارات كبيرة (ثلاثة أمثال متوسط استثمارات صناديق الاستثمار التعاوني) ولذا فإن نسبة تكاليف العمليات منخفضة نسبياً نتيجة لذلك. ويبلغ متوسط صافي العائد بالبيورو بالنسبة لهذه المجموعة 4.8 في المائة - أعلى من صافي العائد بالنسبة لصناديق الاستثمار التعاونية - ولو أن سجلها في ميدان العمل مازال قصيراً جداً (أقل من سنتين) ولا يتيح المجال لمقارنات ذات مغزى.

الصناديق التجارية ذات الدخل الثابت

متوسط حجم الأصول: 87 مليون دولار أمريكي
متوسط العمر: 1.4 سنة
متوسط حجم التعاملات: 2.5 مليون دولار أمريكي
الأدوات الرئيسية: 93% ديون
التركيز الجغرافي: 96% في منطقتي أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي وأوروبا الشرقية وآسيا الوسطى
المساهمون الرئيسيون: 48% أفراد ومؤسسات عمل خيري و 44% مستثمرون مؤسسيون

10 باستثناء الصندوق الأوروبي لجنوب شرق أوروبا (EFSE) المسجل تحت اسم SICAV ويخضع للوائح تنظيمية من هيئة الإشراف على القطاع المالي (CSSF) وهيئة أسواق لكسمبورغ.
11 سندات الديون بضمانات رهنية بشأن التمويل الأصغر (معروفة أيضاً باسم التزامات قروض مضمونة برهنات) هي صناديق تقوم بتجميع وإعادة تشكيل القروض لمؤسسات التمويل الأصغر وينقسم مخاطر الائتمان بين شرائح مختلفة وفقاً للمخاطر النسبية والعائد النسبي: شرائح ممتازة، شرائح وسيطة، وشرائح حقوق ملكية. وتتبع وقائع السداد للمستثمرين هيكلية "الشلال". ويتم الدفع لحاملي الشرائح الممتازة يليهم حاملي الشرائح الوسيطة، وبعد ذلك الشرائح من المرتبة الثانية. وهكذا نجد حاملي السندات الممتازة يتلقون أدنى عائد بما يجسد ارتفاع التأكد من تلقي مبالغ السداد. أما المستثمرون في حقوق الملكية فلا يتم الدفع لهم إلا في تاريخ الاستحقاق إذا كان هنالك نقد باقٍ بعد الدفع لكافة المستثمرين الآخرين. وتقوم سندات الديون بضمانات رهنية بوظيفة أدوات التمويل الهامة بالنسبة لاستثمارات المحافظ في أصول ذات مخاطر ائتمانية ودخل ثابت.
12 كان صندوق الاستثمار المعروف باسم Latin American Challenge Investment Fund الذي أنشئ في العام 1999 أول صندوق تمويل أصغر منظم يقوم بتأحية "شرائح مخاطر" للمستثمرين بيهيكلية الشلال.
13 واحدة ممتازة، وثلاث مراتب تالية، ومرتبة واحدة حقوق الملكية.

صناديق الاستثمار مختلطة القيمة

متوسط حجم التعاملات: 20.8 مليون دولار أمريكي
متوسط العمر: 10.4 سنة
متوسط حجم التعاملات: 0.6 مليون دولار أمريكي
الأدوات الرئيسية: 67% ديون
التركيز الجغرافي: 39% أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي، و26% أفريقيا جنوب الصحراء، و17% آسيا
المساهمون الرئيسيون: 85% أفراد ومؤسسات خيرية

تمويل أصغر جديدة تحاكي النموذج الناجح الذي قامت بتطويره شركة بروكريدبت القابضة ProCredit Holding. باستثناء هذه الشركة، فإن سجل عمل الشركات القابضة من هذا النوع قصير جداً ولا يسمح بتقييم أدائها. وتتلقى الشركات القابضة أكبر نسبة من استثمارات القطاع العام وتستفيد من دعومات مالية إضافية من الموازنات العامة من خلال المساعدات الفنية التي تساندها مؤسسات التمويل الإنمائي. وتقوم هذه المجموعة على نحو فعال بمهمة ذراع الاستثمار الخاص بمؤسسات التمويل الإنمائي التي جرى إنشاؤها لخلق مؤسسات تمويل أصغر جديدة في الأسواق التي لا تتلقى ما يكفي من هذا النوع من الخدمات. وهما معاً تزمعان إنشاء أكثر من 25 بنك تمويل أصغر في أسواق جديدة ليس فيها هذا النوع من البنوك، من بينها: الكونغو واليمن والجزائر. ولهذه المجموعة أعلى حصة من الاستثمار في أفريقيا جنوب الصحراء الكبرى (31 في المائة).

الشركات القابضة

متوسط حجم الأصول: 15.5 مليون دولار أمريكي
متوسط العمر: 2.3 سنة
متوسط حجم التعاملات: 1.8 مليون دولار أمريكي
الأدوات الرئيسية: 93% حقوق ملكية
التركيز الجغرافي: 48% في أوروبا الشرقية وآسيا الوسطى و31% في أفريقيا جنوب الصحراء الكبرى
المساهمون الرئيسيون: 63% مؤسسات تمويل إنمائي، 30% مستثمرون مؤسسون

صناديق حقوق الملكية. تضم هذه المجموعة شركات حقوق الملكية وشركات رأس المال المخاطر التي تقوم بتقديم خليط من حقوق الملكية والديون القابلة للتحويل إلى مؤسسات التمويل الأصغر ذات معدلات النمو العالية في الأسواق

التكلفة وينطوي على إجراءات عناية واجبة باهظة التكلفة ورسوم قانونية باهظة أيضاً ليست دائماً مُدرجة بالتكلفة التامة.

نظراً لدرجة ترتيبها الائتماني وجودة تغطيتها لمخاطر العجز عن السداد، تتيح الشرائح الممتازة من أدوات التمويل أكثر فرص الاستثمار سلامة بالنسبة للمستثمرين التجاريين. فشريحتا BOLD 2 الممتازتان على سبيل المثال أعطتهما شركة Standard & Poor's درجة ترتيب هي AA وBBB ويجري عرضها على المستثمرين من القطاع الخاص بفرق سعر يبلغ 40 نقطة أساس و95 نقطة أساس على التوالي.

حتى الآن، المستثمرون من القطاع العام وأدوات الاستثمار في التمويل الأصغر هم الذين يشتررون الشرائح من المرتبة الثانية وشرائح حقوق الملكية¹⁴. وتعتبر الشرائح من المرتبة الثانية فرص استثمار جذابة للمستثمرين من ذوي المعرفة، وبلغ متوسط عائدها بالدولار الأمريكي حوالي 8 في المائة في العام 2006.

الصناديق مختلطة القيمة ذات الدخل الثابت وحقوق الملكية. تشمل الصناديق مختلطة القيمة ذات الدخل الثابت وحقوق الملكية صناديق أُنشئت قبل مدة طويلة مثل Triodos Doen Foundation وصناديق أحدث عهداً مثل Micro-Credit Enterprises. وتعتبر الصناديق مختلطة القيمة الأكثر مدفوعة باعتبارها المهام الاجتماعية وهي تتيح خليطاً من عائد اجتماعي وعائد مالي، علماً بأن العائد المالي المستهدف بالنسبة لها هو عادة أدنى من العائد في الأسواق. ويبلغ متوسط عائدها 1.5 في المائة. وتأتيها نسبة خمسة وثمانون في المائة من الاستثمارات من: أفراد، ومؤسسات خيرية، أو منظمات غير حكومية. ولدى أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر هذه استثمارات كبيرة في المناطق التي لا تتلقى خدمات كافية كإفريقيا وشرق آسيا، وتميل إلى الاستثمار في مؤسسات التمويل الأصغر الصغيرة والمتوسطة الحجم. وليس من المستغرب أن هذه الفئة لديها أعلى نسبة مجموع مصروفات بالنسبة لصناديق الديون، وهذا ما يفسره صغر متوسط حجم التعاملات (ثلث متوسط تعاملات أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر) وارتفاع تكلفة إجراءات العناية الواجبة والإجراءات القانونية بشأن تلك التعاملات الصغيرة.

الشركات القابضة لبنوك تمويل أصغر. تضم المجموعة شركات قابضة لبنوك تمويل أصغر قامت بإنشائها شركات استثمارية بشأن التمويل الأصغر ومؤسسات تمويل إنمائي. وهي تقوم بتوفير تمويل حقوق ملكية في بنوك

14 أدوات التمويل المنظم هي المجموعة التي تتلقى أكبر مبالغ التمويل من أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر الأخرى.

15 شركة بروكريدبت القابضة ProCredit Holding هي شركة قابضة لبنوك تمويل أصغر، وهي لم تشارك في المسح الاستقصائي الذي قامت به المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء.

16 ليست مشمولة في نتائج مجموعة النظراء.

فلاستثمار ثابت الدخل – إتاحة أدوات مستندة إلى الديون – هو حتى الآن ركيزة الاستثمار في التمويل الأصغر. وتشكّل الديون 78 في المائة من كافة استثمارات أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر. وفي العام 2006 وحده، قام مستثمرون أجانب بتقديم قروض بلغ مجموعها بليون دولار أمريكي. ولكن مجموعات مؤسسات التمويل الأصغر الساعية للحصول على تمويل تجاري للديون والقادرة على الوفاء بمدفوعات خدمة تلك القروض صغيرة نسبياً، ويتركز معظم الديون في أكبر 150 مؤسسة تمويل أصغر.

تبدو آفاق الاستثمارات ذات الدخل الثابت أقل حفوفاً بتباشير الخير مما كانت قبل بضع سنوات. فقد ازدادت نسبة الديون الطويلة الأجل إلى مجموع رأس المال - gearing – زيادة كبيرة. ومع كون متوسط نسبة الديون إلى صافي الأصول حالياً بلغ مستوى 7 إلى 1 بالنسبة لمؤسسات التمويل الأصغر الكبيرة،¹⁸ سيكون المزيد من الاقتراضات محدوداً بقيود كفاية رأس المال والإدارة المالية الاحترازية/التحوطية. كما أن معظم الديون الخارجية مقومة بعملة صعبة. ومع تزايد معرفة مديري مؤسسات التمويل الأصغر بمخاطر اقتراض العملات الصعبة وتكاليف وصعوبة التحوط ضد تلك المخاطر، تهب رغبته في المزيد من الديون بعملة صعبة، ولاسيما مع تزايد التحول في مخاطر العملات باتجاه المستثمرين.

اشتدّت المنافسة على الائتمان الجيد مع دخول صناديق جديدة وبنوك محلية إلى السوق، جنباً إلى جنب مع مؤسسات التمويل الإنمائي، في السعي بجرأة للعثور على فرص توسيع محفظة استثماراتها. وأصبحت لمؤسسات التمويل الأصغر عالية الأداء اليد العليا حالياً. وهي تجعل المقرضين يتنافسون ويعقدون صفقات صعبة فيما يتعلق بالشروط. ففي بعض الأسواق، كالبنونة، جرى تخفيض الأسعار بحوالي 250 نقطة أساس في مدة لا تزيد على ثلاث سنوات. وكما قال أحد مديري مؤسسة تمويل أصغر في البنونة: "هنالك الكثير من المنافسة بين المقرضين الأجانب على تقديم رأس المال لنا. وهذا يعني أننا في مركز نستطيع فيه التفاوض بجد مع المستثمرين ونطلب تخفيض أسعار الفائدة. ونحتاج إلى تخفيض أسعار الفائدة التي نتقاضاها نحن من المتعاملين معنا لكي نبقى قادرين على المنافسة، ولذلك نسعى إلى تخفيض تكاليف الموارد التمويلية إلى أقصى حد ممكن".

ومع انخفاض أسعار الفائدة على القروض وازدياد نسبة الديون الطويلة الأجل إلى مجموع رأس المال، يبدو العائد بعد أخذ المخاطر في الاعتبار أقل جاذبية في العديد من الأسواق.

الناشئة. وتضم أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر التي في هذه المجموعة صناديق رأس مال مخاطر من الجيل الأول (تقوم بإنشائها مؤسسات التمويل الإنمائي أو شبكات مثل ACCION) وصناديق حقوق الملكية من الجيل الثاني مع تركيز تجاري أو إقليمي أكبر مع مساندين من القطاع الخاص (مثل Bellwether في الهند). ولهذه المجموعة من أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر أعلى نسبة من الاستثمارات في آسيا وارتباطات كبيرة في أفريقيا جنوب الصحراء الكبرى. ومع أن مؤسسات التمويل الإنمائي هي جهات استثمار رئيسية في صناديق حقوق الملكية، فإن حصتها أخذت في التناقص مع قيام المستثمرين المؤسسيين من القطاع الخاص الأجنبي والمحلي برفع ارتباطاتهم. ولهذه المجموعة النظيرة أصغر حجم من الأصول ولكنها تنعم بأعلى معدلات النمو. وتناجها تتحدى التحليل نظراً لاختلاف أساليبها وممارساتها المحاسبية ومبادئ تقييم محفظتها. ونتيجة لعدم وجود بيانات تاريخية، ليست هنالك شواهد كافية لوضع معايير أداء مرجعية ذات صلة. علماً بأن تشغيل صناديق حقوق الملكية من القطاع الخاص باهظ التكلفة، حيث تتراوح نسبة مجموع المصروفات بين 3 في المائة و6 في المائة ونسب تكاليفها مماثلة لتكاليف صناديق القيمة المختلطة.

صناديق القطاع الخاص لحقوق الملكية

متوسط حجم الأصول: 14 مليون دولار أمريكي
متوسط العمر: 2.7 سنة
متوسط حجم التعاملات: 1.5 مليون دولار أمريكي
الأدوات الرئيسية: 76% اكتتابات في أسهم رأس مال
التركيز الجغرافي: 39% أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي، 27% أفريقيا جنوب الصحراء
المساهمون الرئيسيون: 47% مؤسسات تمويل إنمائي، 32% مستثمرون مؤسسيون

أحدث الاتجاهات والقضايا في تمويل الديون وحقوق الملكية

الدخل الثابت: من سوق البائعين إلى سوق المشترين¹⁷

المعروض من الائتمان بالنسبة لكبريات مؤسسات التمويل الأصغر وفير ومتزايد. ويدخل إلى الأسواق في كل شهر المزيد من المقرضين الأجانب والمحليين.

¹⁷ سوق المشترين هو السوق الذي فيه من البائعين أكثر مما فيه من المشترين. وتنتج الأسعار المنخفضة عن زيادة جانب العرض عن جانب الطلب. وهو نقيض سوق البائعين.
¹⁸ بحث مركز تبادل المعلومات (MIX) والتي قامت بها أندريان غونزاليس Adrian Gonzales لصالح المجموعة الاستشارية لمساعدة القراء.

ما هي استجابة المستثمرين؟

تطوير أدوات تحوط لتسهيل زيادة القروض بعملة محلية. وبعض الصناديق الكبيرة – ولاسيما الصناديق المسجلة وجهات سندات الديون بضمانات رهنية – اعتمدت فعلاً آليات تحوط بغية الإقراض بعملة محلية. فنندوق ريسبونسيبيليتي ResponsAbility يقدم الآن قروضاً بخمس عشرة عملة محلية مع طموح بالوصول إلى 40 عملة محلية في السنوات الثلاث القادمة. كما تقوم مؤسسات التمويل الأصغر بتطوير أدوات تحوط²¹ ولكن معظم أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر مازالت صغيرة وغير قادرة على تحمّل تكاليف التحوط التي تتطلبها القروض بالعملة المحلية.

حتى الآن، خضعت الاستثمارات الأجنبية ذات الدخل الثابت لهيمنة بضع صناديق تستثمر بعملة أجنبية في عدد صغير من مؤسسات التمويل الأصغر ذات معدلات النمو العالية ورأس المال الكبير، الخاضعة بصورة رئيسية للوائح التنظيمية في أمريكا اللاتينية وأوروبا الشرقية. ولكن هذا السوق ناشط جداً وشديد التغير. وأسفرت المنافسة عن التنوع والابتكار. أما مجموعة أدوات الديون المتاحة لمؤسسات التمويل الأصغر حالياً فهي واسعة – قروض من المرتبة الثانية، قروض طويلة الأجل، قروض بعملة محلية، ضمانات، الخ... كما بدأت صناديق تقديم الديون بالنزول عند رغبة السوق بزيادة تدفق رأس المال إلى مؤسسات التمويل الأصغر متوسطة الحجم. ولكن في سوق الديون العديد من الأماكن التي نشاطها أكثر مما ينبغي، كما أن أسعار الفائدة لا تجسد مخاطر البلدان المعنية والائتمان فيها.

حقوق الملكية، من مضارب اجتماعي على نزول إلى مضارب تجاري على صعود...²²

من الطبيعي أن الاستثمارات في حقوق الملكية تخلفت عن الاستثمارات ذات الدخل الثابت وكانت لفترة طويلة مجال عمل المستثمرين ذوي الدوافع الاجتماعية والمستثمرين من القطاع العام.

للوهلة الأولى، تبدو فرص الاستثمار أمام المستثمرين في حقوق الملكية جذابة. فمؤسسات التمويل الأصغر ذات التوجه نحو السوق يمكنها الجمع بين معدلات النمو العالية وعائد مزدوج الأرقام من الاستثمارات في حقوق الملكية مع مجال كبير للصعود، وذلك نظراً لعدم وجود منافسة بين الجهات التي تقوم بتقديم خدمات التمويل الأصغر في معظم الأسواق وإمكانية تحسين كل من: وفورات الحجم، وتنوع الأدوات، وزيادة نسبة الديون إلى صافي الأصول (الرافعة المالية).

مبالغ أكبر، وأجال استحقاق أطول. أخذ المستثمرون يستجيبون لطلب مؤسسات التمويل الأصغر على القروض الأكبر والأطول أجل استحقاق بغية مساندة خططها لتحقيق النمو. فقد ازداد متوسط حجم تعاملات أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر بنسبة 30 في المائة في سنة واحدة فقط. ونتج عن ذلك ازدياد مخاطر التركيز باتجاه كبريات مؤسسات التمويل الأصغر، فيما يعرف باسم "أثر التجميع" (bunching effect). فقد تركز حوالي 40 في المائة في المتوسط من استثمارات أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر في خمس مؤسسات تمويل أصغر فقط.¹⁹ كما أن مؤسسات التمويل الإنمائي قامت بتقديم ائتمانات كبيرة مباشرة لأكثر خمس مؤسسات تمويل أصغر مثلاً الأمانة Alamana أو بانكو سوليداريو Banco Solidario. وأصبحت عملية إدارة وضبط حدود الإقراض مشكلة الآن.

كما أخذت آجال القروض تزداد. فمؤسسات التمويل الإنمائي تعرض آجال استحقاق في حدود 15 سنة، وبعض أدوات التمويل المنظم تقوم بتقديم قروض بأجال استحقاق في حدود سبع أو ثمان سنوات. أما صناديق الاستثمار التعاونية المسجلة التي كانت تقوم بتقديم قروض قصيرة الأجل فقد أصبح متوسط أجل استحقاق قروضها قريباً من سنتين. ومؤسسات التمويل الأصغر التي كانت تقدم القروض قصيرة الأجل فقد أصبح متوسط آجال استحقاق قروضها حوالي سنتين. وأخذ مديرو مؤسسات التمويل الأصغر ينجذبون إلى التمويل طويل الأجل غير المتوفر في الأسواق المحلية.

ازدياد الرغبة في تحمل المخاطر: النزول عند رغبة السوق. تسعى أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر ومعها مؤسسات التمويل الإنمائي جاهدة للوصول إلى الأسواق الصغيرة والإقراض إلى المؤسسات الصغيرة من بين مؤسسات التمويل الأصغر. وساندت مؤسسات التمويل الإنمائي خلق الصناديق المحلية كصندوق Jaida (جاندة) في المملكة المغربية وصندوق بيل وينر Bellwether في الهند، بغية تقديم رأس المال اللازم لمؤسسات التمويل الأصغر الناشئة. ولكن طاقتها الاستيعابية محدودة. ووفقاً لما صدر عن مركز تبادل معلومات التمويل الأصغر MIX، لا تشكل 300 مؤسسة تمويل أصغر متوسطة الحجم سوى 11 في المائة من مجموع أصول مؤسسات التمويل الأصغر. أما نسبة ديونها إلى صافي أصولها فهي عالية تقريباً إلى مستوى مماثل لما في أكبر 150 مؤسسة تمويل أصغر مع أنها في المتوسط أصغر بحوالي 12 مرة. وحاجة العديد من مؤسسات التمويل الأصغر متوسطة الحجم إلى حقوق ملكية (وفي بعض الحالات مساعدة فنية) أكبر من حاجتها إلى الديون.

القروض بالعملة المحلية. نسبة خمس وثمانين في المائة من الديون إلى مؤسسات التمويل الأصغر هي بعملة أجنبية.²⁰ ولكن المستثمرين يزيدون

19 المتوسط البسيط لأعلى خمس مبالغ قام بإقراضها 40 صندوقاً شاركت في المسح الاستقصائي لأدوات الاستثمار في التمويل الأصغر الذي قامت به في العام 2006 المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء.

20 أنظر Featherston, Littlefield, and Mwangi (2006) and CGAP (2006). في العام 2007، قامت مؤسسة FMO في إطار الشراكة مع مستثمرين من القطاعين الخاص والعام بإطلاق صندوق صرافة العملات المعروف باسم TCX بغية عرض أدوات عملات منها مقياضات أسعار الفائدة، وذلك من أجل الأسواق الناشئة.

22 السوق التي على نزول (bear market) هي الفترة التي تسقط فيها أسعار الفائدة على الاستثمارات. وهي تقيض السوق التي على صعود (bull market) حين ترتفع أسعار الفائدة على الاستثمارات بمستويات أعلى من المتوسط التاريخي.

قيمة أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر في صعود. عمليات طرح العام الأولى التي قامت بها مؤسسة كومبارتاموس Compartamos في المكسيك بقيمة بلغت 13 مثلاً من أمثال القيمة الدفترية فاجأت الكثيرين من المشاركين في الأسواق. وهذا ما شجّع مؤسسات تمويل أصغر أخرى على تعينة رأس المال من خلال السير في هذا السبيل، حيث أخذت تلك المؤسسات - مجموعة بروكريدت ProCredit في ألمانيا، ومؤسسة SKS في الهند، وشركة إنديندنسيا Independencia (شركة إقراض للأغراض الاستهلاكية) في المكسيك - خطوات للقيام بعمليات طرح عام أولى في أسواقها المحلية. فهذه التعاملات التي شكلت نقطة تحوّل تقوم بزيادة قيمة مؤسسات التمويل الأصغر. وبلغت تقديرات تعاملات التوظيفات الخاصة مثل ونصف إلى ثلاثة أمثال القيمة الدفترية. وأخذ مضاعف مؤسسات التمويل الأصغر يقترب من مستوى مضاعف بنوك الأسواق الناشئة، حيث يبيع البنوك باستمرار بقيمة بلغت ثلاثة أضعاف القيمة الدفترية. وهذا يأتي على الرغم من صغر عمر مؤسسات التمويل الأصغر وصغر حجمها واقتارها النسبي إلى تنوع أدواتها (DiLeo and Fitzherbert 2007).

بدايات خيار الخروج من السوق في بعض الأسواق. تعتبر عمليات طرح العام الأولى التي سبق وصفها أول عمليات خروج حقيقي سجّله سوق التمويل الأصغر، فيما يتخطى عمليات البيع إلى المساهمين الحاليين والمستثمرين المتخصصين بالتمويل الأصغر. وفي الأسواق الكبيرة كالهند والمكسيك، التي فيها العمق الكافي لعملية طرح عام في المطاف الأخير، بدأت بعض صناديق القطاع الخاص للاستثمار في حقوق الملكية الانتباه إلى مؤسسات التمويل الأصغر. فعلى سبيل المثال ساند صندوق رأس مال سيكولا Sequoia Capital - وهو شركة رأس مال مخاطر - شركتي غوغل Google ويو تيوب You Tube من بين شركات أخرى، كما استثمر في مؤسسة التمويل الأصغر SKS في الهند مع التوقع الصريح بأن طرح العام الأولي سيحقق أرباحاً رأسمالية كبيرة.

بصفة عامة، ازداد المعروض من تمويل القطاع الخاص لحقوق الملكية زيادة كبيرة، مع إنشاء ثمانية صناديق متخصصة في حقوق الملكية في السنتين الماضيتين كما أخذ المستثمرون المؤسسيون يستثمرون مباشرة في مؤسسات

ولكن هنالك تحديات أمام استثمار القطاع الخاص في حقوق الملكية في مؤسسات التمويل الأصغر، منها: "ضيق" مجمع مؤسسات التمويل الأصغر القادرة على قبول استثمارات المساهمين، والافتقار إلى معايير قياسية ومرجعية بشأن تقدير القيمة،²³ والافتقار إلى سوق ثانوية، ومحدودية خيارات الخروج من الأسواق. فهذه العوامل أدت حتى العام 2006 إلى هبوط أسعار حقوق الملكية.²⁴

يعتبر صندوق بروفند ProFund أول صندوق من القطاع الخاص من أجل المساهمات في حقوق ملكية، وقام بإنشائه مستثمرون من ذوي التوجّه الاجتماعي ومؤسسات تمويل أصغر، وذلك بهدف تكميل دورة الاستثمار والتصفيه. وهو قام باستثمار 20 مليون دولار أمريكي في 10 مؤسسات تمويل أصغر في أمريكا اللاتينية في مدة عشر سنوات (1995-2005) وحقّق عائداً بلغ متوسطه السنوي 6 في المائة. وكان معظم التعاملات منظمّة كديون قابلة للتحويل وليست حقوق ملكية عادية، وتم البيع عند الخروج من تلك الاستثمارات إلى إدارة المؤسسة المعنية أو الجهة الراعية لها وليس إلى الغير.

غير أن تطوّر السوق هذا سريع. وأخذت مؤسسات التمويل الأصغر الأكثر تطوّرًا تتخذ قرار التحوّل إلى مؤسسات اجتماعية "غير هادفة للربح". كما تزداد النماذج القائمة على المساهمين وخيارات الخروج. وتشير هذه الاتجاهات جميعاً إلى تحسّن فرص الاستثمار في حقوق الملكية.

المزيد من مؤسسات التمويل الأصغر التي يملكها مساهمون. وفقاً لمسح استقصائي حديث العهد قام به مجلس صناديق الاستثمار في حقوق الملكية في قطاع التمويل الأصغر، هنالك اليوم 222 مؤسسة تمويل أصغر تجارية يملكها مساهمون وتخضع للوائح تنظيمية، وذلك مقارنة بما بلغ 124 مؤسسة قبل سنتين (CMEF 2006). كما أخذت عوائد مؤسسات التمويل الأصغر الكبيرة بالتحسّن.²⁵ ومازالت نوعية محافظ الاستثمارات في القروض الصغرى ممتازة، كما أن مؤسسات التمويل الأصغر قادرة على الوصول إلى مجمع الديون المنخفضة التكلفة التي يمكنها الاستفادة منها في تحقيق المزيد من الأرباح.

23 قواعد معايير التقارير المالية الدولية أو معايير المحاسبة المتعارف عليها بشأن التعاملات بين الأسواق تصبح وهماً في معظم الأسواق الناشئة بسبب عدم وجود تعاملات بين الأسواق.

24 وفقاً للبحوث التي قام بها مجلس صناديق الاستثمار في حقوق الملكية في قطاع التمويل الأصغر (CMEF) ومؤسسة Opportunity International، بلغ متوسط سعر الفائدة على تعاملات المساهمة في حقوق الملكية من خلال توظيفات القطاع الخاص في الفترة 2002-2005 فقط 1.1 مثل القيمة الدفترية.

25 ازداد متوسط عائد 50 مؤسسة من أكبر مؤسسات التمويل الأصغر - حسب تقييمات MicroRate - من الاستثمارات في حقوق الملكية من 14 في المائة إلى 23 في المائة في السنوات الخمس الماضية.

هل هنالك فقاعة استثمارات في حقوق ملكية مؤسسات التمويل الأصغر؟ هل ستتجاوز قيمة حقوق ملكية مؤسسات التمويل الأصغر متوسط قيمة البنوك التجارية في الأسواق الناشئة؟ ماذا سيحدث إذا لم تب بنوك التمويل الأصغر بالتوقعات بشأن عائد استثماراتها؟ علماً بأن سوق حقوق الملكية يظهر فعلاً بعض علامات الحماس والوفرة. ونحن نشهد دورة نمو في هذه الاستثمارات. ولكننا نرى أن من المرجح أن نشهد فترة تثبيت في أسعار السوق، ولكن ليس انهياراً، وذلك لأن أساسات أنشطة التمويل الأصغر مازالت جيدة.

التمويل الأصغر. وأخذت صناديق القطاع الخاص الراسخة التي تستثمر في حقوق الملكية - مثل صندوق القطاع الخاص بلاك ستون Blackstone أو ليغاتوم Legatum - تبحث عن فرص التمويل الأصغر وتستحوذ على مراكز مساهمات في حقوق الملكية في بضعة مؤسسات تمويل أصغر ذات عائد مرتفع وإمكانات نمو مرتفع. أما اللاعبون الآخرون كالبنوك (سواء المحلية أو الأجنبية) وشركات الهوائف الجواله فقد بدأت أيضاً بتقييم إمكانية استحواد أنشطة تمويل أصغر بغية القدرة على الوصول إلى قاعدة زبائن مؤسسات التمويل الأصغر الكبيرة والدائمة والبنية الأساسية الجذابة الخاصة بتقديم وإيصال الخدمات. ويمكن أن يظهر هؤلاء اللاعبون كمستثمرين استراتيجيين كبار في كبريات مؤسسات التمويل الأصغر.

من المنافسة إلى التعاون: المستثمرون من القطاع العام ومن القطاع الخاص

الخاصة بها يمكن أن يكونا بالغي الأهمية في حماية رسالتهم الاجتماعية وإتاحة الاطمئنان، وذلك نظراً لعدم الاستقرار النسبي للسياق السياسي والاقتصادي والاجتماعي الذي تعمل في إطاره. ويخشى العديدون من أن استثمارات القطاع الخاص ستكون أول من يفتر في أوقات الأزمات. ولكن مع تزايد رغبة المستثمرين في الاستثمار في التمويل الأصغر، لدى مؤسسات التمويل الإنمائي المزيد من خيارات الخروج ومن فرص إظهار قيمتها المضافة من خلال الاستثمار حيث لا يوجد المستثمرون الآخرون الاستثمار.

أهم دور لمؤسسات التمويل الإنمائي هو الاستثمار في الأسواق الأقل تطوراً والأسواق الجديدة، كاليمين أو السودان، إقامة مؤسسات تمويل أصغر جديدة ستجذب في النهاية استثمارات القطاع الخاص. وبعض مؤسسات التمويل الإنمائي تقوم حالياً بلعب هذا الدور فعلاً. فالشركة الهولندية لتمويل التنمية، على سبيل المثال، انخرطت في العمل والاستثمار في مشروعات مشتركة مع مستثمرين من القطاع الخاص وشاركت في طرح سندات محلية من أجل مؤسسات تمويل إنمائي بغية تشجيع المستثمرين من القطاع الخاص المحلي على اتباع ذلك بشروط تجارية بحتة. فبرنامج مبادرة التمويل الأصغر بشأن أفريقيا جنوب الصحراء الكبرى الذي تسانده مؤسسة التمويل الدولية وبنك التنمية الألماني يقوم أيضاً بالمساعدة في خلق مؤسسات تمويل أصغر جديدة في أفريقيا.

في أكثر أسواق التمويل الأصغر تطوراً، يتنافس المستثمرون من القطاع العام والقطاع الخاص على نفس فرص الاستثمار في التمويل الأصغر. وحين يحدث هذا، غالباً ما تقوم مؤسسات التمويل الإنمائي بتحديد أسعار القطاع الخاص بعرض أسعار فائدة أدنى أو شروط أكثر مرونة. ويفعل هذا، يتم تعويق خطى تطور أسواق رأس المال.

لا يمكن وضع كافة مؤسسات التمويل الإنمائي وأدوات الاستثمار في التمويل الإنمائي ذات التوجه الاجتماعي في نفس السلة. فبعضها يعرض أسعار فائدة أدنى ومستعدة لقبول عائد أدنى من عائد السوق بينما يتقاضى البعض الآخر أسعار فائدة أعلى ويتوقع عائداً أعلى (مع اعتبار العائد الاجتماعي نفعاً إضافياً)، شبيهاً إلى حد كبير بما يقوم به القطاع الخاص. ولهذا السبب، نجد زاوية العام - الخاص غير مفيدة في فهم ذلك السلوك، وقد يكون الفرق الأكثر ملاءمة هو التمييز بين رأس المال التجاري المحض الساعي لتحقيق الربح في مقابل صناديق القيمة المختلفة - من القطاع العام والقطاع الخاص على السواء.

ومع أن عدة مؤسسات تمويل إنمائي تقرّر بأنه عليها الخروج من أكثر الأسواق تطوراً من خلال - مثلاً - بيع أصولها من التمويل الأصغر في مؤسسات التمويل الأصغر الكبيرة الراجعة إلى مستثمرين من القطاع الخاص، ليس من الواضح دائماً متى وكيف ينبغي الخروج. فالخروج من استثمارات ناضجة يمكن إلى حد كبير أن يخفف مجمل محفظة استثمارات مؤسسات التمويل الإنمائي، مما يتعارض مع حوافز أجهزة إدارتها التي غالباً ما تفضل استراتيجية تحقيق معدلات النمو المرتفعة. ومن منظور مؤسسات التمويل الأصغر، فإن الالتزام الطويل الأمد وقيمة مستثمري مؤسسات التمويل الإنمائي

استنتاجات

والمدخرات وهي لا تقبل الاستثمارات الأجنبية. وفي بلدان أخرى، تعتبر البنوك المحلية المصدر الرئيسي للتمويل الخارجي. ولكن في أسواق أخرى، مازالت مؤسسات التمويل الأصغر في مراحلها الأولى وهي تعتمد من أجل التمويل على: الهيئات المانحة الحكومية، والمؤسسات الخيرية، والمنظمات غير الحكومية، أو المؤسسات الأم.

إذاً، ما هو التأثير الذي من المرجح أن يكون للاستثمار الأجنبي على التركيز الاجتماعي للتمويل الأصغر؟ فبينما تكون مصادر التمويل المحلية – الإيداعات، والتمويل من البنوك المحلية، وإصدارات السندات – مدفوعة عادة بالاعتبارات التجارية، نجد معظم الاستثمارات الأجنبية أتت من مستثمرين مزدوجي النتائج ساعين للحصول على عائد مالي وأيضاً عائد اجتماعي. ويبدو حتى الآن أن مؤسسات التمويل الأصغر التي تلقت مثل تلك الاستثمارات الأجنبية مازالت تركز على النتائج المزدوجة.

من المرجح أن يصبح المستثمرون المسؤولون اجتماعياً أكثر إلحاحاً من المستثمرين الآخرين على الأداء الاجتماعي والبيئي. فصندوق تريودوس Triodos يقوم فعلاً بدفع مؤسسات التمويل الأصغر إلى زيادة شفافيته بشأن: أثرها الاجتماعي، وممارساتها الإقراضية، وسياساتها البيئية، فضلاً عن تشجيع معايير المبادرة العالمية بشأن رفع التقارير. وهناك آخرون يسعون لإنشاء مكاتب تمحيص يمكنها مساعدة الاستثمارات المسؤولة اجتماعياً في تحديد مؤسسات التمويل الأصغر "الأفضل من نوعها" في مجالات رئيسية منها: نطاق الوصول للفقراء، والمساواة بين الجنسين، أو الإقراض المسؤول. وستقوم تلك المكاتب بتمحيص المؤسسات التي ليس لديها بُعد اجتماعي في عملياتها أو تلك التي ممارساتها الإقراضية مُخادعة (predatory). وبهذه الطريقة، يمكن للمستثمرين المسؤولين اجتماعياً أن يكونوا قوة رئيسية في تحسين الشفافية والمساءلة بشأن الأداء الاجتماعي في مجال التمويل الأصغر.

غير أن هذا السوق بدأ يشهد دخول المستثمرين الأجانب الذين يستثمرون وفق شروط تجارية محضه مع توقعات تحقيق عائد مالي أعلى. وأخذ بعض المساهمين في أسهم رأس المال من القطاع الخاص في الأسواق الناشئة بالبدء في الاستثمار في مؤسسات التمويل الأصغر عالية معدلات النمو واستهداف تحقيق عائد يتراوح ما بين 20 في المائة و30 في المائة. ومع أن نسبة هذا

يحتل الاستثمار في التمويل الأصغر ركناً صغيراً جداً ولكنه سريع النمو في الاستثمارات المسؤولة اجتماعياً وفي الأسواق الناشئة على حد سواء. فالمستثمرون من القطاع العام هم طليعة اتجاه الاستثمار هذا. ولكن نجد حالياً شبكة متزايدة التعقيد من المستثمرين من القطاع الخاص يبحثون عن طرق الاستثمار في التمويل الأصغر على نطاق دائم التزايد. فالمستثمرون من القطاع العام عليهم الاستجابة للتطورات السريعة الخطى في تغيرات الأسواق من خلال إعادة تحديد المجال الذي يحققون فيه أكبر قيمة مضافة من أجل تفادي مزاحمة استثمارات القطاع الخاص.

كيف سيؤثر المستثمرون من القطاع الخاص في تطور التمويل الأصغر في المستقبل؟ من الواضح أن المستثمرين من القطاع الخاص يسهمون فعلاً بدور هام في أسواق محددة، وهم يقومون بإدخال ليس رأس المال المهم فقط بل قدرات الحوكمة/الإدارة الرشيدة (governance) البالغة الأهمية والمهارات اللازمة جداً في تطوير وإدارة مؤسسات أعمال متمسمة بالروح المهنية اللازمة. ولكن هذا الاتجاه المثير المتمثل في ازدياد استثمارات القطاع الخاص الأجنبي يجب أن يبقى ضمن المنظور المعني. والواقع أن معظم الاستثمارات الأجنبية يذهب إلى أفضل 150 مؤسسة تمويل أصغر في حوالي 30 بلداً ومنطقتين: فأمريكا اللاتينية وأوروبا الشرقية وآسيا الوسطى تشكلان 75 في المائة من تدفقات رأس المال العابرة للحدود. أما أفريقيا وآسيا حيث معدلات الفقر والطلب المحتمل على التمويل الأصغر هي الأعلى فلا تتلقيان سوى 6 في المائة و7 في المائة على التوالي من الاستثمارات الأجنبية.

كما أن الاستثمار الأجنبي ليس في الواقع سوى مصدر واحد من مصادر التمويل. ففي آسيا، لدى مؤسسات التمويل الأصغر الكبيرة والسريعة النمو القدرة على التمويل الذاتي لعملياتها من خلال: أنشطة الوساطة المتعلقة بالادخار، والقروض من البنوك المحلية، وإصدار السندات. فعلى سبيل المثال، تنعم وحدة ديسا في بنك راخيات أندونيسيا في إندونيسيا – وهي أكبر مؤسسة تمويل أصغر في العالم – بعشرة مدخرين مقابل كل مقترض منها. وحتى بنك غرامين، الذي كان يقترض كثيراً من مصادر أجنبية، لديه الآن فائض سيولة من إيداعات المتعاملين معه. وفي العديد من البلدان الأفريقية، يعتبر نموذج التمويل الأصغر السائد هو التعاونيات المالية المدفوعة بالادخار

في الهند، اعتمدت التمويل من رأس المال المخاطر وهي تثق بأنه يمكنها في أن واحد تعظيم الأرباح وإضافة القيمة الاجتماعية بشأن المتعاملين الفقراء من خلال نموذج عمل يعتمد على معدلات النمو العالية. وتسعى مؤسسات تمويل أصغر أخرى إلى تحقيق الاستقرار المالي بينما تقوم بالتركيز على تعظيم أثرها الاجتماعي من خلال: تعميق نطاق وصولها، والتوسع إلى المناطق النائية، أو توسيع نطاق مجموعة ونوعية الخدمات التي تقوم بتقديمها. وتتطلع مؤسسات التمويل الأصغر تلك إلى المزيد من المستثمرين المدفوعين بالاعتبارات الاجتماعية.

من الضروري تحسين المعلومات عن الأداء الاجتماعي والمالي لمؤسسات التمويل الأصغر وأيضاً لأدوات الاستثمار في التمويل الأصغر، وذلك لتسهيل أقصى ما يمكن من فعالية تخصيص وتوزيع الموارد التمويلية. كما يمكن لزيادة كفاءة سوق رأس المال الذي يدمج بين القرارات الاجتماعية والمالية المساعدة في تطوير صناعة تمويل أصغر قوية يمكنها تحقيق الهدف الشامل المُتمثل في تقديم الخدمات المالية المستدامة والمسؤولة للجميع.

الاستثمار مازالت شديدة الانخفاض، إلا أنه يثير تساؤلات هامة عما إذا كانت قاعدة المستثمرين الساعين لتعظيم أرباحهم ستسمح للتمويل الأصغر بالحفاظ على رسالته الاجتماعية. وهل ستتم إعادة استثمار الأرباح لفائدة المتعاملين من خلال مثلاً: تخفيض أسعار الفائدة، أو تقديم خدمات التمويل الأصغر في مناطق نائية، أو هل سيكون التركيز على تعظيم عائد المساهمين المالي على حساب المتعاملين؟ ومن المُبكر جداً معرفة ما إذا كانت هذه الضغوط في السوق ستضطر مؤسسات التمويل الأصغر إلى تغيير اتجاه رسالتها. علماً بأن هذه التساؤلات بدأت فعلاً تُثير توترات في مجالس إدارة مؤسسات التمويل الأصغر.

ينبغي على مديري مؤسسات التمويل الأصغر فهم طبيعة وعواقب ومفاضلات خيارات التمويل المفتوحة لهم. فاستثمارات القطاع الخاص في حقوق الملكية لها جاذبيتها، ولكنها تأتي مع توقعات بعائد عالي وسريع (في غضون خمس سنوات) وتتشرط التركيز الواضح على ربحية أنشطة العمل – أحياناً على حساب اهتمامات المتعاملين. فبعض مؤسسات التمويل الأصغر، مثل SKS

الملاحق

1. الملحق أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر التي شاركت في المسح الاستقصائي الذي قامت به المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء وشركة البحوث والاستشارات **Symbiotic**
2. الملحق تعاملات التزامات الديون المضمونة برهونات عينية حتى تاريخه
3. الملحق الاختصارات والأسماء المختصرة
4. الملحق المراجع
5. الملحق معايير مرجعية اعتمدها المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء بشأن جهات الاستثمار في التمويل الأصغر

الملحق 1. أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر التي شاركت في المسح الاستقصائي الذي قامت به المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء وشركة الجوث

والاستشارات Symbiotic

الشركات القابضة لبنوك التمويل الأصغر	صناديق استثمار تعاوني مسجلة
Global Microfinance Group SA	ASN-Novib Fonds
Advans	Dexia Microcredit Fund
MicroCred	Dual Return Fund SICAV
Opportunity Transformation Investments, Inc	responsAbility Global Microfinance Fund
	St. Honoré Microfinance
	Triodos Fair Share Fund
صناديق استثمارات القطاع الخاص في حقوق الملكية	صناديق استثمار تجاري
ACCION Investments in Microfinance SPC	Global Microfinance Consortium
Africap Microfinance Fund Ltd	European Fund for South East Europe
Bellwether Microfinance Fund	Impulse Microfinance Investment Fund NV
Balkan Financial Sector Equity Fund C.V.	MicroCredit Enterprises
Investisseur et Partenaire pour le Développement	MicroVest I, LP
ShoreCap International, Ltd.	Triodos-Doen Foundation
صناديق غير مُصنفة في فئات	جهات التمويل المُنظم
Calvert Social Investment Foundation	BlueOrchard Loans for Development 2006-1
BBA Codespa Microfinanzas	BlueOrchard Microfinance Securities-1 (BOMS1)
Finethic Microfinance SCA SICAR	Microfinance Loan Obligations SA, Compartment
Gray Ghost Microfinance Fund LLC	Opportunity Eastern Europe 2005-1
Oikocredit	Microfinance Securities XXEB
Procredit Holding	
responsAbility SICAV Microfinance Leaders Fund	صناديق القيمة المختلطة
Unitus	The Dignity Fund, L.P.
	Fonds International de Garantie
	Hivos-Triodos Fund Foundation
	Incofin cvso
	Opportunity Loan Guarantee Fund I, LLC
	International Solidarity For Development and Investment

الملحق 2. تعاملات التزامات الديون المضمونة برهونات عينية حتى تاريخه

2008	2007	2006	2005	2004
Global Microfinance Facility	Blue Orchard Loans for Development II	Blue Orchard Loans for Development I	Microfinance Loan Obligations – Opportunity Eastern Europe 2005-1	Blue Orchard Microfinance Securities LLC
غير محدد	مايو/أيار – 2007	أبريل/نيسان - 2006	نوفمبر/تشرين الثاني – 2005	يوليو/تموز - 2004
165 مليون دولار	110.2 مليون دولار	99.21 مليون دولار	60 مليون دولار	87 مليون دولار
المومع إدارة الحافظة بنشاط حتى العام 2014	3 صور مخاطر، الأجل 7 سنوات	2 صورة مخاطر	3 صور مخاطر، أدونات ممتازة بضمانة EIF	5 صور مخاطر، أجل مدته 7 سنوات، أدونات ممتازة بضمانة OPIC
أدونات ممتازة فئة AA (Fitch)	فئة A مرتبة AA (S&P)، فئة B مرتبة BBB (S&P) فئة C غير معطاة مرتبة	—	أدونات ممتازة من فئة AAA/AAA (مع غلاف من EIF)	—
30 مؤسسة تمويل أصغر، 13 بلداً	20 مؤسسة تمويل أصغر، 12 بلداً	21 مؤسسة تمويل أصغر، 13 بلداً	مؤسسات تمويل أصغر، 7 بلدان	14 مؤسسة تمويل أصغر، 9 بلدان
من تنظيم Citigroup	من تنظيم Morgan Stanley Blue Orchard. برعاية	من تنظيم Morgan Stanley Blue Orchard. برعاية	برعاية Opportunity International. بترتيب مشترك مع Symbiotics & European Investment Fund	برعاية Blue Orchard Finance S.A. & Developing World Markets
	MicroAccess Trust	Microfinance Securities XXEB 2011		
	يوليو/تموز – 2007	يونيو/حزيران - 2006		
	39 مليون دولار	60 مليون دولار		
	صورة مخاطر واحدة	4 صور مخاطر، أجل مدته 5 سنوات		
	—	أدونات ممتازة فئة A1 by MicroRate (Moodys scale)		
	10 مؤسسات تمويل أصغر، 8 بلدان	26 مؤسسة تمويل أصغر، 17 بلداً		
	من تنظيم Lehman Brothers for MicroVest Capital Management	برعاية Developing World Markets. Serviced by Symbiotics & Global Partnerships.		
	Microfinance-Invest Nr. 1			
	سبتمبر/أيلول – 2007			
	60 مليون يورو			
	3 صور مخاطر، أجل حوالي 7 سنوات			
	أدونات ممتازة من فئة AAA (Fitch)			
	21 مؤسسة تمويل أصغر، 15 بلداً			
	من تنظيم DeutscheBank			

الملحق 3. الاختصارات والأسماء المختصرة

الوكالة الإسبانية للتعاون الدولي	AECI
الأصول قيد الإدارة	AUM
Blue Orchard Loans for Development I and II	BOLD
Blue Orchard Microfinance Securities LLC	BOMS
التزامات ديون مضمونة برهونات عينية	CDO
التزامات قروض مضمونة برهونات عينية	CLO
مجلس صناديق الاستثمار في أسهم رؤوس الأموال في قطاع التمويل الأصغر	CMEF
المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء	CGAP
مؤسسات التمويل الإنمائي	DFI
البنك الأوروبي للإنشاء والتعمير	EBRD
الصندوق الأوروبي لجنوب شرق أوروبا	EFSE
الشركة الهولندية لتنمية التمويل	FMO
بنك التنمية للدول الأمريكية	IADB
مؤسسة التمويل الدولية	IFC
طرح عام أولي	IPO
بنك التنمية الألماني	KfW
مؤسسة استثمارات القطاع الخاص ما وراء البحار	OPIC
مؤسسة تمويل أصغر	MFI
جهة/أداة استثمار في التمويل الأصغر	MIV
مؤسسة تبادل المعلومات بشأن التمويل الأصغر	MIX
منظمة غير حكومية	NGO
استثمار مسؤول اجتماعياً	SRI
مؤسسة ستاندرز أند بورز	S&P
أصحاب رأس المال المخاطر	VC

- ING. 2006. *A Billion to Gain. A study on global financial institutions and microfinance*. The Netherlands: ING.
- Ivatury, G., and J. Abrams. 2005. "The Market for Foreign Investment in Microfinance: Opportunities and Challenges." Focus Note 30. Washington, D.C.: CGAP, August. http://www.cgap.org/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/Documents/FocusNote_30.pdf
- Ivatury, G., and X. Reille. 2004. "Foreign Investment in Microfinance: Debt and Equity from Quasi-Commercial Investors." Focus Note 25. Washington, D.C.: CGAP, January. http://www.cgap.org/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/Documents/FocusNote_25.pdf
- MIXMarket. <http://www.mixmarket.org/>.
- Poulliot, R. 2007. "Governance, Transparency and Accountability in the *Microfinance Investment Fund* Industry." In *Microfinance Investment Funds*. Springer Berlin Heidelberg, Part II, pp. 147–74. Berlin: Kreditanstalt für Wiederaufbau
- Rhyne, B., and B. Busch. 2006. *The Growth of Commercial Microfinance: 2004-2006*. Council of Microfinance Equity Funds.
- Swanson, B. 2007. "The Role of International Capital Markets in Microfinance." <http://www.dwmarkets.com/Resources.htm>.
- Abrams, J., and D. von Stauffenberg. 2007. *Role Reversal. Are Public Development Institutions Crowding Out Private Investment in Microfinance?* MicroRate. <http://www.microrate.com/pdf/rolereversal.pdf>.
- Barclay, O'Brien. 2006. "Valuing Microfinance Institutions." *Savings and Development* (3):275–96.
- CGAP. 2006. "Foreign Exchange Risk Mitigation Techniques: Structure and Documentation." A Technical Guide for Microfinance Institutions. Washington, D.C.: CGAP.
- DiLeo, P., and D. Fitzherbert. 2007. *The Investment Opportunity in Microfinance. An Overview of Current Trends and Issues*. Grassroots Capital Management LLC., June. http://www.grayghostfund.com/industry-insights/viewpoints/the_investment_opportunity_in_microfinance
- Featherston, Scott, Elizabeth Littlefield, and Patricia Mwangi. 2006. "Foreign Exchange Rate Risk in Microfinance: What Is It and How Can It Be Managed?" Focus Note 31. Washington, D.C.: CGAP.
- Forum for the Future. 2007. *New Horizons. Creating Value, Enabling Livelihoods*. London: Forum for the Future.
- Goodman, P. 2004. "Microfinance Investment Funds: Objectives, Players, Potential." *2004 KfW Financial Sector Development Symposium*. Luxembourg: Appui au Développement Autonome.
- . 2005. *Microfinance Investment Funds: Key Features*. Luxembourg: Appui au Développement Autonome.

رجاء، لا تتردد في تبادل مذكرة المناقشة المركزة هذه مع زملائك ولا تتردد في طلب نسخ إضافية من هذه الدراسة أو غيرها في هذه السلسلة.

ترحب المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء بملاحظاتكم على هذه الدراسة.

جميع إصدارات المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء متاحة على موقع المجموعة على شبكة الإنترنت وهو www.cgap.org

CGAP
1818 H Street, NW
MSN P3-300
Washington, DC 20433
USA

هاتف: 202-473-9594
فاكس: 202-522-3744

بريد الكتروني:
cgap@worldbank.org

© المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء 2008

أيان كالاها، Morgan Stanley
رولاند دومينيس وباتريك غودمان، Symbiotics
براكو إرسنج، Microfin Bosnia
ديفيد هينز هيربيرت، Gray Ghost
سوزان جونسون، Bath University
أن مايلز، BlueOrchard
نجيرا ناليك، Mi-Bospo
روبرت بوليوت، RCP
أليكس سيلفا، Omnitrix

قام بتأليف هذه المذكرة كلٌّ من زافيير رابلي كبير أخصائي التمويل الأصغر بالمجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء، وسارة فوستر مديرة شركة Geoeconomics، وهي شركة استشارات مستقلة. ويود المؤلفان التقدم بالشكر والتقدير لكل من تانيا سريندرا وكذلك أدريان جونز اليز من مركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر (MIX)، ويانيس بيرتوزوز من Symbiotics على المساعدة التي قدموها في مجال البحث. كما يعرب المؤلفان عن امتنانهما لكل من اليكسبا لاتورت، واليزابيث ليتفيلد، وكيت ماكي، وجانيت توماس على مساهماتهم. ولا يفوت المؤلفان التعبير عن بالغ تقديرهما وعرفانهما للمساهمات القيمة التي قدمها المستثمرون ومؤسسات التمويل الأصغر والمحللون الذين تمت مقابلتهم أثناء هذا البحث:

فؤاد عبدالموني، Alamana
ديورا براند، مؤسسة غرامين
اليس تشابل وفيدانت واليا، Forum for the Future

كثيراً ما يتم الاقتباس من إصدارات المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء في أعمال أخرى. وفيما يلي صيغة مقترحة للاستهناد بهذا البحث:

زافيير رابلي وسارة فوستر. 2008. "استثمارات رؤوس الأموال الأجنبية في التمويل الأصغر: الموازنة بين العائد الاجتماعي والعائد المالي". مذكرة مناقشة مركزة رقم 44. واشنطن العاصمة: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء.

