

مذكرة مناقشة مركزة

رقم ٤٢

يونيو/حزيران ٢٠٠٧

قراءة متأنية للمجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء حول قيام مؤسسة "كومبارتاموس" (COMPARTAMOS) بالطرح الأولي لأسهمها للاكتتاب العام: دراسة حالة عن أسعار فوائد التمويل الأصغر وأرباحه

في ٢٠ أبريل/نيسان ٢٠٠٧، قامت مؤسسة "كومبارتاموس"، وهي مؤسسة تمويل أصغر تم إطلاقها في عام ١٩٩٠ بتمويل مبدئي من منح قدمتها مصادر متنوعة منها المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء، بإتمام الطرح الأولي لأسهمها للاكتتاب العام وهو ما كان بمثابة علامة فارقة في مسيرتها. وتجاوز عدد المكتتبين في هذا الطرح الأسهم المطروحة بمقدار ١٣ مرة، وهو ما يعني نجاحاً ساحقاً بكل مقاييس الأسواق المالية.^١ وأدى تقييد الطلبات إلى صعود سعر الأسهم المطروحة - التي تمثل ٣٠ في المائة من حقوق الملكية في المؤسسة (البنك) - بمقدار ٢٢ في المائة في اليوم الأول للتداول. وكان الطلب على هذه الأسهم مدفوعاً باعتبارات النمو المتميز والربحية التي تحققها هذه المؤسسة، وقلة الاستثمارات في المكسيك في حواظ الأسواق المالية الأخذة في الظهور، وقيمة الندرة، والإدارة القوية، وجاذبية نموذج التمويل الأصغر.

وكان النجاح الهائل الذي حققه هذا الطرح علامة فارقة ليس فقط لمؤسسة كومبارتاموس، لكن أيضاً لقطاع التمويل الأصغر بشكل عام. وقام بشراء معظم الأسهم المطروحة مديرو صناديق الاستثمارات الدولية الشهيرة وغيرهم من المستثمرين التجاريين الحقيقيين، وليس مستثمرون يضطلعون بمسؤوليات اجتماعية. ومن الممكن أن تعطي هذه العملية دفعة قوية لمصدقية التمويل الأصغر في أسواق رأس المال التجارية، وستؤدي إلى تسريع وتيرة تعبئة رأس المال الخاص لنشاط تقديم الخدمات المالية للفقراء ومنخفضي الدخل.

ومع ذلك، فإن عملية الطرح التي قامت بها مؤسسة كومبارتاموس قد أدت إلى ظهور قضايا هامة للعديد من المشغلين في مجال التمويل الأصغر وخارج هذا المجال، لاسيما على ضوء الأرباح الهائلة التي تحققها هذه العملية لمساهمي كومبارتاموس. وستتناول هذه المذكرة ثلاثة أسئلة:

- هل الأرباح المتميزة، والفوائد العالية التي تُبنى عليها هذه الأرباح، قادرة على الصمود على ضوء الهدف الاجتماعي الذي تحدده المؤسسة كجزء من الغرض الأساسي لوجودها، وهل تتماشى مع الأهداف الإنمائية لمساهميها الرئيسيين؟
- هل تم استخدام أموال المعونة المقدمة في شكل منح إلى كومبارتاموس في السنوات الأولى بصورة غير سليمة لإثراء المستثمرين من القطاع الخاص؟
- هل هذا الطرح (الاكتتاب) يغير نظام إدارة هذه المؤسسة بطريقة تجعل عملية إحداث توازن بين الأهداف الاجتماعية والتجارية أكثر صعوبة، خاصة مع وجود خيار إما بتوجيه الأموال إلى جيوب المستثمرين أو إلى جيوب العملاء؟

لقد أثار هذا الاكتتاب مناقشات لكل هذه الأسئلة. إلا أن واقع الأمر أن السؤالين الأولين ليس لهما علاقة كبيرة بعملية الاكتتاب، نظراً لأن نفس القضايا كانت ستُطرح حتى وإن لم يتم طرح الأسهم للاكتتاب. والأمر ببساطة أن عملية طرح الأسهم للاكتتاب وما يصاحبها من تحقيق ربح على غير المتوقع أبرزت هذه القضايا.

^١ <http://www.reuters.com/articlePrint?articleId=USN2025193920070420>



مؤلف هذه المذكرة هو ريتشارد روزنبرغ، وهو استشاري لدى المجموعة الاستشارية ويود المؤلف أن يعرب عن لمساعدة الفقراء. امتنانه للمساعدة التي قدمت له من أندريه لوديه، ومارك فلامينغ، ومارتين هولتمان، وكاتي ماكي، وماريا أوتيرو، واليزابيث رينيه، ويخص بالشكر أدريان غونزاليز، واليزابيث وتجدد الإشارة لبتلفيلد، وتشاك ووترفيلد. إلى أن الأراء التي وردت في هذه المذكرة المركزة تخص فريق إدارة المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء، ولا تعبر بالضرورة عن آراء الأطراف الخارجية التي قدمت تعليقات لنا.

© 2007, Consultative Group to Assist the Poor



بناء أنظمة مالية من أجل الفقراء

جدول ١ نبذة تاريخية عن كومبارتاموس (Compartamos)

١٩٩٠	تأسست كمنظمة غير حكومية
٢٠٠٠	تحولت إلى شركة تمويل ذات كيان قانوني معتمد هادفة للربح
٢٠٠٢	أصدرت صكوك مديونية لأول مرة في بورصة السندات المكسيكية
٢٠٠٦	حصلت على تصريح من الحكومة المكسيكية لتقديم كافة الخدمات المصرفية
٢٠٠٧	الطرح المبدئي للأسهم في اكتتاب عام

العامة المعنية بالتنمية،^٤ و١٥ مليون دولار أمريكي من مستثمرين من القطاع الخاص مدفوعين باعتبارات اجتماعية،^٥ وكانت هذه القروض، بشكل عام، محملة بفوائد بسعر السوق أو أعلى.

وبداية من عام ٢٠٠٢، استطاعت مؤسسة كومبارتاموس إصدار سندات بقيمة ٧٠ مليون دولار أمريكي في بورصة المكسيك. وكانت معظم هذه السندات مضمونة جزئياً بمعرفة مؤسسة التمويل الدولية التي كانت تقوم بتحميل أتعاب ومصروفات بقيمة ٢,٥ في المائة من المبالغ المضمونة،^٦ فضلاً عن هذا قامت الشركة بتعبئة حوالي ٦٥ مليون دولار أمريكي عن طريق الاقتراض من بنوك مكسيكية ومقرضين تجاريين.

وفي يونيو/حزيران ٢٠٠٦، حصلت شركة التمويل على رخصة لممارسة كافة الأنشطة المصرفية. وكنك فإن مؤسسة كومبارتاموس مصرح لها بتلقي ودائع، إلا إنها لم تقم بذلك حتى القيام بالطرح المبدئي لأسهمها في اكتتاب عام في إبريل/نيسان ٢٠٠٧، وكانت كومبارتاموس تخدم ٦١٦ ألف مقترض مع نهاية عام ٢٠٠٦، وتتوقع أن تواصل نموها السريع.

مساهمو كومبارتاموس وقت الاكتتاب:

- كومبارتاموس إيه سي (Compartamos AC)، المنظمة غير الحكومية : ٣٩,٢ في المائة ممولة بصورة رئيسية من منح المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء، والوكالة الأمريكية للتنمية الدولية/مؤسسة (ACCION)
- صندوق أكسيون غيتواي (ACCION Gateway) : ١٨,١ في المائة
- مؤسسة التمويل الدولية: ١٠,٦ في المائة
- مديرون ومسؤولون إداريون: ٧,٧ في المائة
- مستثمرون مكسيكيون آخرون من القطاع الخاص: ٨,٥ في المائة

ويعد استعراض تاريخ وتفاصيل عملية طرح الأسهم للاكتتاب العام، سنقدم قراءة متأنية للمجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء لهذه الأسئلة. وتتمثل المصادر الرئيسية لتحليلنا في: نشرة هذا الاكتتاب، وقواعد بيانات مركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر/ نشرة الأعمال المصرفية بالغة الصغر.^٢ ونظراً للقضايا الخاصة بالبيانات وتبسيط الافتراضات، فإن بعض الحسابات التي قمنا بها قد لا تكون دقيقة تماماً، إلا إننا نرى أن هامش الخطأ المحتمل متواضع بما لا يؤدي إلى تشويه الصورة العامة بصورة جوهرية. ولقد دعونا أكبر مساهمي مؤسسة كومبارتاموس للتعليق على مسودة هذه الدراسة.

خلفية تاريخية وتفاصيل الصفقة

عملت مؤسسة كومبارتاموس منذ إنشائها في عام ١٩٩٠ حتى عام ٢٠٠٠ كمنظمة غير حكومية لا تهدف إلى الربح. وأثناء هذه الفترة، حصلت كومبارتاموس على ٣,٤ مليون دولار أمريكي في صورة منح أو قروض ميسرة (شبه منح) من المؤسسات الدولية المعنية بالتنمية ومن مصادر خاصة في المكسيك. وكانت هذه المؤسسة غير الحكومية تقدم قروضاً بالغة الصغر للفقراء ومنخفضي الدخل من النساء، خاصة في المناطق الريفية.

وبحلول عام ٢٠٠٠، بلغ عدد المقترضين من مؤسسة كومبارتاموس ٦٠ ألف مقترض. وحتى يتسنى الحصول على أموال تجارية لتحقيق نمو أسرع، قامت كومبارتاموس ومساهمون آخرون بإنشاء شركة تمويل ذات كيان قانوني معتمد كمؤسسة هادفة للربح. وأثناء هذه الفترة، قدمت الوكالة الأمريكية للتنمية الدولية (USAID) منحة مقدارها مليوني دولار أمريكي لمؤسسة (ACCION)، وهي مؤسسة دولية لا تهدف إلى الربح معنية بتقديم المساعدات الفنية ورأس المال لمؤسسات التمويل الأصغر. وبهذا المبلغ، قامت مؤسسة (ACCION) بما يلي: (١) تقديم ٢٠٠ ألف دولار أمريكي في صورة مساعدة فنية لمؤسسة كومبارتاموس، (٢) تقديم ٨٠٠ ألف دولار أمريكي لها استخدمتها كومبارتاموس في شراء أسهم في شركة التمويل الجديدة، (٣) إقراض مليون دولار أمريكي لشركة التمويل الجديدة كقرض غير ممتاز.^٣

وإضافة إلى المنح وشبه المنح، حصلت شركة التمويل الهادفة للربح على ما يجاوز ٣٠ مليون دولار أمريكي في صورة قروض من المؤسسات

^٢ يقوم سوق مركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر بإنشاء قواعد البيانات الخاصة به، ونشرة الأعمال المصرفية البالغة الصغر، www.themix.org. علماً بأن البيانات الخاصة بفرادى مؤسسات التمويل الأصغر في نشرة الأعمال المصرفية بالغة الصغر هي بيانات سرية ولا تستخدم إلا بتصريح من مؤسسة التمويل الأصغر المعنية.

^٣ اشترى صندوق أكسيون غيتواي (ACCION's Gateway Fund) أيضاً أسهماً بقيمة مليون دولار أمريكي في شركة التمويل. وقامت مؤسسة كومبارتاموس بسداد القرض غير الممتاز قبل موعد استحقاقه عندما أتج لها مصادر تمويل أقل تكلفة.

^٤ مؤسسة الاستثمار للدول الأمريكية (تابعة لبنك التنمية للدول الأمريكية)، والوكالة الألمانية للتعمير (KfW)، ومؤسسة الأنديز للتنمية، ومؤسسة التمويل الدولية، ومعهد الائتمان الرسمي (Instituto de Credito Oficial) - إسبانيا.

^٥ صندوق ديكسيا للائتمان الأصغر وإدارة صندوق كريدي سويس للائتمان الأصغر.

^٦ مؤسسة التمويل الدولية هي ذراع البنك الدولي للتعامل مع القطاع الخاص.

الاستثمارات الأصلية للمساهمين (حوالي ٦ ملايين دولار أمريكي) يصل إلى ١٠٠ في المائة سنوياً مكرماً على مدى ٨ سنوات. وقد ذهبت معظم حصيلة هذا البيع إلى مؤسسات ذات أغراض عامة — مؤسسة التمويل الدولية، ومؤسسة (ACCION)، ومؤسسات كومبارتاموس غير الهادفة للربح. وذهب ثلث هذه الحصيلة (حوالي ١٥٠ مليون دولار أمريكي) إلى جيوب المساهمين من القطاع الخاص. وتبلغ قيمة الأسهم غير المباعة التي ظلت في حوزة هؤلاء المساهمين من القطاع الخاص حوالي ٣٠٠ مليون دولار أمريكي إذا ما قُيِّمت بسعر هذا الاكتتاب.^{١٠}

١. هل الأرباح المتميزة، والفوائد العالية لدى مؤسسة كومبارتاموس، قادرة على الصمود فيما يتعلق بالهدف الاجتماعي الذي يتبناه هذا البنك، وهل تتماشى مع الأهداف الإنمائية لمساهميها الرئيسيين؟

يتمثل أهم مصدر للاهتمام بهذا الاكتتاب لدى مجتمع التمويل الأصغر في الأرباح الهائلة التي حققها هذا الاكتتاب — خاصة الأرباح التي حققها مساهمو القطاع الخاص. وحتى يتسنى لنا تناول هذه القضية يتعين علينا أن نبدأ بالتمييز بين وجود الأرباح، وحجم الأرباح. إننا لا نرى أي غضاضة في قيام المساهمين بتحقيق أرباح من خلال كومبارتاموس. ولقد كانت الوكالة المعنية بالتنمية والجهات المانحة من القطاع الخاص تقدم دعماً لبعض الأنشطة التي من المتوقع أن تحقق أرباحاً خاصة في نهاية الأمر، وذلك لأن هذه الجهات ترى أن ذلك سيخدم هدفاً اجتماعياً أوسع نطاقاً في الوقت نفسه. فمد طريق أو إنشاء سد، أو تمويل مشروع لتشجيع الصادرات لتوفير فرص عمل سيؤدي إلى إثراء أفراد من القطاع الخاص بمقدورهم إنشاء شركات أعمال أو التوسع فيها في حال نجاح المشروع.

ومنذ السنوات الأولى لتأسيس مؤسسة كومبارتاموس، كان جميع المشاركين، ومنهم الجهات المانحة، على علم وبيّنة بأن الهدف الأسمى هو تمويل عملية النمو الهائل في الوصول والانتشار بين العملاء وذلك بالحصول على ودائع، وهذا كان سيتطلب على وجه الترجيح نقل نشاط العمليات في نهاية الأمر إلى مؤسسة هادفة لتحقيق ربح. وكانت الرؤية طويلة الأمد للجميع هي سوق مكسيكي للائتمان الأصغر يتنافس فيه العديد من الشركات الخاصة لتقديم خدمات مالية للعملاء الأكثر فقراً، وتمويل عملياتهم عن طريق مصادر أموال تجارية من القطاع الخاص وليس بالاعتماد على الحصول على مبالغ متزايدة من تمويل الجهات

بلغ إجمالي السعر الأصلي الذي دفعه هؤلاء المستثمرون مقابل الأسهم التي حصلوا عليها في السنوات ما بين ١٩٩٨ — ٢٠٠٠ حوالي ٦ ملايين دولار أمريكي.^٧ وبنهاية عام ٢٠٠٦، زادت القيمة الدفترية لهذه الأسهم إلى ١٢٦ مليون دولار أمريكي بسبب الأرباح المرتفعة للغاية. وتجاوزت القيمة الدفترية لمتوسط العائد على حقوق المساهمين ٥٣ في المائة سنوياً منذ التحول إلى النظام التجاري في عام ٢٠٠٠، وتم الاحتفاظ بما يجاوز ٨٠ في المائة من هذه الأرباح كأرباح مرحلة لدى الشركة لتمويل عملية النمو في عدد وحجم قروضها، بدلاً من توزيعها كأرباح للمساهمين.^٨ وهذه الأرباح المرحلة الكبيرة حققت نمواً هائلاً في القيمة الدفترية للشركة.

وتعكس هذه الأرباح ارتفاع أسعار الفوائد التي تقوم كومبارتاموس بتحميلها على قروضها. وبلغ عائد الفوائد على متوسط حافطة القروض حوالي ٨٦ في المائة في عام ٢٠٠٥،^٩ (كما سيتضح فيما بعد، إذ إن أسعار الفوائد المرتفعة للغاية تعتبر أمراً شائعاً بين شركات تقديم الخدمات المالية الهادفة وغير الهادفة للربح في سوق القروض المكسيكي لمحدودي الدخل).

وفي الاكتتاب الذي تم في ٢٠ أبريل/نيسان ٢٠٠٧، باع المساهمون حوالي ٣٠ في المائة من أسهمهم لمستثمرين جدد، معظمهم من مديري صناديق الاستثمار الدولية الشهيرة، وآخرين يمثلون مستثمرين تجاريين بصورة محضة. وهذا الاكتتاب كان بمثابة طرح ثانوي — أي أن كومبارتاموس لم تقم بإنشاء وبيع أسهم جديدة، الأمر الذي كان سيؤدي إلى جلب تمويل إضافي للبنك. لكن حصيلة البيع ذهبت إلى المساهمين الحاليين الذين حققوا أرباحاً رأسمالية من خلال بيع جزء من حصصهم في هذا البنك.

وحصل المساهمون الحاليون على حوالي ٤٥٠ مليون دولار أمريكي مقابل ما نسبته ٣٠ في المائة من أسهمهم بما يمثل ما يزيد على ١٢ مرة ضعف القيمة الدفترية لهذه الأسهم. وهذا يعني أن تقييم الشركة بسعر السوق يجاوز ١,٥ بليون دولار أمريكي، وأن العائد الداخلي لبيع

^٧ على الرغم من عدم الترخيص لشركة التمويل حتى عام ٢٠٠٠، إلا أنه كان من الواجب استثمار رأس المال قبل ذلك لتدعيم طلب الحصول على الترخيص.

^٨ تبيحت قاعدة بيانات سوق مركز تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر (www.mixmarket.org) العوائد كنسبة من متوسط حقوق المساهمين على مدى سنة، وليس باستخدام حقوق الملكية الأولية في بداية السنة. كما أن المقياس الأخير، الذي يتيح صورة أفضل للنمو مع الوقت في قيمة استثمارات المساهمين، يُعتبر أعلى. فعلى سبيل المثال، بلغ عائد مؤسسة كومبارتاموس على متوسط حقوق الملكية ٥٧,٤ في المائة عام ٢٠٠٦، بينما كان العائد على حقوق الملكية الأولية يزيد على ٧٠ في المائة.

^٩ نظراً لقيام مؤسسة كومبارتاموس بالتحول إلى عمليات هادفة للربح في عام ٢٠٠٠، فإن أسعار الفائدة على قروضها تخضع لضريبة القيمة المضافة بواقع ١٥ في المائة تقريباً. وفقاً لما هو معمول به في المكسيك، تقوم كومبارتاموس باستقطاع ضريبة القيمة المضافة عند إثبات إيرادات الفوائد. وبالتالي فإن الفائدة الفعلية المسددة بمعرفة العملاء تكون حوالي ١٣ في المائة أعلى من الأسعار الواردة هنا.

^{١٠} وحتى ٣٠ يونيو ٢٠٠٧، كان يتم تداول أسهم مؤسسة كومبارتاموس بواقع ٦,١٥ دولار أمريكي، أي بأرباح تبلغ ٦٦ في المائة علاوة على سعر الاكتتاب البالغ ٣,٧٠ دولار أمريكي.

الودائع من مصادر الأموال المنخفضة التكلفة نسبياً. وبالتالي ففي حالة ثبات العوامل الأخرى، فإن المشتريين كانوا يتوقعون أن تصبح المؤسسة أكثر ربحية بمجرد أن تبدأ في قبول ودائع: حيث إنه بدون استثمارات إضافية من أصحاب حقوق الملكية، فإن النشاط يمكنه أن يتوسع عدة مرات في ذات الوقت الذي تتراجع فيه تكلفة التمويل. وكان الترخيص المصرفي بمثابة أصل غير ملموس لم يكلف المقترضين من المؤسسة شيئاً. وفي حدود تحقيق أرباح رأسمالية أكبر للمساهمين الذين باعوا أسهم في هذا الاكتتاب بسبب الترخيص المصرفي، فإن هذه الأرباح الرأسمالية لا تمثل أية مشكلة من منظور إنمائي.

■ ارتفاع الأرباح الحالية بسبب ارتفاع أسعار الفوائد. عندما نظر إلى العائد الكبير الذي حققه مساهمو مؤسسة كومبارتاموس الأولون على استثماراتهم، يبدو لنا، على وجه الترحيح، أن النصيب الأكبر من هذا العائد يُعزى إلى سجل المؤسسة الحافل بالإنجازات فيما يتعلق بتحقيق صافي أرباح مرتفع.¹² وقد ارتفع صافي هذه الأرباح نظراً لقيام المؤسسة بتحميل فوائد على مقترضها أعلى بكثير مما تحتاجه لتغطية تكاليفها، كما سناقش ذلك لاحقاً. وقد دفع المكتتبون أسعاراً عالية في أسهم المؤسسة، مما أدى إلى تحقيق عوائد كبيرة للمساهمين البائعين، حيث توقع هؤلاء المشترون أن يستمر نمط الأرباح السابقة على هذا النحو بل قد ينمو. وقد تحققت هذه الأرباح الماضية مباشرة من جيوب المقترضين الفقراء من مؤسسة كومبارتاموس، الأمر الذي أدى إلى تعارض بين رفاهية هؤلاء المقترضين، ورفاهية مستثمري المؤسسة.

وبالتالي، فإننا يمكننا القول بعدم وجود ما يثير القلق لدينا تلقائياً، وذلك إذا ما نظرنا إلى العائد المرتفع للغاية الذي حققه المساهمون الأوائل في كومبارتاموس على استثماراتهم. وبصورة أكثر تحديداً، ينبغي أن ينصب الاهتمام على الجزء الأكبر من هذه العوائد التي تم تحقيقها بسبب تحميل فوائد على المقترضين أعلى مما هو مطلوب.

المانحة الذي يتسم بالندرة. ويبدو واضحاً أن كومبارتاموس لولم تتخذ نهجاً تجارياً لرسالتها وهدفها، ما كان بمقدورها أن تخدم ما يزيد على ٦٠٠ ألف مقترض، وتحقق نمواً بهذه السرعة. وعلى ضوء هذا النهج الذي تم اختياره، لا عجب أن تحقق أطراف من القطاع الخاص أرباحاً. والسؤال الأكثر صعوبة يتعلق بحجم هذه الأرباح. فحتى من يساند ويقف وراء أي نهج تجاري إزاء معظم عمليات التمويل الأصغر يفكر ملياً عندما يرى العائد المحقق للمساهمين يبلغ ١٠٠ في المائة مركباً على استثماراتهم على مدى ٨ سنوات متواصلة. وحتى يتسنى تقييم ما إذا كان ذلك معقولاً أو عملاً أخلاقياً في سياق شركة غالبية مستثمريها لديهم هدف اجتماعي، يتعين على المرء أن ينظر إلى مصدر هذه الأرباح واستخداماتها. والسؤال هو إلى أي مدى تتأتى هذه الأرباح من جيوب العملاء الفقراء؟ وهل تُستخدم هذه الأرباح من أجل مزيد من الأرباح لمزيد من الفقراء، أم أن المستثمرين من القطاع الخاص يستحوذون عليها؟

أما بالنسبة لمصادر هذه الأرباح، فإن السعر المرتفع للغاية للسهم المطروح في هذا الاكتتاب¹¹ كانت وراءه مجموعة معقدة من العوامل. وتبدو أهم هذه العوامل، على وجه الترحيح، على هذا النحو:

■ ندرة أوراق مالية منافسة في المكسيك. يرغب مديرو صناديق الأوراق المالية في الأسواق الناشئة أو غيرها من الصناديق العالمية في الحفاظ على نسبة ما من الأوراق المالية المكسيكية لأغراض التنوع. وفي أثناء هذا الاكتتاب، كانت البدائل المطروحة من الاكتتابات قليلة نسبياً، مما أدى إلى زيادة سعر البيع الذي يمكن لمساهمي مؤسسة كومبارتاموس بيع أسهمهم عنده. ولم تكن هذه العلاوة على سعر البيع مرتبطة بأية تكلفة على مقترض كومبارتاموس، لذلك فإن هذا الجزء من الأرباح لا يحمل في طياته، على ما يبدو، أي تعارض مع الأهداف الإنمائية.

■ الترخيص المصرفي. أثناء هذا الاكتتاب، حصلت مؤسسة كومبارتاموس على ترخيص بمباشرة الأنشطة المصرفية إلا إنها لم تبدأ في استخدام هذا الترخيص في قبول ودائع. وتعتبر

¹² يقوم المستثمرون بشراء الأسهم متوقعين أرباح مستقبلية، بناءً على، إلى حد كبير، الأداء السابق مع بعض التعديلات مقابل التغيرات المستقبلية المتوقعة. مع تساوي كافة العناصر الأخرى، إذا كانت أرباح كومبارتاموس أقل بواقع الثلثين (أي ما زالت عند مستوى قوي حوالي ٢٠ في المائة عائد سنوي على حقوق الملكية الأولية)، فإننا قد نتوقع بيع أسهم الاكتتاب بسعر أقل بمقدار الثلثين.

¹¹ في أواخر ديسمبر/كانون الأول ٢٠٠٦، توقعت مؤسسة (ACCION) أن المشتريين قد يدفعون ثلاثة أضعاف القيمة الدفترية مقابل أسهم كومبارتاموس. وبعد أربعة شهور، قام المكتتبون بدفع ١٢ ضعفاً للقيمة الدفترية.

أ. إلى أي مدى كانت فوائد المؤسسة مرتفعة، وما السبب وراء ذلك؟

نقيس أسعار فوائد المؤسسة حسب العائد— أي الإيرادات الفعلية المحصلة من المقترضين أثناء العام مقسومة على متوسط حجم حافظة القروض على السنة. بلغت عوائد الفوائد لعام ٢٠٠٥ ما نسبته ٨٦,٣ في المائة وفقاً لبيانات نشرة الأعمال المصرفية بالغة الصغر التي تم استخدامها بموجب تصريح. وبإضافة ضريبة القيمة المضافة بواقع ١٥ في المائة تقريباً من الفائدة، فإن سعر الفائدة الذي يدفعه العملاء يصل إلى حوالي ١٠٠ في المائة. وكانت عوائد الفوائد في السنوات الأولى أعلى من ذلك.

وهذه الأسعار أعلى بكثير من الأسعار التي تقوم بتحميلها مؤسسات التمويل الأصغر النمطية: فالمتوسط العالمي لأسعار الفائدة التي تحملها مؤسسات التمويل الأصغر التابعة لنشرة الأعمال المصرفية بالغة الصغر بلغ ٣٠,٩ في المائة في عام ٢٠٠٥. إلا أن قروض مؤسسة كومبارتاموس تعتبر صغيرة للغاية مقارنة بإجمالي الدخل القومي للفرد — ٥,٤ في المائة فقط في عام ٢٠٠٥ مقارنة بمتوسط يبلغ ٤٣,٥ في المائة لمؤسسات التمويل الأصغر على مستوى العالم — وبالتالي فإن التكاليف الإدارية الخاصة بها حتماً أعلى بكثير من المتوسط، وبالتالي تكون أسعار الفائدة التي تحملها أعلى من المتوسط أيضاً.^{١٣}

ومن بين كافة مؤسسات التمويل الأصغر حول العالم التي تغطيها نشرة الأعمال المصرفية بالغة الصغر، نجد مجموعتين من المجموعات المناظرة هي التي يمكن أن تُقارن بالنسبة لعوائد فوائد مؤسسة كومبارتاموس وهما: مجموعة المؤسسات التي تستهدف "سوق محدود الدخل"، ومجموعة مؤسسات "الأنشطة المصرفية القروية". وقد بينت المقارنة مع هاتين المجموعتين أن عوائد فوائد مؤسسة كومبارتاموس ما زالت أعلى (خاصة عندما نتذكر أن المقترضين من كومبارتاموس يدفعون حالياً ١٣ في المائة ضرائب إضافية لا تظهر ضمن العوائد المثبتة)، لكن من ناحية أخرى نجد أن الحجم النسبي لقروضها أقل بكثير (جدول ٢).

^{١٣} يقارن المحللون أحجام القروض بإجمالي الدخل القومي للفرد لإلقاء الضوء على مسألتين منفصلتين، هما: مستوى الفقر للعملاء، والتكاليف الإدارية للإقراض. الفجوة بين الأغنياء والفقراء في المكسيك واسعة للغاية، إلا إن متوسط الدخل فيها أعلى بكثير من معظم البلدان الأخرى التي تتم فيها ممارسة نشاط التمويل الأصغر. وبالتالي فإن مقارنة حجم القروض بدخل الفرد قد تؤدي إلى جعل عملاء مؤسسة كومبارتاموس يبدوون أكثر فقراً مما هم عليه.

ومع ذلك، ففي هذه المذكرة المركزة، فإننا نستخدم هذا المؤشر فقط لإلقاء الضوء على التكاليف الإدارية. ونحن نستخدم إجمالي الدخل القومي للفرد عند مقارنة أحجام القروض والتكاليف لأن هذا هو البديل الوحيد المتاح لنا—على الرغم من أنه بديل تقريبي—لتكاليف العمالة فيما بين البلدان. ونلاحظ أن تعيين موظف مسؤول عن القروض يكلف في المكسيك أكثر بكثير مما يكلف في بنغلاديش، وبالتالي فإن التكاليف الإدارية المرتبطة بإنجاز قرض قيمته ١٠٠ دولار أمريكي ستكون أعلى بكثير في المكسيك مقارنة ببنغلاديش. وقد تكون مقارنة تكاليف وكفاءة مؤسسات التمويل الأصغر بين البلدان مشوهة بصورة كبيرة دون إدخال بعض التعديلات والتسويات لإظهار الفرق في تكلفة العمالة، وبعض المستلزمات (المدخلات) المنتجة محلياً.

جدول ٢. عوائد الفوائد وحجم القروض:

مؤسسة كومبارتاموس مقابل مجموعتين من المجموعات المناظرة بنشرة الأعمال المصرفية بالغة الصغر (٢٠٠٥)

عوائد الفوائد المعدلة (%)	متوسط رصيد القروض كنسبة مئوية من إجمالي الدخل القومي للفرد	مؤسسة كومبارتاموس
٨٦,٣	٥,٤	مؤسسة كومبارتاموس
٣٥,٤	١٦,٣	مؤسسات التمويل الأصغر المتعاملة مع محدود الدخل (المتوسط)
٤٧,٢	٢٣,١	مؤسسات التمويل الأصغر التي تمارس أعمالاً مصرفية قروية (المتوسط)

المصدر: نشرة الخدمات المصرفية بالغة الصغر رقم ١٤ المعايير الاسترشادية لحركة أسعار الأوراق المالية "Trendline Benchmarks" (المتوسط).

وتمثل مقارنة أسعار فوائد المؤسسة مع أسعار فوائد مقرضين مكسيكيين آخرين يصلون إلى أسواق أقل دخلاً عنصراً أيضاً. وتأتي المؤسسة في الجانب الأعلى من هذا النطاق، على الرغم من أنها لا تتربع على القمة بالطبع (جدول ٣).

وتمثل المقارنة مع أسعار إقراض أخرى في السوق المكسيكي عنصراً أيضاً، لكن معظم منتجات القروض غير قابلة للمقارنة على نحو صارم. على سبيل المثال، تصل معظم بطاقات الائتمان والقروض الاستهلاكية إلى مقترضين من أصحاب المرتبات، الأمر الذي يسمح باستخدام الأساليب الآلية للتصنيف الائتماني. ومن الطبيعي أن نتوقع أن تكون مثل هذه القروض أقل تكلفة من الائتمان الأصغر للمقترضين من غير أصحاب المرتبات، حيث يتم تقييم كل قرض بصورة فردية من خلال موظف ائتمان. وثمة طريقة أقوى من ذلك لتحليل أسباب ومبررات ومدى معقولية أسعار فوائد كومبارتاموس تتمثل في فحص إلى أين تذهب إيرادات هذه الفوائد (شكل ١).

يذهب الجزء الأكبر من هذه الإيرادات لتغطية التكاليف الإدارية (التشغيلية). وقد تبدو نسبة مصروفات التشغيل للمؤسسة البالغة ٣٦,٤ في المائة غير فعالة في المقارنة مع متوسط النسب البالغ ١٥ في المائة لمؤسسات التمويل الأصغر في جميع أنحاء العالم في عام ٢٠٠٥، لكن هذا القياس يغفل تأثير حجم قروض المؤسسة الذي يعتبر صغيراً للغاية في السياق المكسيكي. أما القياس الأفضل فيتمثل في مصروفات التشغيل لكل مقترض على مدى العام. ولا يقدم هذا التحليل أية إشارة إلى أن عدم الكفاءة من جانب الإدارة يساهم في ارتفاع أسعار فوائد المؤسسة (جدول ٤).^{١٤}

^{١٤} ثمة مؤشر آخر له دلالة خاص بالكفاءة ألا وهو عدد المقترضين لكل موظف داخل مؤسسة التمويل الأصغر. وفي عام ٢٠٠٥، بلغت نسبة المقترضين لكل موظف في مؤسسة كومبارتاموس ١٩٧، وهي النسبة الأعلى بالنسبة لأي مؤسسة تمويل أصغر في مركز تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر، وهي أعلى بكثير من المتوسط الخاص بمجموعات الأقران الواردة في نشرة الخدمات المصرفية بالغة الصغر رقم ١٤ (جميع مؤسسات التمويل الأصغر—١٢٧، مؤسسات التمويل الأصغر في أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي—١٢٠، مؤسسات التمويل الأصغر المتعاملة مع محدود الدخل—١٧٠، مؤسسات التمويل الأصغر التي تمارس أنشطة مصرفية قروية—١٥٨).

جدول ٣ أسعار الفائدة على خدمات التجزئة في المكسيك

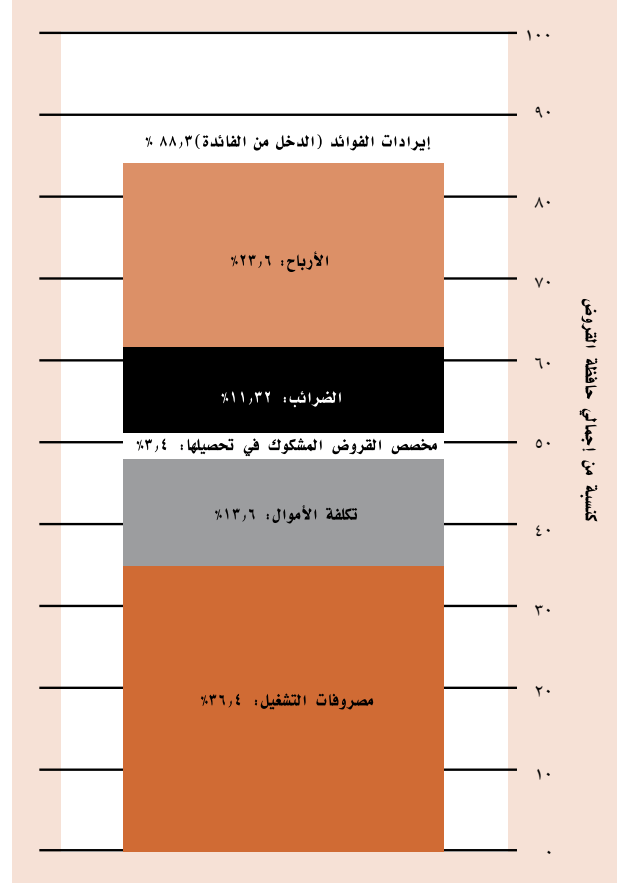
المقرض	عوائد الفوائد	السنة	المصدر
مؤسسة كومبارتاموس	**%/٨٦	٢٠٠٥	قاعدة بيانات نشرة الخدمات المصرفية بالغة الصغر، بتصریح
مؤسسات التمويل الأصغر			
مؤسسة FINCA	**%/٨٩	٢٠٠٥	قاعدة بيانات سوق مركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر
مؤسسة FINCOMUN	**%/١٠٣ (?)	٢٠٠٥	"
مؤسسة (Caja Popular)	**%/٢٣	٢٠٠٥	"
مؤسسة (ProMujer)	**%/٦٧	٢٠٠٥	"
مؤسسة (Finsol)	**%/٨١	٢٠٠٦	الهيئة الوطنية المكسيكية للأنشطة المالية والأوراق المالية (www.cnbv.gob.mx)
مؤسسة (Pronegocio)	**%/٤٦	٢٠٠٦	
مقدمو القروض الاستهلاكية			
مؤسسة (Independencia)	**%/٧٤	٢٠٠٦	الهيئة الوطنية المكسيكية للأنشطة المالية والأوراق المالية (www.cnbv.gob.mx)
مؤسسة (Familiar)	**%/٧٩	٢٠٠٦	
بطاقات الائتمان			
بنك اتش اس بي سي	***%/٧٥	٢٠٠٦	اللجنة الوطنية لحماية مستخدمي الخدمات المالية (CONDUSEF)
بنك (Bancomer)	***%/٥٩	٢٠٠٦	"
سي تي بنك/ باناميسكس	***%/٤٧	٢٠٠٦	"
مؤسسة (Inbursa)	***%/٣٣	٢٠٠٦	"
سكوتيا بنك (ScotiaBank)	***%/٢٧	٢٠٠٦	"
الائتمان الاستهلاكي (البيع بالأجل)			
محلات البقالة (السوبر ماركت)	٣٠ في المائة شهرياً	?٢٠٠٢	كاسكي، ورويز ديوران وسولو (Caskey, Ruiz Duran, and Solo): من لا يحصلون على خدمات بنكية في المكسيك والولايات المتحدة الأمريكية (البنك الدولي، ٢٠٠٤)، صفحة ١٤.
متاجر السلسلة (سلع استهلاكية معمرة)	١٥ في المائة شهرياً	?٢٠٠٢	
الشراء بالقسط	٣٠ في المائة شهرياً	?٢٠٠٢	
مقرضون آخرون			
المرتهنون	٢٧-٢٠٠%		اتصال من (Communication from J. Armah, CHF)
اتحادات ائتمانية	١١-٢٧%		"
مقرضون آخرون غير رسميين	٤-٨ في المائة شهرياً		"

*العوائد الواردة في قاعدة بيانات سوق مركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر مثبتة بأعلى من قيمتها قليلاً لأنها تتضمن فوائد دائنة (إيرادات فوائد) من استثمارات.

**يتم إثبات هذه العوائد بالصافي بعد خصم ضرائب القيمة المضافة، وبالتالي تظهر التكلفة التي يتحملها المقرض بأقل من قيمتها بواقع ١٣ في المائة.

***أسعار بطاقات الائتمان الواردة تتضمن تأثير جميع الأتعاب والرسوم والعمولات.

شكل ١. استخدام إيرادات فوائد مؤسسة كومبارتاموس، ٢٠٠٥



المصدر: نشرة الخدمات المصرفية باللغة الصغرى، بتصريح ملاحظة: تتضمن الإيرادات (الدخل) المبنية هنا مبلغاً صغيراً من الفوائد على الاستثمارات، ومن ثم فهي أعلى قليلاً من عوائد الحافظة البالغة ٨٦,٣ في المائة الموضحة في ثانياً هذه الدراسة.

تمثل تكلفة الأموال لدى مؤسسة كومبارتاموس عنصر إسهام مهم في أسعار فوائدها، حيث إن هذه التكلفة تبلغ ١٣,٦ في المائة من الحافظة. ومن الممكن توقع تراجع هذه التكلفة عندما يبدأ البنك في تمويل نفسه خلال الودائع في المستقبل القريب. ويتضح أن الدافع التقديري الأكبر وراء سعر فائدة المؤسسة هو ارتفاع هامش الربح لديها، وهو القضية المركزية التي بحاجة إلى تناولها في هذه المناقشة.

تبين الأشكال ٢، ٣، و٤ مقارنات عديدة حالية ذات صلة. ويبدأ ذي بدء، نجد أن مؤسسة كومبارتاموس تحقق أرباحاً هائلة مقارنة بالبنوك المكسيكية. وهي تحقق أرباحاً مرتفعة أيضاً مقارنة بالمجموعات المناظرة من مؤسسات التمويل الأصغر. وأخيراً تبدو أرباح هذه المؤسسة مرتفعة، إلا أنها أقل مقارنة بمؤسسات التمويل الأصغر ومقدمي القروض الاستهلاكية في البيئة المكسيكية.

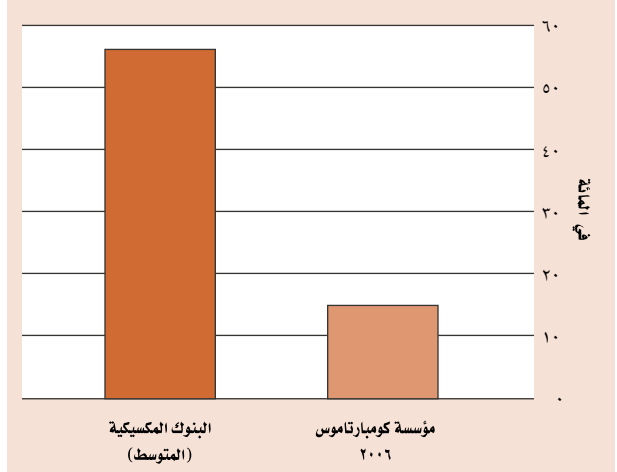
وقبل الانتقال لمناقشة الأبعاد الأخلاقية للأرباح وأسعار الفوائد المرتفعة، من الأهمية بمكان تحري الوضوح بشأن العلاقة بين الاثنين. فمن السهل نسيان أن الدافع وراء معظم أسعار الفائدة هو التكاليف، وليس الأرباح. يبرز شكل ٥ مدى تراجع عوائد فوائده المؤسسة إذا كانت الأرباح أقل، ويبين أنه حتى في السيناريو الصارم بعدم تحقيق أي أرباح، يتعين أن تظل الفوائد مرتفعة حسب معايير التمويل الأصغر العالمية. وإذا قامت المؤسسة بتخفيض عوائدها على متوسط حقوق الملكية إلى نسبة ١٥ في المائة الشائعة بين البنوك المكسيكية، فإن عوائد فوائدها ستراجع بواقع ٢٠ في المائة فقط على وجه التقريب أي من ٨٦ في المائة إلى ٦٨ في المائة.

جدول ٤. مصروفات التشغيل لكل مقترض، كنسبة من إجمالي الدخل القومي للضرد (٥٠٠٢)

مؤسسة كومبارتاموس (المؤسسة)	١,٨%
مؤسسات التمويل الأصغر المكسيكية	
مؤسسة FINCA	١,٨%
مؤسسة (FINCOMUN)	٥,٦%
مؤسسة (Caja Popular)	٢,٠%
المجموعات المناظرة في نشرة الخدمات المصرفية باللغة الصغرى (الوسيط)	
كافة مؤسسات التمويل الأصغر	١٢~%
مؤسسات التمويل الأصغر في أمريكا اللاتينية / البحر الكاريبي	١٠~%
مؤسسات التمويل الأصغر التي تستهدف سوق محدودي الدخل	٣٧~%

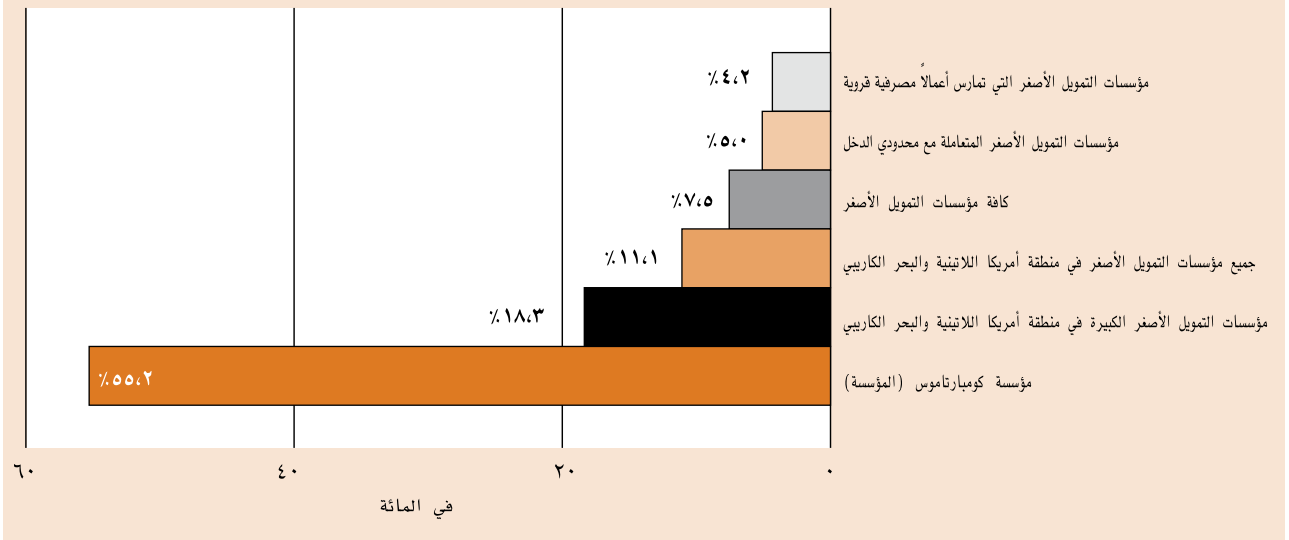
المصدر: نشرة الخدمات المصرفية باللغة الصغرى رقم ١٤ وسوق مركز تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر.

شكل ٢. العائد على متوسط حقوق الملكية: مؤسسة كومبارتاموس مقابل البنوك المكسيكية



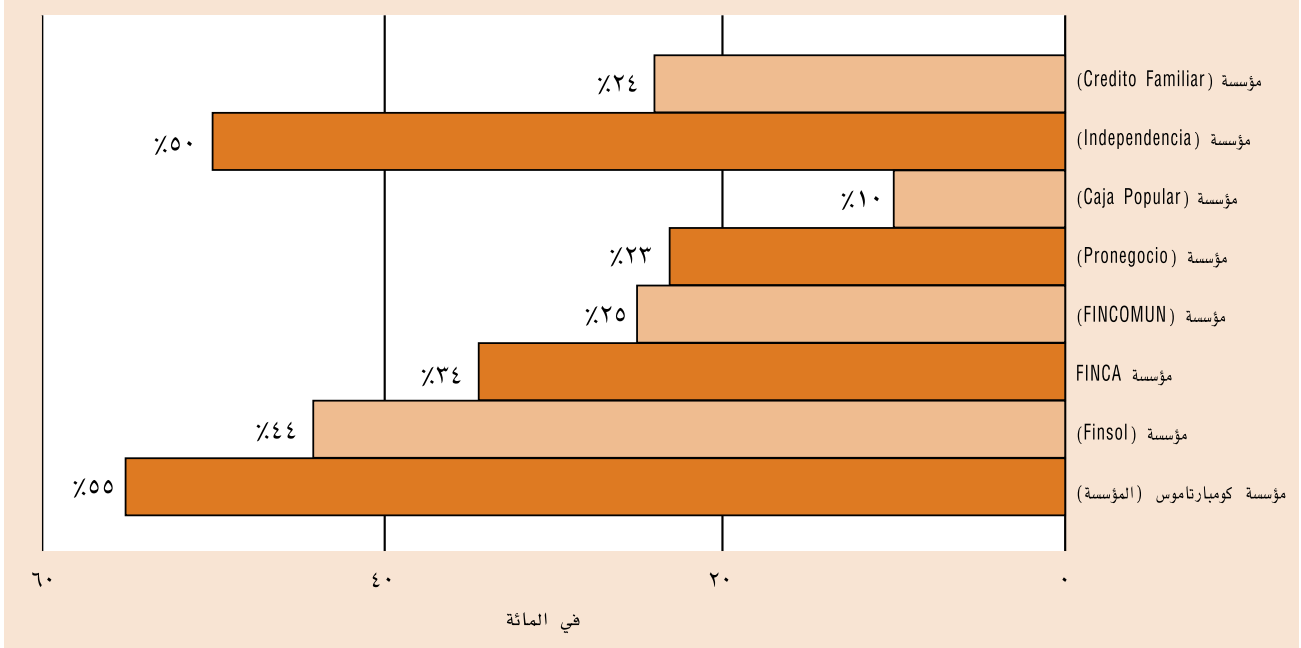
المصادر: سوق مركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر: ٢٧ بنكاً مكسيكياً في قاعدة بيانات بنك سكوب (BankScope). مع استبعاد مؤسسة كريدوماتيك كبنك خارج النطاق بسبب بلوغ معدل العائد على الأصول سالب ٥٢٣ في المائة.

شكل ٣. العائد على متوسط حقوق الملكية (٢٠٠٥) : مؤسسة كومبارتاموس مقابل الضئات المناظرة في نشرة الأعمال المصرفية بالغة الصغر (٢٠٠٥)



المصدر: نشرة الخدمات المصرفية بالغة الصغر رقم ١٤ المعايير الاسترشادية لحركة أسعار الأوراق المالية "Trendline Benchmarks" (المتوسط).

شكل ٤. العائد على متوسط حقوق الملكية (٢٠٠٦) : مؤسسة كومبارتاموس مقابل البتوك المكسيكية ومقدمي القروض الاستهلاكية



المصادر: سوق مركز تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر، والهيئة الوطنية المكسيكية للأنشطة المالية والأوراق المالية (www.cnbv.gob.mx). ملاحظة: يقدم مقدمو القروض الاستهلاكية (البندان الأعلى) القروض إلى أصحاب المرتبات بصورة أساسية تقوم مؤسسات التمويل الأصغر (البند الستة الأدنى) بالإقراض بصورة أساسية لأصحاب المشروعات بالغة الصغر من غير أصحاب المرتبات.

جدول ٥. نمو نطاق انتشار مؤسسة كومبارتاموس

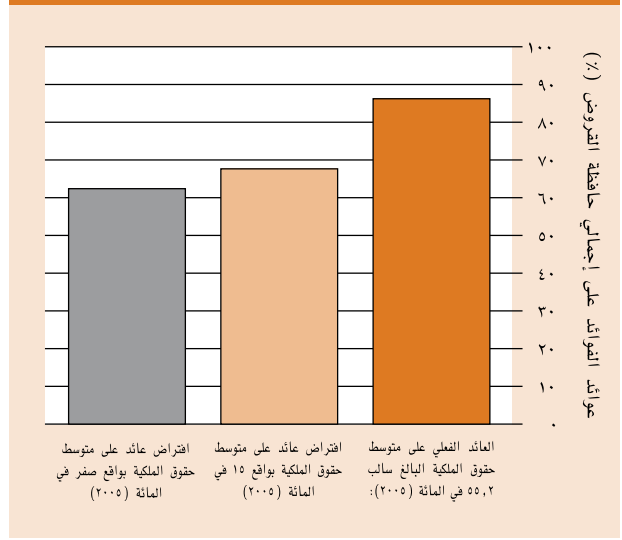
النمو (%)	المقترضون	السنة
	٢٦.٧١٦	١٩٩٦
٢١	٣٢.٢٥٤	١٩٩٧
٣٥	٤٣.٤٠١	١٩٩٨
١٣	٤٨.٨٣٥	١٩٩٩
٣١	٦٤.١٤١	٢٠٠٠
٤٥	٩٢.٧٧٣	٢٠٠١
٥٦	١٤٤.٩٩١	٢٠٠٢
٤٨	٢١٥.٢٦٧	٢٠٠٣
٤٤	٣٠٩.٦٣٧	٢٠٠٤
٤٦	٤٥٣.١٣١	٢٠٠٥
٣٦	٦١٦.٥٢٨	٢٠٠٥
٢٤ في المائة سنوياً		المتوسط ١٩٩٦-٢٠٠٠
٤٦ في المائة سنوياً		المتوسط ٢٠٠٦-٢٠٠٥

المصدر: سوق مركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر

إلى عملاء جدد. ومن البدايات الأولى لبرنامج الائتمان الأصغر، ظل قادة المؤسسة متمسكين بهدفيهم المتمثل في الوصول بالقروض إلى مليون امرأة مكسيكية فقيرة بأسرع وقت ممكن. ومن الواضح، على نحو معقول، أنه لو لم يكن معدل الأرباح المرحلة مرتفع، لكان التوسع الذي شهدته المؤسسة من عام ١٩٩٥ إلى عام ٢٠٠٠ أبطأ بصورة كبيرة. (انظر جدول ٥). وفي هذا الصدد ما كانت مصادر التمويل الوحيدة البديلة سوى مزيد من المنح أو القروض من مؤسسات مانحة. ولم يكن مرجحاً توافر منح بأحجام كافية. وكان تمويل الأصول عند مستوى عام ٢٠٠٠ بمنح يعني جعل المانحين يتبرعون بما يبلغ ٧ ملايين دولار أمريكي لعملية استخدمت بالفعل ٦ ملايين دولار أمريكي في صورة منح قُدمت عند التأسيس واتسمت بالسلامة من الناحية التجارية. أما بالنسبة لتمويل عملية النمو بقروض، فلم يكن بمقدور المؤسسة، كمنظمة غير حكومية، أن تتوقع الاقتراض كثيراً من بنوك تجارية، وقد كانت القروض من ممولين مدفوعين باعتبارات التنمية متاحة بقدر أقل بكثير في السنوات ما بين ١٩٩٥ - ٢٠٠٠ مقارنة بالآن.

ويبدو الأمر لنا أنه ما دامت مؤسسة كومبارتاموس تمثل منظمة غير حكومية، فإنه من المعقول الدفاع عن سعر الفائدة المرتفع هذا، وإستراتيجية الاحتفاظ بمعدلات أرباح مرحلة مرتفعة لمصلحة العملاء وفقراء مكسيكيين آخرين. وبصورة أساسية تقوم المؤسسة بتحميل العملاء الحاليين بفوائد ورسوم أعلى لصالح الوصول إلى عملاء مستقبليين مرتقبين، وستظل كافة الأرباح المجمعة في هذه المؤسسة غير الحكومية لخدمة المكسيكيين الفقراء — بعضهم كعملاء تمويل

شكل ٥. تأثير أرباح مؤسسة كومبارتاموس على عوائد الفوائد



المصدر: حسابات بناءً على قاعدة بيانات نشرة الخدمات المصرفية بالغة الصغر، بتصريح

ب. هل الأرباح المرتفعة على قروض مؤسسة كومبارتاموس تتوافق مع مصالح المقترضين الحاليين والمستقبليين؟^{١٥}

حتى بعد التحول التجاري الذي حدث في عام ٢٠٠٠، كانت مؤسسة كومبارتاموس (وهذا حقيقي دون أدنى شك من جانبنا) تقدم نفسها كمؤسسة لديها أكثر من «هدف» واحد — بمعنى آخر، مؤسسة تحاول الموازنة بين أرباح المساهمين وتحقيق الرسالة الاجتماعية، ألا وهي رفاهية عملائها الحاليين والمستقبليين.

وعندما تعرضت المكسيك لانخفاض في قيمة عملتها المحلية وتضخم شديدين في عام ١٩٩٥، استجابت مؤسسة كومبارتاموس لذلك، وكانت آنذاك في مرحلة التجريب بالنسبة للعمليات التي تقوم بها، برفع سعر الفائدة الساري ليتجاوز ١٠٠ في المائة وذلك لتقديم عوائد حقيقية (أخذة معدلات التضخم في الحسبان) كانت كافية لتغطية تكاليف عمليات إقراضها. وعندما تراجع التضخم إلى المستويات الطبيعية، تداول المؤسسون والمديرون بشأن إمكانية خفض أسعار الفائدة. وكان لهم الخيار في هذا الأمر نظراً لقلّة المنافسة التي كانوا يواجهونها، حيث كانوا في وضع شبه احتكاري بالنسبة لعملائهم.

لذا قرروا أن يتركوا أسعار الفوائد والمصرفيات والعمولات كما هي حتى يتسنى لهم تمويل التوسع السريع في عمليات الانتشار والوصول

^{١٥} نظراً لقيام مؤسسة كومبارتاموس ببدء استخدام ترخيص قبول الودائع، فإن عملائها الفقراء سيتضمنون ليس فقط مقترضين، ولكن أيضاً مدخرين، وكذلك مستخدمي خدمات السداد وربما خدمات التأمين. ونحن نركز على المقترضين هنا نظراً إلى أنهم متأثرون بصورة مباشرة بأسعار الفائدة الأعلى من اللازم، وهو الأمر الذي نعتبره المشكلة الأهم في المناقشة.

إطار ١. هل القروض بفائدة تبلغ ١٠٠ في المائة باهظة للغاية بصورة يصعب معها تعزيز رفاة المقترضين؟

مثل معظم مؤسسات التمويل الأجنبي، لم تقم مؤسسة كومبارتاموس بإجراء دراسة أثر قيّمة على المقترضين مقابل غير المقترضين لتقديم إجابة علمية قوية على هذا السؤال. غير أن هناك أسباباً جوهرية تدعو للاعتقاد بأن العملاء يجنون منافع.

بادئ ذي بدء، فإن العملاء أنفسهم يرون، بصورة واضحة، أن القروض لصالحهم ولصالح أسرهم المعيشية، لأنهم يندفعون إلى هذه الخدمة في أعداد كبيرة، وغالباً ما يكون السبب وراء هذا الانجذاب حديث جيران يمثلون عملاء استشعروا الرضا عن هذه الخدمات. وربما الشيء الأكثر أهمية أن هؤلاء يقومون بسداد قروضهم على نحو متكرر وبصورة أمينة حيث لا تكون هناك حوافز كثيرة للقيام بذلك سوى الرغبة في الإبقاء، مستقبلاً، على توافر خدمة يراها المقترضون مفيدة لهم. وبالطبع فإن طلب المقترض لا يثبت تحقق منافع له—لا يستطيع أحد أن يجادل في ذلك في حالة التدخين، على سبيل المثال. وليس بالضرورة أن يستخدم كل شخص الائتمان بصورة حكيمة. لكن عندما ترتفع معدلات المقترضين الذين يعانون من مشكلات بصورة كبيرة، فإن المقترضين، لا محالة إن عاجلاً أو آجلاً، سيعانون من حالات عدم سداد أو تخلف عن السداد. غير أن هذا لم يحدث في مؤسسة كومبارتاموس، بصورة تتجاوز ما يحدث في برامج التمويل الأصغر التي تدار بصورة جيدة والتي تقوم بتحميل أسعار فوائد أدنى.

ويتنبأ بعض المراقبين القلق لأن المشروعات البالغة الصغر التي يقوم بها المقترضون قد لا تحقق عوائد كافية على رأس المال المستثمر بما يتيح القدرة على سداد أسعار الفائدة. ومع ذلك، فإن المعاملات التجارية الصغيرة التي بحاجة إلى تقديرة والمشروعات الحرفية البالغة الصغر يمكن في الغالب أن تحقق عوائد مرتفعة للغاية على رأس المال الإضافي. وتجدر الإشارة إلى أنه إذا كانت كومبارتاموس مثل غيرها من مؤسسات التمويل الأصغر الأخرى التي تم إجراء استقصاءات موثوقة عليها بشأن استخدام القروض، فإن نصف مقترضيهما أو أكثر يستخدمون عوائد قروضهم لأغراض غير تجارية، مثل شراء تليفزيون، أو دفع مصروفات المدارس والتعليم للأطفال، أو تغطية المصروفات العلاجية. وعلى الرغم من ارتفاع سعر الفائدة لدى مؤسسة كومبارتاموس، إلا أنها في العادة أقل بكثير من الفوائد التي يحملها البائعون على البيع مقابل السداد الأجل وكذلك أسعار الفائدة التي تحملها المصادر غير الرسمية التي تمثل البدائل الرئيسية للعملاء.

^{١١} إي جي، أودري وأناغول (٢٠٠٦)، وكال، وماكنزي، وودراف (٢٠٠٧).

ومن المفيد تحليل الموقف بالنظر إلى مصادر تمويل أصول مؤسسة كومبارتاموس بنهاية عام ٢٠٠٦، أي قبل الاكتتاب مباشرة (شكل ٦). ومن الممكن تصنيف المصادر إلى ما يلي:

- مؤسسات معنية بالتنمية، ومانحون من القطاع الخاص (منح، وقروض شبه تجارية)
- مستثمرون من القطاع الخاص مدفوعون باعتبارات اجتماعية (قروض شبه تجارية)
- مصادر تجارية (قروض بنوك تجارية، وشراء حصص الأفراد)
- صغار المقترضين لدى كومبارتاموس (صافي الأرباح المحترجة «المرحلة» المحققة من خلال مدفوعات الفوائد التي يقومون بسدادها)

من هذا المنظور يتبين أن العملاء قاموا بتمويل جزء كبير للغاية من نشاط الأعمال الحالي.^{١٧} وبالطبع فإن هذا المصدر الذي شكل جزءاً من رأس المال لن يحصل على أي عائد مالي على «استثماراته».

وبقيام مؤسسة (ACCION) بالإعلان عن الاكتتاب على موقعها على شبكة الإنترنت، فذلك يشير "لأهمية التذكير بأن الدخل المتأتي من الطرح (الاكتتاب) العام لا يتحقق من كومبارتاموس، بل والأهم، وليس من عملائها أيضاً من ذوي الدخل المنخفضة، ولكن من الأسواق المالية المحلية والدولية".^{١٨} وهذا صحيح، لكن لم يتم التعرض

أصغر، والبعض الآخر كمتفيعين من البرامج غير المالية — وليس لإثراء مستثمري القطاع الخاص. (إطار ١).^{١٦}

بمجرد أن أصبحت عمليات مؤسسة كومبارتاموس ذات طابع تجاري من خلال إنشاء مؤسسة هادفة إلى الربح في عام ٢٠٠٠، فإن متوسط النمو السنوي لديها تضاعف تقريباً، وهو الأمر الجيد لقاعدة عملائها المستهدفين. لكن عند هذه النقطة، فإن المفاضلة بين المنافع العامة والخاصة تغيرت، لأن مساهمين من القطاع الخاص أصبحوا الآن في الصورة.

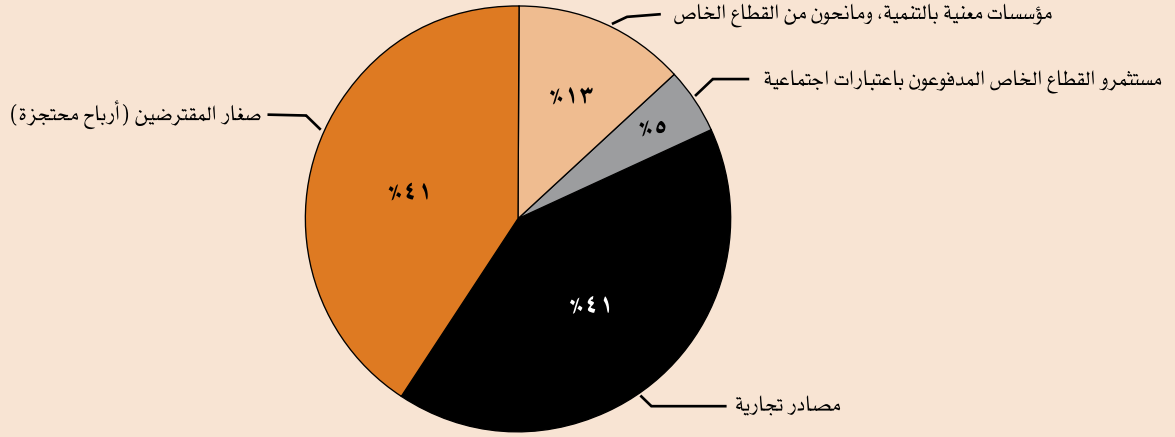
وحتى عام ٢٠٠٤، تم الاحتفاظ بكافة الأرباح لتمويل عملية الانتشار والوصول الموسعة وغيرها من البرامج الاجتماعية. ومنذ ذلك الحين، كانت توزيعات الأرباح للمساهمين متواضعة — حوالي ٢٥ في المائة من الأرباح في عام ٢٠٠٦، غير أن الاكتتاب أوضح بصورة جلية أن المساهمين، ومنهم المساهمون التجاريون من القطاع الخاص، ليسو بحاجة إلى توزيعات أرباح للاستحواذ على أرباح من الشركة. وطالما وُجدت سوق لأسهم الشركة، يستطيع المساهمون الاستحواذ على أرباحهم ببيع ما بحوزتهم من أسهم.

وفي هذه الحالة فإن المصروفات والأعباء الأعلى المحملة على المقترضين تتناسب تناسباً مباشراً مع الأرباح الأعلى التي يستحوذ عليها المستثمرون، ومنهم مستثمرو القطاع الخاص. وإلى هذا الحد، هناك تعارض مباشر وواضح بين رفاة العملاء ورفاة المستثمرين.

^{١٧} إذا افترضنا أن كومبارتاموس تقبل ودائع كافية على مدى السنوات الأربعة القادمة لرفع رأس مال المساهمة لتصل إلى نفس درجة أي بنك مكسيكي معاد، وأن الالتزامات الأخرى خلاف التزامات الودائع ظلت كما هي، وأن العائد على متوسط حقوق الملكية أقل بنسبة ٢٠ في المائة، عندئذٍ بحلول عام ٢٠١٠ ستكون حصة أصول المؤسسة الممولة من المقترضين أقل بكثير: المانحون/المؤسسات المعنية بالتنمية، ٢ في المائة؛ المستثمرون من القطاع الخاص ممن لهم توجهات اجتماعية، ١ في المائة؛ ومصادر تجارية (منها ودائع)، ٨٠ في المائة؛ وصغار المقترضين (أرباح مرحلة)، ١٧ في المائة.

^{١٨} http://accion.org/media_noteworthy.asp_Q_N_E_344

^{١٦} قد ينزعج البعض نتيجة قبول أموال من عملاء حاليين لمساعدة عملاء مستقبليين. لكن أي مؤسسة تمويل أصغر مدعومة في البداية تقوم بذلك عندما تقرر أن تحميل سعر فائدة يجعلها مستدامة على الأمد الطويل؛ لا يحصل العملاء الحاليون على مزايا السعر المدعوم، وذلك لغرض إنشاء مؤسسة قادرة على الوصول إلى العديد من العملاء الآخرين.



المصدر: تحليل المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء لبيانات نشرة الاكتتاب.

الأقل عند تطبيقه على الفترة التي أعقبت التحول التجاري للمؤسسة. فقد شهدت السنوات حتى عام ٢٠٠٠ ما يمكن إلا أن يوصف بأنه فيض من مستثمرين يمثلون جهات عامة أو مدفوعين باعتبارات اجتماعية — “مؤسسات مالية دولية”، و “أدوات استثمار تمويل أصغر” — تحذوهم الرغبة في استثمار مبالغ كبيرة في مديونيات وحقوق ملكية وأسهم مؤسسات التمويل الأصغر.^{٢٠} وكان المعروض من هذه الأموال، على الأقل، أكبر من المطلوب من جانب مؤسسات التمويل الأصغر ذات الجودة العالية التي تقي بمعايير المخاطر والعائد الخاصة بهؤلاء المستثمرين. والنتيجة هي أن الكثير من المؤسسات المالية الدولية وأدوات استثمار التمويل الأصغر كانت تتنافس مع عدد قليل نسبياً من مؤسسات التمويل الأصغر ذات المكانة العالية مثل كومبارتاموس، وكانت تركز استثماراتها إلى حد ما فيها. وليس لدينا شك كبير في أن كومبارتاموس رفضت عروضاً من عدد من هؤلاء المستثمرين منذ عام ٢٠٠٠، بل يكاد الشك ينعدم لدينا أنها كانت قادرة على تعبئة مزيد من أموال أدوات استثمار التمويل الأصغر إذا قامت بتبعتها على نحو نشط. وكانت كومبارتاموس فخورة على نحو مبرر بتصنيفاتها القوية كمؤسسة وكذلك بالتصنيفات القوية التي حازت عليها سنداتنا من مؤسسات تصنيف مثل Fitch، Standard & Poor. ومن المعروف أن زيادة المديونية بالنسبة لقاعدة حقوق ملكية وأسهم الشركة يمثل مخاطراً جوهرية على أي شركة. فإذا ما قامت كومبارتاموس بالاقتراض أكثر لتمويل توسعها، فإن الأثر ربما كان خفض درجات تصنيفها وزيادة التكلفة العامة للأموال. من ناحية أخرى، لم تلجأ الشركة كثيراً إلى الرفع المالي بالاقتراض من مصادر خارجية — فقد كانت نسبة

لحقيقة أن الدخل (للمساهمين، وليس لكومبارتاموس) كان مرتفعاً للغاية، ويرجع ذلك على وجه الدقة إلى أن أسعار الفائدة المرتفعة بصورة غير طبيعية المحملة على العملاء من ذوي الدخل المنخفضة قد حققت أرباحاً مرتفعة بصورة غير معتادة.

هل كان بمقدور كومبارتاموس تخفيض أسعار فائدها وأرباحها؟ أحد سبل تحقيق ذلك كان ببساطة النمو بصورة أبطأ. وبالطبع فإن النمو السريع حقق مزايا تجارية. على الأقل، من خلال هذا النمو السريع تم تكوين حصة السوق، وتم الوصول والاستقرار إلى أكثر مواقع الفروع جاذبية، ناهيك عن الاستحواذ على أفضل العملاء قبل دخول المنافسين إلى حلبة المنافسة، غير أن هذا النمو حقق أيضاً منافع جلية للعملاء الفقراء المرتقبين الذين لم يعد لزاماً عليهم الانتظار لسنوات للوصول إلى خدمة ذات قيمة. **ويبدو لنا أن قرار كومبارتاموس لتحقيق نمو سريع كان له ما يبرره من منظور إنمائي — أي من منظور العملاء الحاليين والمستقبليين.**

لكن هذا يعود بنا إلى السؤال الحاسم الأهمية: كيف كان يجب تمويل هذا النمو؟ تقول مؤسسة كومبارتاموس ومساهموها إن الأرباح المرتفعة، عادة، ما كانت تمثل جزءاً ضرورياً من المعادلة: “أصبحت العوائد التي تم الحصول عليها أرباحاً محتجزة (مرحلة) وسمحت للمؤسسة بمضاعفة معدلات الانتشار تقريباً على مدى السنوات الثلاثة الماضية، وهو الأمر الذي لم يكن باستطاعتها القيام به بأي طريقة أخرى.”^{١٩}

لم يتسن لنا الاطلاع على القرارات والبدائل التمويلية لمؤسسة كومبارتاموس، إلا أن هذا البيان أبعد ما يكون بديهياً بالنسبة لنا، على

^{٢٠} انظر إيفاتوري وأبرامز (٢٠٠٥)، وويل، وسانانديكون (٢٠٠٧).

^{١٩} المرجع نفسه، بإضافة الكتابة المائلة.

المديونية لحقوق الملكية ١,٣٥ فقط في عام ٢٠٠٦. لذلك ربما كان هناك مجال لبعض القروض الإضافية دون الإضرار بدرجة تصنيف كومبارتاموس.

وعلى أي حال، ربما واجهت كومبارتاموس مفاضلة بين دفع قليل من النقاط المؤوية على عمليات الاقتراض التي تقوم بها من ناحية، وخفض أسعار الفائدة المحملة على عملائها من ناحية أخرى. فهل لأي شركة مدفوعة بحافز اجتماعي قوي وفعال ألا تلجأ إلى الخيار الأخير؟

وحتى نكون أكثر موضوعية، لماذا لم تستطع كومبارتاموس الحصول على استثمارات في حقوق الملكية والأسهم من مؤسسات مالية دولية أو أدوات استثمار التمويل الأصغر، الأمر الذي كان سيسمح لها بتوسيع قاعدة تمويلها — ويتضمن ذلك الاقتراض أكثر — دون المساس بنسبة المديونية إلى حقوق الملكية. وربما لم يكن من المفيد للمستثمرين الحاليين إصدار أسهم جديدة لمستثمري أدوات استثمار التمويل الأصغر حيث إن مساهمات هؤلاء المستثمرين الحاليين ربما كانت ستضعف جراء ذلك؛ وربما، على الأرجح، أن أدوات استثمار التمويل الأصغر لم تكن لتدفع العلاوة البالغة ١١٥٠ في المائة على القيمة الدفترية التي حققها الاكتتاب. لكن هل تم ترجيح عائد مالي أدنى للمستثمرين الحاليين مقابل المنافع المحققة للعملاء في صورة سعر فائدة أدنى؟

إننا لا نريد التلميح بأن قرار عدم قبول مزيد من حقوق الملكية والمساهمات من مستثمرين مدفوعين باعتبارات اجتماعية كان السبب الوحيد أو ربما الرئيسي وراءه هو تعظيم أرباح المساهمين. لقد كانت كومبارتاموس تفضل المستثمرين التجاريين الحقيقيين (نوعية المستثمرين التي اشترت الأسهم أثناء الاكتتاب) لأنها كانت تريد أن ينظر القطاع المالي المكسيكي إلى التمويل الأصغر على أنه نشاط مصرفي حقيقي، وليس وعاءً لمستثمرين مدفوعين باعتبارات اجتماعية وليسو حقيقيين. وكانت تعتقد كومبارتاموس أن الاستثمار التجاري الحقيقي هو الطريق الأمثل للوصول إلى أعداد غفيرة من العملاء. كذلك فإن جلب مستثمرين اجتماعيين جدد لديهم أعداد كبيرة من الأسهم كان من شأنه إضعاف سيطرة المساهمين الأصليين على العمليات، في حين أن الأسهم المباعة في الاكتتاب ذهبت إلى عدد أوسع نطاقاً من المستثمرين لا يُحتمل أن ينظموا في موقع معارض للمساهمين الأصليين. غير أن هذه الاعتبارات ينبغي أن يتم ترجيحها أيضاً مقابل النتائج المحققة للعملاء الذين قاموا بتمويل عملية النمو من خلال أسعار الفائدة العالية والمعدلات المرتفعة للأرباح المحتجزة.

وكما نوهنا، ليس لدينا سبيل للاطلاع على معلومات تفصيلية بشأن الظروف المالية والقرارات التي واجهت مؤسسة كومبارتاموس ومساهميها في السنوات من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٦، ولسنا على بيّنة بالدوافع

وراء خياراتهم. لكن بالنظر إلى الحقائق المتاحة لنا، من الصعب تجنب أسئلة جادة بشأن ما إذا كانت سياسة أسعار الفائدة لدى كومبارتاموس، وقراراتها التمويلية تقيم وزناً مناسباً لمصالح عملائها عندما تتعارض مع المصالح المالية وغيرها من المصالح الأخرى لمساهميها. لا يتضح إلى أي مدى تختلف قرارات كومبارتاموس بشأن هذه القضايا عما يمكن أن نتوقعه من شركة ومستثمريها يسعون بصورة بحتة وصريحة إلى تعظيم الربحية.

إننا بحاجة إلى أن نكون واقعيين بشأن التحوّل التجاري للتمويل الأصغر. فعلى الرغم من أنه يحقق ميزة الوصول إلى المزيد من التمويل ويسمح بالتوسع المطرد في عدد الناس الذين تُقدم إليهم خدمات، إلا أننا لا يمكن أن نُصدم بصورة كبيرة إذا بدأت شركة هادفة للربح العمل مثل الشركات الأخرى.^{١١} لكن في حالة كومبارتاموس، فإن الأغلبية المسيطرة — ثلثا الأسهم — كانت بحوزة ثلاثة مساهمين مشجعين لعمل الخير وملتزمين بأهداف إنمائية وليس بتحقيق أرباح. وعلى الأقل، فإننا بحاجة إلى أن نسأل لماذا لم يصروا على أن يقيموا الوزن الأكبر لمصالح عملاء كومبارتاموس. في رأينا أن هذا السؤال أكثر إزعاجاً من معظم الأسئلة الأخرى المرتبطة بتطور الشركة بين مرحلة التحوّل التجاري في عام ٢٠٠٠ وطرح الأسهم للاكتتاب العام في عام ٢٠٠٧.

وعلى الرغم من أن طرح أسهم كومبارتاموس للاكتتاب العام قد يحفز اهتمام المساهمين بمؤسسات تمويل أصغر أخرى، إلا إنه قد تكون له نتائج أقل نجاحاً لبعض مؤسسات التمويل الأصغر الأخرى في أمريكا اللاتينية وأماكن غيرها. وهناك عدد من البلدان يشهد هجوماً قوياً من جانب رجال السياسة الشعبيين، ووسائل الإعلام، والنشطاء الاجتماعيين ضد معدلات الائتمان الأصغر المرتفعة. وهذا الانتقاد الشعبي عادة ما يتجاهل وجوب ارتفاع أسعار الائتمان الأصغر — وأحياناً ما تكون أعلى بكثير — عن أسعار البنوك العادية حتى عندما تتسم مؤسسات التمويل الأصغر بالكفاءة وعندما تكون الأرباح متواضعة. إلا أن المثال الشعبي لمؤسسة كومبارتاموس حيث تبدو أسعار الفائدة والأرباح التي تصب في

^{١١} أفاد البعض أن الزيادة في متوسط حجم القروض القائمة لدى المؤسسة مع قيامها بالتحوّل التجاري — من ١٢٧ دولاراً أمريكياً في عام ١٩٩٩ إلى ٤٤٠ دولاراً أمريكياً في عام ٢٠٠٦ — تعكس تخلياً عن المقترضين الأكثر فقراً. وأحياناً ما تكون أحجام القروض مدفوعة باعتبارات سياسة مؤسسة التمويل الأصغر وليس مستوى فقر العملاء. وقبل سنوات قليلة، قررت مؤسسة كومبارتاموس أن يكون حد حجم القروض المبدئي لديها أقل بكثير من المطلوب من منظور إدارة المخاطر. وعندما بدأت في تقديم مجموعة من أحجام القروض المبدئية، فإن كافة عملائها تقريباً رغبوا على الفور في الحصة الأكبر، مما بين أن أحجام القروض السابقة لم تكن مؤشراً لاحتياجاتهم ورغباتهم من القروض. وهذا العامل — المتمثل في استحواد المؤسسة على مزيد من الثقة في قدرتها على تقديم القروض الأكبر التي يريدونها العملاء — قد ساعد، مما لا شك فيه، على تعبئة جزء جوهري من الزيادة في أحجام القروض. من ناحية أخرى، تتفهم المؤسسة بالطبع أن القروض الكبيرة أكثر ربحية من الصغيرة عند سعر فائدة معلوم. وحتى وإن كانت تقوم، على نحو جاد، بجلب عملاء يحتاجون قروضاً أكبر، فإن هذا لا يعني بالضرورة خروج هؤلاء الذين يريدون مبالغ أقل، وأصبح من الواضح أن موقع الفرع يعتبر من أقوى المحددات لمستوى فقر العميل، لذلك فإننا نتردد في استخلاص أن ثمة "تحولاً جوهرياً" قد حصل في رسالة المؤسسة ما لم نر شواهد تقيد بأن توزيع فروعها قد صار في اتجاه المناطق الأكثر ثراءً. في العادة تكون المناقشات بشأن التحوّل في رسالة مؤسسة التمويل الأصغر محبلة نظراً لعدم القدرة تقريباً على الإجابة على السؤال من خلال البيانات المتاحة للجمهور.

الاكتتاب مرتفعة للغاية حتى بالنسبة لأي مراقب محايد من الممكن أن يجعل الموقف أكثر اشتعاً. وفي البيئة الحالية، سيتعين على مؤسسات التمويل الأصغر أن تنتبه أكثر إلى التبعات السياسية لأسعار فائدها.

ج. هل ستقيد المنافسة المتزايدة أسعار فائدة وأرباح كومبارتاموس؟

لحسن الحظ (من منظور العملاء على الأقل) هناك شواهد تفيد أن المنافسة في نهاية المطاف في طريقها إلى الاستقرار.

فنظرية المنافسة التقليدية تفترض مرحلة "الانطلاق" حيث دخل مقدمو خدمات إضافيون سوقاً متنامياً على نحو سريع، في أعقاب قيادة رواد من الرعيل الأول، إلا أن السوق ما زال أمامه الكثير حتى يصل إلى درجة التشبع. وأثناء هذه المرحلة، من المتوقع أن تتنافس الشركات على تصميم المنتجات أو جودة الخدمات أكثر من المنافسة على السعر. وتأتي المنافسة التامة على السعر في مرحلة لاحقة، مع اقتراب السوق من التشبع وببطء عجلة النمو.^{٢٢}

وكانت كومبارتاموس تواجه دائماً بعض درجات المنافسة، وذلك لأن عملاءها لديهم، ويستخدمون خيارات إقراض أخرى، منها مصادر غير رسمية، والشراء بالأجل، وأحياناً بطاقات الائتمان أو غيرها من القروض الاستهلاكية. وهذه الخدمات لها خصائص تختلف عن قروض كومبارتاموس، وبالتالي كانت المنافسة غير مباشرة. لكن وطيس هذه المنافسة غير المباشرة يزداد، مع تحركات البنوك المكسيكية، والشركات الأخرى في السوق نحو خدمات التجزئة (الأفراد) نظراً لأن سوق الخدمات المصرفية المقدمة للشركات وصل إلى أقصى حد في التنافس.

إضافة إلى ذلك، تقدم الشركات المنافسة الهادفة للربح الآن خدمات تتنافس مباشرة بصورة أكبر مع كومبارتاموس، منها على وجه التحديد قروض رأس المال العامل لأصحاب المشروعات البالغة الصغر من غير أصحاب المرتبات. وتعتبر مؤسسة برونيفوسيو (Pronegocio) شركة تابعة لبنك بونارت، وهو بنك مكسيكي كبير، ولديها حوالي ٦٧ ألف عميل وتتمو بوتيرة سريعة. أما أكثر المنافسين الحاليين حدة لمؤسسة كومبارتاموس فهي مؤسسة فينسول التي تملكها مجموعة من الكوادر السابقة لبنك بونارت. ومع عدد عملائها البالغ ١٧٥ ألف عميل، تعمل فينسول في نفس البيئات الريفية حيث يتواجد معظم عملاء كومبارتاموس، وتستخدم منهجية بنوك ريفية مماثلة، وتخطط للتنافس مع كومبارتاموس للحصول على ودائع، وتصطاد بشكل جدي عملاء وموظفي فروع مؤسسة كومبارتاموس. ومثل كومبارتاموس، فإن فينسول

حققت عائداً مرتفعاً للفائدة في عام ٢٠٠٦ (٨١ في المائة)، وحققت ربحية عالية (عائد على متوسط حقوق الملكية = ٤٤ في المائة).

وما زال أمام سوق الائتمان الأصغر المكسيكي الكثير حتى يصل إلى درجة التشبع، ومن ثم فهناك مجال قبل أن تضطر كومبارتاموس إلى خفض أسعارها إلى مستويات تحقق هامش ربح طبيعي على قروضها. ومع ذلك فما زلنا نتوقع أن كل سنة تمر ستقل من حرية كومبارتاموس في تسعير منتجاتها، مع تقييد ربحيتها بصورة أكبر، وإجبارها على السعي نحو الحصول على كفاءات أكبر.

٢. هل تم استخدام الأموال التي جاءت في صورة معونات ممنوحة للمؤسسة في السنوات الأولى بصورة غير سليمة لإثراء المستثمرين من القطاع الخاص؟

وكما نوهنا سابقاً، فقد عاد الطرح العام الأولي بأرباح طائلة على المستثمرين من القطاع الخاص. في هذا القسم، نقوم بتحليل القضية الضيقة النطاق نسبياً وهي هل المنح المقدمة من جهات مانحة وغيرها من أشكال التمويل الأخرى الميسرة تذهب إلى جيوب المساهمين من القطاع الخاص. (جدول ٦).

بالفعل ذهبت كافة المنح المساندة لعمليات مؤسسة كومبارتاموس إلى منظمات غير حكومية لا تهدف إلى الربح، وظلت هناك دون أن تتسرب إلى جيوب المساهمين من القطاع الخاص. ولم تذهب أي منحة إلى شركة التمويل. وقامت مؤسسة (ACCION) بإقراض مليون دولار أمريكي من منحة الوكالة الأمريكية للتنمية الدولية الخاصة بها في عام ٢٠٠٠ إلى شركة التمويل التي قامت بالفعل بسداد هذا القرض. وكانت كل من مؤسسة (ACCION)، ومؤسسة كومبارتاموس غير الحكومية تقوم باستخدام أموال المنح لشراء أسهم حقوق ملكية في شركة التمويل، ولكنهما احتفظا بهذه الأسهم وحقوقهما في كافة الأرباح المحققة منها.^{٢٣} وتذهب الأرباح الرأسمالية الهائلة المحققة من بيع هذه الأسهم في هذا الاكتتاب مرة أخرى إلى المنظمات غير الحكومية ويتم استخدامها لتمويل أعمالها ذات الأغراض العامة.

حصلت مؤسسة كومبارتاموس غير الحكومية على ما يزيد على ١٠٠ مليون دولار أمريكي من وراء هذا الاكتتاب، وسيستخدم هذا المبلغ لتوسيع نشاط أعمالها بالتركيز بصورة أساسية على الرعاية الصحية والتغذية للفقراء المكسيكيين. وقامت مؤسسة (ACCION) ببيع نسبة أكبر من أسهمها، وحققت أرباحاً تقدر بحوالي ١٢٥ مليون دولار أمريكي ستستخدمها لزيادة نشاط أعمالها المتمثل في مساندة

^{٢٣} تم تمويل عملية شراء حصة مؤسسة (ACCION) شركة التمويل ليس من خلال منحة الوكالة الأمريكية للتنمية / كومبارتاموس البالغة مليوني دولار أمريكي كما هو مبين في جدول ١، ولكن من خلال منح من الوكالة الأمريكية للمعونة الدولية والمجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء لصندوق أكسيون غيتواي للاستثمار.

^{٢٢} انظر بورتويو (٢٠٠٦)

جدول ٦. المنح والقروض الميسرة

عمليات مؤسسة كومبارتاموس

السنة	المصدر	المبلغ بالآلاف دولار أمريكي
١٩٩٠	الوكالة الأمريكية للتنمية الدولية	٥٠
١٩٩٢	منحة بنك التنمية للبلدان الأمريكية	١٥٠
١٩٩٣	قروض بنك التنمية للبلدان الأمريكية (بشروط مشابهة لشروط المنح)	٥٠٠
١٩٩٥	أنفريدو هارب آند فاميلي (Alfredo Harp & family)	١٣٠٠
١٩٩٥-٩٨	مستثمرون مكسيكيون آخرون من القطاع الخاص:	٣٠٠
١٩٩٦	المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء	٢٠٠٠
٢٠٠٠	منحة الوكالة الأمريكية للتنمية الدولية (إلى مؤسسة ACCION)	٢٠٠٠
	المجموع	٦٣٠٠

ملاحظة: لم يتضمن هذا الجدول شراء أسهم صندوق غيتواي أكسيون في عام ١٩٩٨ البالغة قيمتها مليون دولار أمريكي. وقد تأتت معظم أصول صندوق غيتواي من منح سابقة من الوكالة الأمريكية للتنمية الدولية، ومن المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء كان الغرض منها الاستثمار في مؤسسات تمويل أصغر غير محددة، ومن ثم لم تستهدف كومبارتاموس.

وإضافة إلى المنح التي بلغت قيمتها ٦,٢ مليون دولار أمريكي لمؤسستي كومبارتاموس ومؤسسة (ACCION) غير الحكوميتين، كان هناك ما يزيد على ٤٥ مليون دولار أمريكي في صورة قروض من مؤسسات معنية بالتنمية ومستثمرين اجتماعيين لشركة التمويل الهادفة للربح والبنك. وكان تتسم هذه القروض ببعض الشروط الميسرة — على سبيل المثال كانت مددها أطول وضماداتها أقل مقارنة بشروط أي مقرض تجاري، بل كان يُضاف إلى ذلك الحماية من المخاطر السياسية الداخلية التي كفلها وجود مؤسسات استثمارية دولية عامة. ومما لا شك فيه أن هذه الشروط الميسرة المتواضعة أفادت الشركة، كما استفادت منها الأقلية من مستثمري القطاع الخاص فيها. ويحدث نفس الشيء في معظم عمليات هؤلاء القادة المدفوعين باعتباريات التنمية، ومن ثم فلا شيء غير عادي في هذا الشأن فيما يتعلق باستثماراتهم في كومبارتاموس. والنقطة الرئيسية هي أن أسعار الفائدة التي تدفعها كومبارتاموس مقابل هذه القروض كانت بوجه عام عند مستويات تجارية أو حتى أعلى منها.

وبشكل عام، فمن رأينا أن أموال المعونات العامة التي قُدمت لكومبارتاموس لم تتحول على نحو غير سليم إلى جيوب المستثمرين من القطاع الخاص. وواقع الأمر أننا نرى أن أموال المعونات تم توظيفها بنجاح من وجهة نظر إنمائية. ومع نهاية عام ٢٠٠٦، وقبل الاكتتاب، نجد أن المعونات التي بلغت قيمتها ٦,٢ مليون دولار أمريكي أدت إلى حفز ما يزيد على ١٣٠ مليون دولار أمريكي من مصادر تجارية بحتة من القطاع الخاص. وستبدأ كومبارتاموس الآن في استخدام الترخيص المصرفي الذي حصلت عليه لتعبئة الودائع. وإذا افترضنا تعبئة قدر كافٍ من الودائع على مدى السنوات الأربع القادمة لتحقيق رفع مالي لرأس مال المساهمة إلى درجة تماثل أي بنك نمطي مكسيكي، فبحلول عام ٢٠١٠ سيكون البنك (المؤسسة) قد استحوذ على ما يزيد على ١,٢ بليون دولار أمريكي تمثل تمويل تجاري بحت، وهو ما يعادل ٨٠ في المائة من مجموع أصوله.^{٢٥} وثمة منظور آخر يتمثل في مقارنة الاستثمارات الأولية للجهات المانحة التي كانت في صورة منح مع عدد المقترضين الذي تم الوصول إليه: حتى نهاية عام ٢٠٠٦، بلغ الداخل من المنح حوالي ١٠ في المائة لكل مقترض حالي نشط، وهو رقم سيواصل التراجع مع زيادة انتشار ووصول كومبارتاموس إلى العملاء.

مؤسسات التمويل الأصغر حول العالم. ومع إدراج المبلغ المقدم من مؤسسة التمويل الدولية البالغة قيمته ٤٠ مليون دولار أمريكي، فإن حوالي خمسة أثمان (٦٢,٥ في المائة تقريباً) من حصيلة البيع يكون قد رجع بالفعل مرة أخرى إلى منظمات تُستخدم أصولها لأغراض إنمائية ولم يتم توزيعه على أصحاب حقوق الملكية من القطاع الخاص. والواقع، أن المنح المقدمة من الجهات المانحة مَوَّلَت العمليات في مرحلة من مراحل العمليات مبكرة وأكثر مخاطرة. واعترافاً بذلك، حصلت مؤسسة كومبارتاموس غير الحكومية على علاوة على القيمة الاسمية لحافضة القروض التي قامت بتحويلها إلى شركة التمويل. ونستطيع أن نتساءل دوماً هل هذه العلاوة كانت عادلة، لكن هذا السؤال كان ينبغي الإجابة عليه في عام ١٩٩٨ قبل الاستفادة من الإدراك المتأخر. ونحن نميل إلى التفكير أن شركة التمويل كانت لا تزال تمثل عرضاً مرتفع المخاطر للمستثمرين من القطاع الخاص في عام ١٩٩٨. وكان الدافع وراء العديد، إن لم يكن الأغلبية، من مستثمري القطاع الخاص في شركة التمويل هو أهداف اجتماعية جنباً إلى جنب مع الأهداف المالية آنذاك.^{٢٤}

^{٢٥} هذه الأرقام تمثل الأموال التي تمت تعبئتها من مصادر خارجية فقط، ولا تتضمن الأرباح المرحلة للشركة. يفترض التنبؤ أن التزامات المؤسسة خلاف التزاماتها الخاصة بالودائع تظل كما هي وتتراجع الأرباح إلى مستوى عائد على حقوق الملكية نسبته ٢٠ في المائة، وهي نسبة تظل أعلى من نسبة متوسط البنوك المكسيكية البالغة ١٥ في المائة. وإذا افترضنا أن الأرباح ستكون ٥٠ في المائة، فإن التمويل التجاري البحت سيمثل حوالي ٧٥ في المائة من أصول البنك بحلول عام ٢٠١٠.

^{٢٤} تجدر الإشارة أن ٢٥ في المائة من التبرعات إلى مؤسسة كومبارتاموس غير الحكومية أتت من مصادر قطاع خاص في المكسيك، وخاصة مؤسسة هارب فاميلي (Harp family) التي قامت لاحقاً بشراء حصة بلغت ١٠ في المائة في شركة التمويل.

٣. هل هذا الطرح (الاكتتاب) يغير نظام إدارة مؤسسة كومبارتاموس بطريقة تجعل عملية الموازنة الأهداف الاجتماعية والتجارية أكثر صعوبة، خاصة مع وجود خيار إما بتوجيه الأموال إلى جيوب المستثمرين أو إلى جيوب العملاء؟

كلما كانت النسبة الأكبر من أسهم كومبارتاموس في حوزة مستثمرين تجاريين من القطاع الخاص، كلما كان من الأصعب اتخاذ قرارات لا تعظم ربحية المساهمين. وبعد هذا الاكتتاب، أصبح المساهمون المؤسسيون الذين لا يسعون إلى تحقيق ربحية أقلية بهامش ضئيل، وذلك على الرغم أنه ما زال لديهم أسهم تكفي للاحتفاظ بسيطرة فعالة على القضايا المطروحة عند التصويت عليها معاً.

وكان نتاج ارتفاع أسعار شراء الأسهم التي دُفعت أثناء الاكتتاب وجود توقعات وآمال عريضة بشأن تحقيق ربحية. فقد بلغ سعر البيع المبدئي للأسهم ٢٧,١ مرة ضعف أرباح الشركة في عام ٢٠٠٦. وأدت الزيادة على أسهم كومبارتاموس في تداول لاحق إلى رفع نسبة السعر إلى الربح بصورة كبيرة. وبالمقارنة، بلغ متوسط نسبة السعر إلى الربح على مدى ١٢ شهراً للشركات المتوسطة الحجم وفقاً لمؤشر (S&P Mid-Cap 400 Index) في ١٩,٩ في ٣١ مارس/آذار ٢٠٠٧، وكان الرقم المقارن لبورصة المكسيك في ٣١ يناير/كانون الثاني ٢٠٠٧، هو ١٩,٣. أما الأثر العملي لذلك فهو أن المشتريين الجدد لن يستطيعوا تحقيق عائد محترم على استثماراتهم ما لم تكن الأرباح المستقبلية أعلى بكثير مما كان عليه الوضع في عام ٢٠٠٦، ومن الممكن توقع بعض الأرباح الإضافية نظراً لشرع كومبارتاموس في استخدام ودائع أقل تكلفة نسبياً لتوسيع حافظة قروضها. لكن على ضوء ما دفعه المستثمرون الجدد مقابل الأسهم التي حصلوا عليها، فبالطبع لن يتهاونوا في سياسات أسعار الفائدة التي لا تحقق أقصى قدر من الأرباح.

وفي الوقت نفسه، من الأهمية بمكان الاعتراف بأن هذا التوتر والشد بين الأهداف الاجتماعية والتجارية لم يبدأ مع الاكتتاب. ولكنه بدأ مع التحول التجاري في عام ٢٠٠٠، ونقول مرة أخرى إن الاكتتاب ليس القضية الأساسية بالدرجة الأولى. فقد أدى ببساطة إلى التخفيف الشديد لقضية نشأت عندما بدأت شركة التمويل في قبول مستثمرين من القطاع الخاص يهدفون إلى تحقيق ربح.

وبالنسبة لنا فإن التحول التجاري لمؤسسة كومبارتاموس، وهذا الاكتتاب يعززان رسالة كان ولا زال آخرون في هذا المجال يشددون عليها لبعض الوقت حتى الآن: **من منا ينخرط في تحولات مؤسسات**

التمويل الأصغر قد يحتاج إلى أن يكون أكثر وضوحاً وأكثر واقعية في التعامل مع النتائج الحتمية لنظام الإدارة جراء هذه التحولات.

وإذا كان التركيز، كما نعتقد أنه ينبغي أن يكون، على التعامل مع المستقبل وليس على الحكم على الماضي، عندئذٍ فإن هذا قد يكون أهم درس مستفاد من تجارب كومبارتاموس. وعندما تنتقل عمليات التمويل الأصغر من مؤسسة غير هادفة إلى الربح إلى مؤسسة هادفة إلى الربح، تنشأ قضايا معقدة خاصة بنظام الإدارة، والحوافز، والأخلاقيات. ونتمنى أن نكون في موقع يسمح لنا الآن أن نقدم ملاحظات عملية بصورة أكبر بشأن كيفية حسم هذه القضايا، حتى نتفادى الانحراف المتمثل في معالجة هذه النقطة الأكثر أهمية بصورة موجزة في هذه الدراسة. غير أن التوصل إلا توافق حول الممارسة السليمة في هذه الظروف سيتطلب مزيداً من التفكير والمناقشة مع زملائنا داخل وخارج مجتمع التمويل الأصغر.

ونحن، في المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء، نسأل أنفسنا هل نتحمل أي مسؤولية عن هذا الموقف. لم تتضمن المنحة البالغة قيمتها مليونين دولار أمريكي المقدمة منا في عام ١٩٩٦ إلى مؤسسة كومبارتاموس غير الحكومية أي تعهدات حول أسعار الفائدة أو مستويات الأرباح المستقبلية. وهذه التعهدات ربما كانت غير مناسبة أو غير عملية لعدة أسباب، ولكن الحقيقة أننا لا نقيم وزناً كبيراً لإمكانية قيام كومبارتاموس بتحميل أسعار الفائدة هذه وتحقيق هذه الأرباح بعد ١٠ سنوات بعد ظهور مستثمري القطاع الخاص في الصورة. وقد اعتقدنا أن دوافع الرعي الأول من القيادات، أو على الأقل المنافسة التي ظهرت مؤخراً، ستجعل الأمور تسير في نطاق معقول. ومازلنا نأمل — بل نتوقع فعلياً — أن تقلل المنافسة من أسعار الفائدة ومن الأرباح في هذا القطاع، لكن هذا الأمر سيستغرق طويلاً.

وبصورة أكثر عمومية، فمنذ أن تأسست المجموعة الاستشارية في عام ١٩٩٥، كان لها صوت عال فيما يتعلق بالحاجة إلى أسعار فائدة عالية بصورة كافية لتغطية التكاليف، لكننا كنا أقل تشدداً فيما يتعلق بالخسائر التي يُمنى بها العملاء عندما يكون الدافع وراء سعر الفائدة هو عدم الكفاءة أو الأرباح الفاحشة. ولم نقم قط بعمل أية تنبؤات صارمة فيما يتعلق بمدى سرعة حسم هذه المشكلات من خلال المنافسة، لكن ربما كنا متفائلين أكثر من اللازم بشأن هذه النتيجة. وتتاح لنا جميعاً الفرصة من خلال عملية طرح أسهم كومبارتاموس للاكتتاب العام للنظر مرة أخرى إلى هذه الأسئلة.

- Cull, Robert, David McKenzie, and Christopher Woodruff. 2007. "Experimental Evidence on Returns to Capital and Access to Finance in Mexico." Washington, D.C.: World Bank, February. http://siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources/Experimental_Evidence_on_Returns_to_Capital_and_Access_to_Finance_in_Mexico.pdf.
- Ivatury, Gautam, and Julie 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/Focus-Note__30.pdf.
- Porteus, David. "Competition and Microcredit Interest Rates." Focus Note 33. Washington, D.C.: CGAP, February. http://www.cgap.org/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/Documents/FocusNote__33.pdf.
- Reille, Xavier, and Ousa Sananikone. 2007. "Microfinance Investment Vehicles." CGAP Brief, Washington, D.C.: CGAP, April. http://www.cgap.org/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/Documents/Brief__MFIV.pdf.
- Udry, Christopher, and Santosh Anagol. 2006. "The Return to Capital in Ghana." New Haven, Conn.: Yale University. http://www.econ.yale.edu/growth__pdf/cdp932.pdf.

ترحب المجموعة الاستشارية لمساعدة
الفقراء بملاحظاتكم على هذه الدراسة. جميع
إصدارات المجموعة الاستشارية لمساعدة
الفقراء متاحة بموقع 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 إلكتروني:
cgap@worldbank.org