CGAP

دراسة عرضية

تسليط الضوء على تقدير قيمة حقوق الملكية في قطاع التمويل الأصغر: إطلالة على الماضي والحاضر

موجز تنفيذي

يأتي هذا التقرير ثمرةً للتعاون الوثيق بين المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء (سيجاب CGAP) ومؤسسة جيه بي مورغان (J.P.Morgan). والمجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء هي وحدها المسؤولة عن طبع وتوزيع هذه الدراسة العرضية، علماً بأنه ليست هنالك أية علاقة تبعية بين المجموعة الاستشارية ومؤسسة جيه بي مورغان. ويتمثل هدفنا في تقديم مؤشرات مرجعية لتقدير قيمة حقوق الملكية في قطاع التمويل الأصغر، شاملاً كلا من حقوق الملكية الخاصة وتلك المسجلة للتداول العام. ويرتكز التحليل الذي قمنا به على قاعدتين من قواعد البيانات والمعلومات: عينة تضم 144 من معاملات حقوق الملكية الخاصة المُشارِكة في رأس المال، وتمثل هذه العينة أكبر مجموعة من البيانات التي تم تجميعها في هذا الشأن حتى تاريخ هذه الدراسة؛ ثم بيانات عن الأسهم المطروحة للتداول العام ل 10 مؤسسات للتمويل الأصغر ومقدمي القروض الاستهلاكية لمحدودي الدخل.[1]

ليس هناك شك في أن مؤسسات التمويل الأصغر سوف تتأثر بالأزمة المالية التي تعصف بمختلف أرجاء العالم، ولكننا نعتقد أن قطاع التمويل الأصغر يتمتع بسلامة أوضاعه بشكل أساسي. فالمؤسسات الأكبر حجما، وخاصة تلك التي قامت بتنويع مصادر تمويلها مثل ودائع الأفراد، تعتبر في وضع جيد يتيح لها إدارة آثار الانكماش الاقتصادي والمالي. وربما تختلف تقديرات القيمة، ولكننا نعتقد أن الآفاق الطويلة الأمد للاستثمارات في حقوق *ملكية* التمويل الأصغر تتسم بالإيجابية.

لقد اتسمت تقديرات قيمة حقوق *الملكية* الخاصة لمؤسسات التمويل الأصغر بالتفاوت الواسع على مدى السنوات القليلة الماضية. وقد تراوح الوسيط التاريخي للعيّنة المتعلقة بحقوق *الملكية* الخاصة تباينا بين 1.3x و 1.9x للقيمة الدفترية التاريخية، وبين 7.2x و 7.9x للأرباح التاريخية على مدى فترة الأربع سنوات، طبقا للجدول رقم 1. ولعل النطاق الواسع لهذه المؤشرات يدلّ على غياب التوافق في الآراء في السوق بشأن تقدير قيمة مؤسسات التمويل الأصغر.

الجدير بالذكر أن أداء مؤسسات التمويل لمحدودي الدخل ذات الأسهم المطروحة للتداول العام (LIFIs) قد فاق أداء البنوك التقليدية. فمؤشراتنا المعنية برصد التمويل لمحدودي الدخل، التي تم إنشاؤها في عام 2003، تفوقت في أدائها على مجموعة المؤشر المالي العالمي إم إس سي آي (MSCI) (مورغان ستانلي)[2] بما نسبته 238 في المائة (وفاقت هذا المعيار الإرشادي بنسبة 8 في المائة منذ إعلان إفلاس بنك ليمان برذرز في شهر سبتمبر/ أيلول 2008). فتداول أسهم مؤسسات التمويل لمحدودي الدخل هو الآن أكثر ارتفاعا بصورة طفيفة عن أسهم البنوك التقليدية على أساس مستوى السعر إلى القيمة الدفترية (1.9x كقيمة دفترية في 2008 لمؤسسات التمويل لمحدودي الدخل مقابل 1.5x للبنوك العاملة في بلدان الأسواق الناشئة حتى 28 يناير/ كانون الثاني 2009). وعلى أساس السعر إلى الأرباح في 2009، يتم تداول الأسهم العامة لمؤسسات التمويل لمحدودي الدخل بنسبة خصم قدرها 22 في المائة قياسا على البنوك التقليدية، كما يتضح من الجدول رقم 2.

ولا ينبغي للمستثمرين تقدير قيمة مؤسسات التمويل الأصغر بنفس طريقة تقدير قيمة البنوك التقليدية. ونلقي الضوء هنا على 5 من الخصائص التي تميّز مؤسسات التمويل الأصغر عن البنوك التقليدية، وتُبرر النهج المختلف قليلا لتقدير القيمة: غاية نهائية مزدوجة تستهدف كلا من العائد الاجتماعي والمالي، ونوعية الأصول الممتازة، وصافي هوامش الفائدة (NIMs)، وتكاليف التشغيل المرتفعة، والأموال المتاحة على المدى الأطول من قبل المستثمرين في الأنشطة الإنمائية.

وتمثل القيمة الدفترية ومضاعفات الربح أدوات تقدير القيمة الأكثر استخداما، ولكننا نوصي أيضا باستخدام نموذج الدخل المتبقي. وما زالت طرق تقدير القيمة القائمة على القيمة النسبية، والسعر إلى القيمة الدفترية، وإلى حد أقل السعر إلى مضاعفات الربح، هي طرق تقدير القيمة الأكثر شيوعا بالنسبة لأسهم التمويل الأصغر. كما تعتبر طريقة تقدير القيمة المطلق وطريقة الدخل المتبقي من الأساليب الملائمة بالنسبة لمؤسسات التمويل الأصغر نظرا لأنه يتم الجمع بين القيمة الدفترية الراهنة والأرباح المستقبلية.

1 نظرا لضآلة عدد مؤسسات التمويل الأصغر التي تطرح أسهمها للتداول العام، فقد تناول بحثنا مجموعة تتألف من 10 مؤسسات مالية تستهدف ذوي الدخل المنخفض، مع ملاحظة تباين نماذج أعمالها تبايناً شديداً. وتركز هذه الدراسة على أسعار الفائدة التي يتم تقاضيها على القروض الصغرى؛ ولا تتناول خدمات التمويل الأصغر الأخرى.

2 مؤشر (MSCI) هو مؤشر مرجح لأسعار الأسهم قائم على أوزان التعويم الحر. وقد تم إنشاء هذا المؤشر بقيمة أساس قدرها 100 في 31 ديسمبر/ كانون الأول 1998.

رقم 15
فبراير/شباط 2009

فردريك روزيرا دي ماريز
اليزابيث ليتلفيلد
زافيير رايلي
كريستوف كينايدنغ
جيه بي مورغان

J.P.Morgan

ونرى أن طرق تقدير القيمة التمويل الأصغر لا بد أن تستفيد من معامل بيتا أكثر انخفاضا من المعامل الخاص بالبنوك، ولكن هذه المؤسسات تستحق الخصم أيضا بسبب السيولة المحدودة لحقوق الملكية. ونظرا لمستوى المرونة المرتفعة لعملها، فإن أرباح مؤسسات التمويل الأصغر تعتبر عموما أقل تقلباً بالمقارنة بالبنوك التقليدية. وفي الوقت نفسه، تستحق تقديرات القيمة خصما خاصاً بالسيولة نظرا لضآلة حجم المعاملات في مجال التمويل الأصغر. ولسوء الحظ، ليست هناك أية أدوات متاحة لإجراء التقدير الكمي لهذا الخصم.

تمثل قيمة المعاملة ونمو صافي الدخل أهم وسائل تقدير القيمة، كما يتضح من تحليلنا الإحصائي. ونورد فيما يلي 8 عوامل أخرى رئيسية نعتقد أنها مهمة أيضا: (أ) نوع المشتري ودوافعه الاجتماعية المحتملة؛ (ب) البلد الذي توجد فيه مؤسسة التمويل الأصغر؛ (ج) الوضع القانوني لمؤسسة التمويل الأصغر، وخاصة إذا كانت عبارة عن بنك خاضع تماما للوائح التنظيمية؛ (د) كفاءة التشغيل؛ (هـ) الرافعة المالية؛ (و) الاعتماد على إيداعات الأفراد (الوساطة المالية)؛ (ز) نوعية الأصول؛ (ح) والربحية (المقاسة بالعائد على حقوق الملكية).

الجدول 1. معاملات الأسهم الخاصة: انتعاش تقديرات القيمة في عام 2008

السنة	الأسعار/الأرباح التاريخية		الأسعار/القيمة الدفترية التاريخية		العينة #
	المتوسط غير المرجح	الوسيط	المتوسط غير المرجح	الوسيط	
2005	9.1	7.9	1.6	1.7	28
2006	8.6	7.4	1.5	1.3	37
2007	9.9	7.2	2.5	1.3	37
سبتمبر/أيلول 2008	10.2	7.9	2.2	1.9	38

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء، جيه بي مورغان. انتعشت القيمة في عام 2008 نتيجة بشكل رئيسي للمضاعِفات المرتفعة المنطبقة على عدد صغير من المعاملات.

الجدول 2. معاملات الأسهم العامة: مؤسسات التمويل المعنية بمحدودي الدخل تُظهر ارتفاعا في الأسعار/القيمة الدفترية وانخفاضا في الأسعار/الأرباح قياسا على بنوك بلدان الأسواق الصاعدة

	الأسعار/ القيمة الدفترية (P/BV)			الأسعار/ الأرباح (P/E)		
	07A	08E	09E	07A	08E	09E
مؤشر التمويل لمحدودي الدخل	2.3	1.9	1.6	10.4	7.6	6.5
بنوك بلدان الأسواق الصاعدة						
أمريكا اللاتينية	2.0	1.9	1.9	8.8	8.6	8.6
الأسواق الأوروبية الناشئة	0.9	1.0	0.9	4.4	5.0	6.4
أفريقيا	1.4	1.2	1.3	6.8	7.2	6.9
آسيا	غير متاح	1.5	1.4	غير متاح	8.5	8.7
المتوسط الخاص ببنوك بلدان الأسواق الصاعدة	1.4	1.5	1.3	6.3	8.1	8.4

المصدر: بلومبرغ، بيانات الشركات، تقديرات جيه بي مورغان. الأسعار في 28 يناير/ كانون الثاني، 2009.

ملاحظات عن مؤشر التمويل لمحدودي الدخل: المؤشر عبارة عن رقم قياسي مرجح برسملة السوق يضم 6 مؤسسات مالية قائمة بتقديم خدمات للشرائح السكانية ذات الدخل الأكثر انخفاضا، وهي تحديدا بنك Rakyat في إندونيسيا، وبنك دانامون، وبنك كومبارتاموس، وبنك فاينانسيرا إندبندنسيا، وبنك أي بي إف (IPF)، والبنك الأفريقي. وقد استخدمنا تقديرات جيه بي مورغان فيما يتعلق بالأسهم التي تغطيها مؤسسة جيه بي مورغان، وتقديرات بلومبرغ المجمعة فيما يتعلق ببنك آي بي إف، وبنك إندبندنسيا. وقد قمنا بتخفيض وزن بنك راكيات الإندونيسي في المؤشر إلى الثُّلُث لأن محفظة التمويل الأصغر لدى هذا البنك لا تمثل سوى ثُلث إجمالي قروضه المصرفية.

ملاحظات عن بنوك الأسواق العالمية الصاعدة: نقوم بتقديم المتوسطات المرجحة برسملة السوق والخاصة بالبنوك التي تغطيها تحليلات جيه بيه مورغان، وهي تمثل عينة من 148 بنكا في بلدان الأسواق الصاعدة.

مقدمة

ما زال الاستثمار في حقوق ملكية قطاع التمويل الأصغر صغير الحجم، ولكنه ينمو بوتيرة سريعة. ففي ديسمبر/ كانون الأول عام 2008، كان هنالك 24 صندوقا متخصصا للاستثمار في حقوق ملكية التمويل الأصغر بأصول مُدارة بلغت إجمالاً 1.5 مليار دولار أمريكي. كما أن هيئات الاستثمار تبدي اهتماما بهذه السوق الجديدة المتميزة. والواقع أن مخصصات حقوق ملكية التمويل الأصغر لدى صناديق معاشات التقاعد الرئيسية، مثل (TIAA CREF) في الولايات المتحدة وأ بي بيي (ABP) في أوروبا، قد بلغت أكثر من 100 مليون دولار أمريكي في إطار إستراتيجيات الاستثمار ذات المسؤولية الاجتماعية (SRI). وهناك جهات أخرى تخوض غمار البحث في هذا الميدان في أجواء من الترقب المتطلع إلى أوضاع أكثر وضوحا في السوق من أجل الاستثمار. كما تقوم شركات رأس مال المساهمة الأولى، مثل سِكويّة (Sequoia)، وعدد قليل من الصناديق الكبرى للأسهم الخاصة، مثل صندوق لوغاتوم (Legatum)،[3] باختبار السوق من خلال استثمارات حقوق ملكية صغيرة في مؤسسات التمويل الأصغر، التي لديها إمكانية للانخراط على المدى القريب في الإصدارات العامة الأولية (IPO) في بلدان الأسواق الصاعدة الرئيسية مثل الهند.

وعلى الرغم من ازدياد الاهتمام بالاستثمارات في حقوق ملكية التمويل الأصغر، إلا أن السوق الحقيقية لهذه الأسهم ما زالت تحبوا ولم تشب عن الطوق بعد. فالإصدارات الأولية ما تزال محدودة بعدد قليل من مؤسسات التمويل الأصغر القابلة للاستثمار فيها وغياب السوق الثانوية المنظمة. وتأخذ الغالبية العظمى من المعاملات شكل الاستثمارات الخاصة. فحتى تاريخه، لم يتم سوى تنفيذ اثنين من الإصدارات العامة الأولية للتمويل الأصغر (كومبارتاموس في المكسيك وإيكويتي بنك في كينيا)، ولا تعتبر أوضاع السوق الراهنة مواتية لأية إصدارات جديدة.

وقد باتت ندرة المعلومات المتاحة عن تقدير قيمة التمويل الأصغر تشكل تحديا كبيرا أمام ترسيخ أقدام حقوق ملكية التمويل الأصغر كاستثمارات متميزة. ويتطلع كل من المستثمرين ومؤسسات التمويل الأصغر إلى الحصول على معايير مرجعية وإرشادية عن السوق، موثوقة ويمكن الوصول إليها بسهولة، من أجل تحسين عملية تسعير حقوق الملكية. ومع ذلك، فإنه تم إجراء القليل من الأبحاث حول تقدير قيمة حقوق ملكية التمويل الأصغر بسبب صعوبة الحصول على البيانات الخاصة.[4]

وما هذه الدراسة إلا محاولة لتقديم بعض المعايير المرجعية المفيدة للمستثمرين، ومديري التمويل الأصغر، والمحللين، والمساعدة في بناء الشفافية في السوق.

وتجدر الإشارة إلى أننا جوبهنا أثناء كتابة هذه الدراسة بنشوب أزمة مالية غير مسبوقة وانكماش اقتصادي عالمي بمعنى الكلمة. والواقع أن عوامل نقص السيولة واضطراب أسعار العملات والركود العالمي سوف تؤثر على مؤسسات التمويل الأصغر وعملائها بطرق مختلفة.[5] وسوف تصبح آثار هذه الأزمة أكثر وضوحا خلال عام 2009. ونتوقع أن نشهد على المدى القصير ارتفاعا في تكاليف التمويل نتيجة للحد من الائتمان وتضييقه وضعف عملات بلدان الأسواق الصاعدة قياسا على القروض المقومة بالدولار الأمريكي. وعلى المدى المتوسط، يمكننا أن نتنبأ بتباطؤ النمو وتراجع القدرة على تحقيق الأرباح.

وسوف تضطر مؤسسات التمويل الأصغر إلى السعي إلى الحصول على الأموال من الوكالات والهيئات العامة ومؤسسات التمويل الإنمائي (DFIs) من أجل الحفاظ على توافر السيولة بعد انسحاب مصادر التمويل التجارية. وستحتاج مؤسسات التمويل الأصغر إلى تعزيز قدراتها في مجالات إدارة الأصول والخصوم، فضلا عن زيادة التزام جانب اليقظة والحذر بشأن المعايير الائتمانية للحفاظ على نوعية أصولها القائمة. وربما تؤدي الأزمة إلى حدوث بعض عمليات الدمج والتوحيد في هذا القطاع، كما أنها ستؤدي بصورة مؤكدة تقريبا إلى ضغوط على عمليات تقدير القيمة. ولا نتوقع أية عمليات جديدة لإدراج وتسجيل الأسهم على المدى القصير. وبالنسبة لتقديرات القيمة، نتوقع انخفاض مضاعفات المعاملات الخاصة باتجاه 1x للقيمة الدفترية في عام 2009 مقابل قيمة وسيطة قدرها 1.9x في عام 2008. إلا أن قوة العوامل الأساسية لصناعة التمويل الأصغر والتزام المستثمرين من القطاعين العام والخاص لا بد أن يدفعا الأسعار نحو الصعود. فمؤسسات التمويل الأصغر المتمتعة بقاعدة تمويل راسخة ونوعية أصول قوية ستكون قادرة لا محالة على الخروج من براثن هذه الاضطرابات وهي أكثر قوة، ويمكننا أن نتوقع استعادة انتعاش أسعار حقوق الملكية في عام 2010.

ونطمح في تقديم معيار مرجعي وإرشادي لعمليات تقدير قيمة حقوق الملكية. وقد عقدنا العزم في هذه الدراسة على معالجة بعض الأسئلة الرئيسية التي تواجهها مؤسسات التمويل الأصغر والمستثمرون في هذا القطاع: ما هو الأمر الفريد من نوعه المميز لقطاع التمويل الأصغر الذي يمكنه تبرير اتباع نهج أصلي لتقدير القيمة؟ وما هي المنهجيات المستخدمة في تقدير القيمة ؟ وما هي عوامل تقدير القيمة الرئيسية الدافعة للاستثمار الخاص في التمويل الأصغر؟ وما هو أداء التمويل الأصغر في الأسواق الخاصة والعامة، من حيث كل من القيمة المطلقة والنسبية؟ وما هي التحديات المنتظرة التي سيواجهها هذا السوق الجديد المتميز في سياق الأزمة المالية؟

تتألف هذه الدراسة من أربعة أجزاء. ويتناول الجزء الأول رصد الخصائص الكامنة وراء اختلاف مؤسسات التمويل الأصغر عن

---

3 قامت شركة سِكويّة (Sequoia) باستثمار 11.5 مليون دولار أمريكي في مؤسسة أس كي أس (SKS)، وهي إحدى مؤسسات التمويل الأصغر الرائدة في الهند، بينما قام صندوق لوغاتوم (Legatum) باستثمارات في مؤسسة شير (Share)، وهي مؤسسة أخرى رائدة في مجال التمويل الأصغر في الهند.

4 Barclay O'Brien, *Valuing Microfinance Institutions*, Savings and Development, Quaterly Review Issue 4-2006, Milan.

5 انظر وقائع مؤتمر إفتراضي/عبر الإنترنت للمجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء بعنوان "التمويل الأصغر والأزمة المالية"، 18-20 نوفمبر/ تشرين الثاني 2008.

البنوك التقليدية. ثم نقوم بعد ذلك بوصف طرق تقدير القيمة الشائعة الاستخدام وتطبيقاتها في إطار مؤسسات التمويل الأصغر. ونقوم في الجزء الثالث من هذه الورقة الدراسة ببحث البيانات المأخوذة من عينتنا التي تضم 144 عملية خاصة إلى جانب مناقشة مُحددات تقدير القيمة الرئيسية. وأخيرا، نضطلع ببحث أداء مؤسسات تمويل محدودي الدخل ذات الأسهم المطروحة للتداول العام وتحليل تأثير التسجيل والإدراج على أداء الكيانات القائمة بموجب اتفاقيات الامتيازات والتراخيص.

تأتي هذه الدراسة ثمرةً للتعاون الوثيق بين المجموعة الاستشارية ومؤسسة جيه بي مورغان، حيث تقدّم المجموعة الاستشارية معرفتها العميقة بأسواق التمويل الأصغر، بينما تقدّم مؤسسة جيه بي مورغان مهاراتها في مجالات البحوث الخاصة بحقوق الملكية وخبراتها المتعلقة ببلدان الأسواق الصاعدة.

الجدول 3. عينتنا تمثّل أكبر مجموعة من البيانات المتاحة حتى تاريخه

	المعاملات (#)	المعاملات (بالدولار الأمريكي)
2005	28	107,969,182
2006	37	19,905,978
2007	37	61,440,959
2008	38	103,893,011
أخرى	4	3,307,321
الإجمالي	144	296,516,451

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء.

المنهجية وعينة الدراسة

يستند تحليلنا إلى عينتين أصليتين: مجموعة بيانات لمعاملات خاصة حول أداء 60 مؤسسة تمويل أصغر، وعينة تضم 10 من مؤسسات التمويل لمحدودي الدخل ذات الأسهم المطروحة للتداول العام (LIFIs):

قامت المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء بتجميع البيانات المتعلقة بمعاملات حقوق الملكية الخاصة من خلال دراسة استقصائية بالغة السرية تم إجراؤها في صيف عام 2008. وقامت 4 من مؤسسات التمويل الإنمائي، و13 أداة للاستثمار في قطاع التمويل الأصغر، و14 مؤسسة تمويل أصغر بتقديم بيانات عن عملياتها في الفترة من عام 2005 إلى سبتمبر/أيلول 2008. وترد الإشارة في الملحق الثالث إلى بعض المشاركين في هذا الاستقصاء. وتتكون العينة من 144 من معاملات الأسهم من قبل 60 مؤسسة للتمويل الأصغر في 36 بلدا. وتعتبر هذه المجموعة من البيانات المجموعة الأكثر شمولا فيما يتعلق باستثمارات حقوق الملكية الخاصة في قطاع التمويل الأصغر حتى الآن. وفي تقديرنا أن هذه المجموعة تمثل ما يقارب 50 في المائة من المعاملات الرئيسية و70 في المائة من المعاملات الثانوية على مدى الفترة 2005–2008. وقد تم تطبيق إجراءات صارمة من قبل سيجاب لضمان السرية الكاملة للبيانات المبلّغ عنها. وتضمنت تلك الإجراءات إبرام اتفاقيات بشأن السرية مع كافة المشاركين في الاستقصاء فضلا عن سياسات تقييد الوصول إلى هذه البيانات. وهناك أربعة فقط من العاملين في سيجاب الذين سمحت لهم المديرة التنفيذية للمجموعة بالاطلاع على البيانات الأساسية. وكانت سيجاب مسؤولة عن مراقبة جودة البيانات وعمليات التحليل الأولي. ولم تطلع مؤسسة جيه بي مورغان إلا على معايير مرجعية إجمالية ومجمعة تستند على الأقل إلى 5 من نقاط البيانات. وهذه البيانات المجمعة متاحة على الموقع الخاص بالمجموعة الاستشارية: www.cgap.org. ولم يتم منح مؤسسة جيه بي مورغان إمكانية الوصول إلى قاعدة البيانات الأساسية.

أما العينة الخاصة بمؤسسات التمويل لمحدودي الدخل ذات الأسهم المطروحة للتداول العام فتم تجميعها من قبل المحللين التابعين لمؤسسة جيه بي مورغان.[6] وقد قمنا بتحديد 10 من مؤسسات التمويل لمحدودي الدخل ذات الأسهم المسجلة والتي لديها تركيز عريض على التمويل الأصغر. وتتضمن تلك المؤسسات (كومبارتاموس في المكسيك وإيكويتي بنك في كينيا)، و4 بنوك لديها تركيز على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وإقراض المشروعات الصغرى، و4 من مقدمي القروض الاستهلاكية. ونُدْرك أن صورة المخاطر ومعدل العائد التي تقدمها هذه المؤسسات للمستثمرين تختلف عن الصورة التي تقدمها مؤسسات التمويل الأصغر التقليدية. وليس لدى تلك المؤسسات بالضرورة أجندة اجتماعية صريحة، كما أن محفظة قروضها تعتبر أقل تركيزا على إقراض المشروعات الصغرى وأكثر تعرضا للصدمات الاقتصادية. ومع ذلك فإن تلك المؤسسات تقدم لمؤسسات التمويل الأصغر تقديرات قيمة مقارنة مثيرة للاهتمام لأنها تعمل في نفس السوق.

6 CGAP, *Microfinance Investment Vehicles (MIV) Disclosure Guidelines for Reporting on Performance Indicators – Microfinance Consensus Guidelines*, 2007, http://www.cgap.org/gm/document1.9.3140/MIV%20Disclosure%20Guidelines%202007.pdf

سوق أسهم التمويل الأصغر

حتى 2007، كان هنالك 397 بنكا ومؤسسة مالية غير مصرفية تقوم برفع تقاريرها إلى مركز تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر – قاعدة البيانات المرجعية لأداء التمويل الأصغر – في ظل قاعدة حقوق ملكية مجمعة تبلغ تقريبا 5.2 مليار دولار أمريكي. وتتركز نسبة 85 في المائة من استثمارات حقوق الملكية في أكبر 100 مؤسسة من مؤسسات التمويل الأصغر. وتمثل أوروبا الشرقية وأمريكا اللاتينية حوالي ثُلثي حقوق ملكية التمويل الأصغر. والجدير بالذكر أن إصدار الأسهم الجديدة آخذ في الزيادة بوتيرة سريعة مما أدى إلى تجاوز مستوى المليار دولار أمريكي في عام 2007.[7]

لقد حققت مؤسسات التمويل الأصغر سجل إنجاز رائع، وجرى توثيق أدائها المالي عن طريق مركز تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر منذ عام 1995. وفي عام 2007، زاد متوسط حجم أصول بنوك التمويل الأصغر بنسبة ملحوظة قدرها 40 في المائة.[8] ويعتبر العائد قويا حيث بلغت القيمة الوسيطة لمعدل العائد على حقوق الملكية 14.1 في المائة في عام 2007. كما أن نوعية الأصول ما زالت مرتفعة، حيث تبلغ القيمة الوسيطة للمحفظة في خطر أكثر من 30 يوما 1.4 في المائة فقط. إلا أن مؤسسات التمويل الأصغر تتعرض لآثار الأزمة العالمية، ومن المتوقع أن يتراجع أداؤها في عام 2009.

وفي جانب التمويل، كانت مؤسسات التمويل الإنمائي، مثل مؤسسة التمويل الدولية والوكالة الألمانية للتعمير والبنك الأوروبي للإنشاء والتعمير، من أوائل المستثمرين في حقوق ملكية التمويل الأصغر. وقد بلغت محفظة استثمار هذه الجهات في حقوق ملكية التمويل الأصغر 900 مليون دولار أمريكي حتى عام 2007، علما بأنها آخذة في النمو بشكل سريع للغاية. وتتكون المجموعة الثانية من المستثمرين من 24 صندوقا متخصصا تركّز على الاستثمار في حقوق الملكية، وصناديق حقوق الملكية الخاصة، أو الشركات القابضة لبنوك التمويل الأصغر. وما زالت هذه الصناديق صغيرة الحجم نسبيا، ولكنها تشهد نموا بوتيرة سريعة للغاية. وقد أشارت التقديرات إلى أن إجمالي أصولها المدارة بلغت 1.5 مليار دولار أمريكي في ديسمبر/ كانون الأول 2008.[9]

ومنذ عام 2007، قامت شركات حقوق ملكية خاصة كبيرة مثل شركة سكوية وصندوق لوغاتوم[10] بتنفيذ استثمارات حقوق ملكية في مجموعة مختارة من أسواق التمويل الأصغر مثل الهند. وتشير تقديراتنا إلى أن إجمالي المبلغ المُستثْمَر من قبل هذه المؤسسات يربو على 200 مليون دولار أمريكي. وأخيرا، تقوم صناديق معاشات التقاعد الرائدة المهتمة بالاستثمارات ذات المسؤولية الاجتماعية بتخصيص أصول في صناديق حقوق ملكية التمويل الأصغر المتخصصة.

---

7 طبقا لأدريان غونزالز، التحليل المستند إلى بيانات مركز تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر لعام 2007.

8 أدريان غونزالز وآخرون، مركز تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر، استنادا إلى بنوك التمويل الأصغر القائمة برفع تقاريرها لمركز تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر في عام 2007.

9 استنادا إلى استقصاء أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر الذي أجرته سيجاب في عام 2008، وتقديرات المجموعة لتوقعات النمو في عام 2008.

10 *Blackstone, Carlyle eye microfinance firms*, The Economic Times, India, October 12, 2007.

1. التمويل الأصغر مقابل العمل المصرفي التقليدي

هل تستحق مؤسسات التمويل الأصغر التسعير بعلاوة بالمقارنة بالبنوك التقليدية؟ سوف نقوم في هذا القسم بتقييم الأوجه الرئيسية للاختلاف والتشابه فيما بين البنوك العادية ومؤسسات التمويل الأصغر من منظور التحليل المالي.

ما الذي يجعل مؤسسات التمويل الأصغر مختلفة؟

تظل النسب المالية الشائعة والعوامل الأخرى المستخدمة في تحليل البنوك أمورا وثيقة الصلة عند بحث مؤسسات التمويل الأصغر. إلا أننا نعتقد أن مؤسسات التمويل الأصغر هي مؤسسات مالية فريدة من نوعها بسبب نموذج أعمالها وعملائها. ونعرض في هذا الفصل 5 خصائص رئيسية للتمويل الأصغر تجعل مؤسسات التمويل الأصغر مختلفة عن البنوك التقليدية، وهذه الخصائص والسمات ملخصة في الجدول رقم 4.

أ. الغاية النهائية المزدوجة

تؤكد معظم مؤسسات التمويل الأصغر على أهمية كل من ربحيتها المالية وتأثيرها الاجتماعي. والواقع أن درجة التأكيد على هذه الغاية المزدوجة تتفاوت بشكل ملموس فيما بين مؤسسات التمويل الأصغر. إلا أن هناك سمة مشتركة بين هذه المؤسسات وهي إدراك المزايا الإيجابية العائدة على العملاء بفعل الحصول على الخدمات المالية والحاجة إلى ممارسات إقراض مسؤولة.

وتُساعد الغاية النهائية المزدوجة مؤسسات التمويل الأصغر في اجتذاب الإقراض الميسر والاستثمارات من قبل مؤسسات الاستثمار العامة والمستثمرين ذوي المسؤولية الاجتماعية – وهو عامل إيجابي في تقييم المخاطر.[11] ومع ذلك، فإن الغاية النهائية المزدوجة، من منظور حقوق الملكية، تبرر الخصم في تقدير القيمة. إذ يمكن أن تقوم مؤسسات الأعمال ذات التوجهات والدوافع الاجتماعية بتنفيذ أنشطة أقل ربحية من أجل بلوغ أهدافها وغاياتها الاجتماعية، مثل التوسع لخدمة المناطق النائية أو العمل مع العملاء الذين هم بحاجة إلى تدريب قبل حصولهم على الخدمة المالية. وربما تنعكس هذه الجهود

الجدول 4. الخصائص الأساسية لمؤسسات التمويل الأصغر

ما هي الخاصية النوعية المميزة للتمويل الأصغر	الأساس المنطقي	المؤشر الرئيسي
1. الغاية النهائية المزدوجة	تشعر معظم مؤسسات التمويل الأصغر بالفخر والاعتزاز بسبب الغاية النهائية المزدوجة لديها (أي المالية والاجتماعية). ويختلف مستوى التأكيد على أهمية الرسالة الاجتماعية فيما بين المؤسسات.	متوسط رصيد القرض بالنسبة للمقترض كنسبة مئوية من نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي. متوسط التكلفة لكل عميل
2. ارتفاع صافي هوامش الفائدة	صافي هوامش الفائدة لدى مؤسسات التمويل الأصغر يكون في أغلب الأحوال أكثر ارتفاعا منه لدى النظراء التقليديين، نتيجة لقيام هذه المؤسسات بتطبيق أسعار فائدة أكثر ارتفاعا.	صافي هوامش الفائدة. شدة المنافسة في البلد أو المنطقة
3. قوة نوعية الأصول	تمثل نوعية محفظة القروض عاملا رئيسيا للربحية وهي تتطلب نسبا مختلفة عن النسب في البنوك التقليدية، بسبب الطبيعة المحددة لقروض مؤسسات التمويل الأصغر.	القروض المستحقة منذ أكثر من 30 يوما + القروض التي أعيد التفاوض عليها مقسومةً على إجمالي محفظة القروض. نسبة القروض المشطوبة (المعدومة)
4. ارتفاع نسبة النفقات التشغيلية	يؤدي الحجم الأصغر نسبيا وآجال الاستحقاق الأقصر أجلا إلى دفع تكاليف معاملات مؤسسات التمويل الأصغر نحو الارتفاع	التكلفة لكل مقترض مصروفات التشغيل كنسبة من الأصول
5. تمويل أطول أمدا	تنخفض الرافعة المالية لمؤسسات التمويل الأصغر الناضجة بصورة طفيفة عنها في البنوك التقليدية. ويتمثل الاختلاف الرئيسي في مركز السيولة: فمؤسسات التمويل الأصغر تحظى بفجوة استحقاق مواتية بالنسبة للأصول/الخصوم (متوسط آجال استحقاق الخصوم أكبر من متوسط آجال استحقاق الأصول). ونظرا للأجندة الاجتماعية، فإن مؤسسات التمويل الأصغر قادرة على اجتذاب تمويل طويل الأجل من المؤسسات العامة والمستثمرين ذوي المسؤولية الاجتماعية.	مدّة الخصوم والأصول التمويل العام/إجمالي الخصوم نسبة الدين إلى حقوق الملكية

المصدر: CGAP, J.P. Morgan.

11 أشارت تقديرات رابطة المستثمرين الأوروبيين ذوي المسؤولية الاجتماعية إلى أن حجم السوق العالمية لهذه الاستثمارات بلغ 4.9 مليار يورو في عام 2007 (Eurosif SRI study 2008).

في ارتفاع هيكل التكلفة للأعمال، وإن كان هذا المسعى، في بعض الحالات، قد يؤدي إلى ارتفاع في العائدات.

ب. ارتفاع صافي هوامش الفائدة مدفوعا بارتفاع أسعار الإقراض

يعتبر صافي هوامش الفائدة لدى مؤسسات التمويل الأصغر[12] مرتفعا بدرجة كبيرة عنه في البنوك التجارية في بلدان الأسواق الصاعدة. ويرجع ذلك إلى أسعار الفائدة المرتفعة نسبيا التي يتم فرضها على عملاء التمويل الأصغر والمنافسة المحدودة على التعامل معهم. ففي عام 2006، بلغ المتوسط العالمي لسعر إقراض التمويل الأصغر 24.8 في المائة. ونعتقد أن هنالك 3 أسباب رئيسية تبرر مستوى أسعار الفائدة في قطاع التمويل الأصغر.

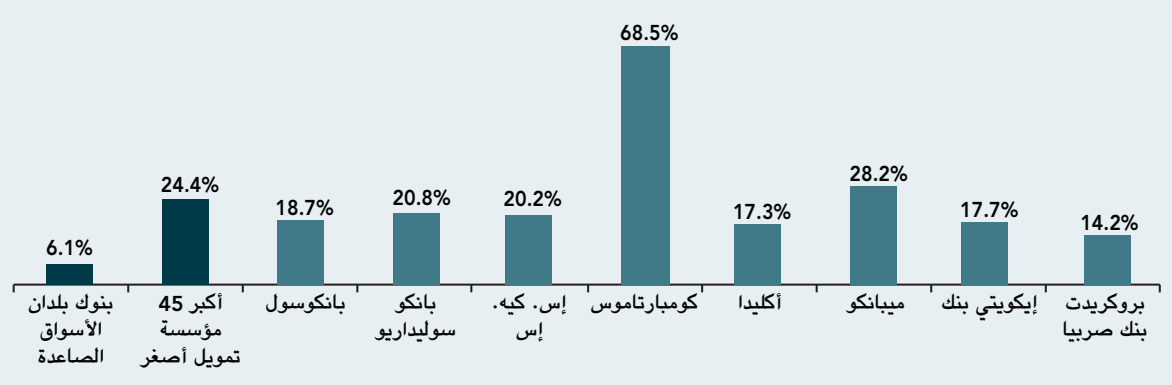
1. **التفسير المالي: ارتفاع التكاليف (وخاصة تكاليف التشغيل) يبرر ارتفاع أسعار الفائدة.** إذ تنطوي القروض الصغرى على تكاليف مرتفعة نسبيا عن القروض التقليدية، في ظل ارتفاع المصروفات الشخصية والإدارية المترتبة على أماكن العملاء، وصغر حجم العمليات، والتفاعل المتكرر مع موظفي مؤسسات التمويل الأصغر.
2. **تفسير الاقتصاد الجزئي (microeconomic): قدرة المشروعات الصغرى على تحقيق الربح.** تتمتع المشروعات الصغرى بإمكانيات توليد عائدات مرتفعة، مما يؤدي إلى تمكين العملاء من دفع أسعار فائدة أعلى لمؤسسات التمويل الأصغر.[13]
3. **تفسير الاقتصاد الكلي (macroeconomic): المنافسة المحدودة.** على الرغم من النمو السريع للتمويل الأصغر في معظم الأسواق، إلا أنه ما زال هناك عدد قليل نسبيا من المؤسسات المالية القائمة بخدمة محدودي الدخل، ومن ثم فإن المنافسة على أسعار الإقراض تعتبر محدودة.

ومزيدا على ما تقدم، يفتقر القطاع إلى توافر معايير واضحة بشأن الإفصاح عن أسعار الفائدة المفروضة على العملاء. فعلى سبيل المثال، يكون سعر الفائدة المفروضة من قبل بعض مؤسسات التمويل الأصغر عبارة عن سعر ثابت باستخدام الرصيد الأولي للقرض. وسوف تكون عمليات الإفصاح المشتركة مفيدة على الأرجح لكل من العملاء والمستثمرين.

آثار الأزمة المالية على صافي هوامش الفائدة

تنطوي الأزمة المالية على تأثير كبير على صافي هوامش الفائدة لمؤسسات التمويل الأصغر. فالتقارير الواردة من مؤسسات التمويل الأصغر إلى المجموعة الاستشارية تشير إلى ازدياد ضغوط السيولة وارتفاع تكاليف التمويل بما يتراوح بين 200 إلى 500 نقطة أساس منذ سبتمبر/ أيلول 2008، نتيجة لشروط الإقراض المتشددة في السوق المحلية فيما بين البنوك ومن قبل المقرضين الأجانب.[14] وفي إطار سعيها للحفاظ على هوامش الفائدة، تقوم مؤسسات التمويل الأصغر بزيادة أسعار الإقراض، ولكن بعض هذه المؤسسات يواجه صعوبات في تحميل العملاء الزيادة الكاملة في التكلفة. والواقع أن هذه التدابير غير مستساغة في سياق الهبوط الاقتصادي الراهن وقد تتعارض مع الأجندة الاجتماعية لمؤسسات التمويل الأصغر. وتجدر

الشكل 1: صافي هوامش الفائدة أكثر ارتفاعاً في مؤسسات التمويل الأصغر، كما في 2007



المصدر: مركز تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر لدى توافر البيانات. صافي هامش الفائدة عبارة عن صافي دخل الفائدة مقسوما على متوسط إجمالي الأصول (معرّف بأنه نسبة الإيرادات المالية على الموقع الالكتروني لمركز تبادل المعلومات). وبالنسبة لأكبر 45 مؤسسة تمويل أصغر، نوضح المتوسط غير المرجح لجميع مؤسسات التمويل الأصغر التي يزيد إجمالي أصولها عن 150 مليون دولار (طبقا لمركز تبادل المعلومات حتى عام 2007). وتتضمن بنوك بلدان الأسواق الصاعدة طائفة واسعة من البنوك التي يغطيها محللو جيه بي مورغان في سياق هذه البلدان (ما عدا آسيا).

---

12 يبلغ وسيط صافي هامش الفائدة لمؤسسات التمويل الأصغر التي ترفع تقاريرها إلى نشرة الأعمال المصرفية الصغرى 22 في المائة، في حين يبلغ المتوسط الخاص ببنوك *بلدان الأسواق الصاعدة* التي يغطيها محللو جيه بي مورغان (آسيا غير مشمولة) حوالي 6 في المائة.

13 أشارت الأبحاث في الهند وكينيا والفلبين إلى أن متوسط العائد السنوي على استثمارات المشروعات الصغرى تراوح بين 117 إلى 847 في المائة. Helms and Reille, "Interest Rate Ceilings and Microfinance: The Story So Far," CGAP, 2004.

14 قام معظم المقرضين الأجانب، في أوائل عام 2008، بالتهوين من شأن المخاطر القطرية (انظر رايلي وفورستر، مذكرة المناقشة المركزة رقم 25، المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء).

الإشارة إلى أن آثار شحة الإقراض لن تطال كافة مؤسسات التمويل الأصغر. فالمؤسسات التي لديها نسبة كبيرة من الودائع تحت الطلب والودائع الادخارية تعتمد بدرجة أقل على الاقتراض المصرفي. كما أن المؤسسات المتمتعة بالقدرة على الحصول على التمويل الحكومي أو التمويل الميسر من جانب المستثمرين الإنمائيين تكون في وضع أفضل وقادرة على الحفاظ على مستويات مريحة لصافي هوامش الفائدة.

ج. نوعية الأصول عالية الجودة مدفوعةً بطريقة التحصيل الأصلية

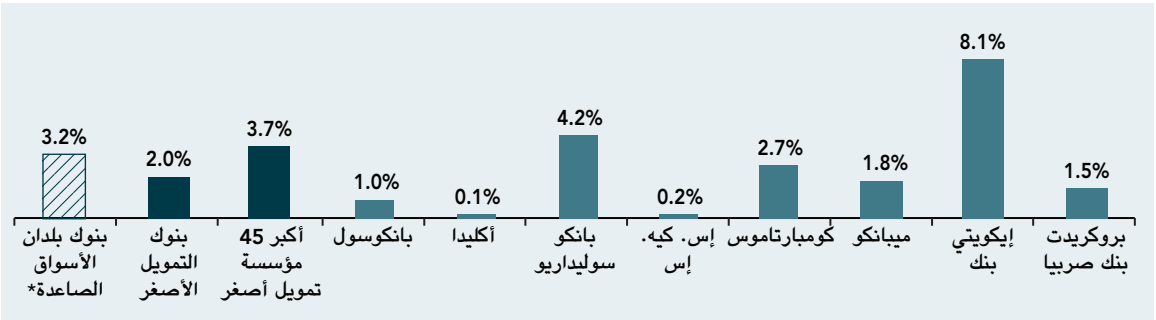
تمتعت مؤسسات التمويل الأصغر تاريخيا بنوعية أصول أقوى منها في البنوك التقليدية في بلدان الأسواق الصاعدة. إذ قامت هذه المؤسسات بوضع إستراتيجيات إقراض أصلية. ويتضمن ذلك المعرفة الجيدة عن العملاء وتعزيزها من خلال الزيارات المتكررة لمواقع أعمالهم؛ والضمانات غير التقليدية مثل الضمانات الجماعية؛ وأنظمة المعلومات الممتازة القادرة على تتبع المتأخرات أسبوعيا أو حتى يوميا. كما أنه لدى مؤسسات التمويل الأصغر حوافز قوية للأداء: ففي مقدور العملاء القائمين بسداد القروض بناء تاريخ ائتماني جيد والحصول على قروض أكبر حجما بشروط أفضل. علاوة على ذلك، لدى موظفي الإقراض في مؤسسات التمويل الأصغر حوافز مالية قوية للتأكد من السداد، لأن العنصر المتغير لرواتبهم مرهون بنوعية المحفظة. وتُترجم جميع هذه العوامل إلى نوعية أصول عالية الجودة. وعلى مدى السنوات العشر الماضية، تمكنت مؤسسات التمويل الأصغر التي تقوم بإرسال تقاريرها إلى نشرة الأعمال المصرفية الصغرى من إثبات نوعية أصول عالية الجودة، حيث كان متوسط مخاطر المحفظة بعد أكثر من 30 يوما أقل من 4 في المائة بصورة مستمرة وثابتة.[15]

وتوضح مخاطر المحفظة بعد مضي أكثر من 30 يوما قيمة جميع القروض القائمة (أصل القروض والفائدة) التي لها دفعة مستحقة غير مدفوعة منذ أكثر من 30 يوما. ومن المهم أن يتم بحث هذه المخاطر جنبا إلى جنب مع نسبة القروض المشطوبة، للتأكد من أن استمرار تدني مخاطر المحفظة بعد مضي أكثر من 30 يوما لا ينبع من شطب القروض المتأخرة السداد.

تأثير الأزمة المالية على نوعية الأصول

في يناير/ كانون الثاني 2009، لم يكن هنالك أي تأثير واضح للأزمة المالية الراهنة على نوعية الأصول. فقد أثبت الإقراض الأصغر مرونته أمام الصدمات الاقتصادية في الماضي، مثلما حدث إبان الأزمات المالية في آسيا وأمريكا اللاتينية. ويرجع ذلك إلى ميل عملاء التمويل الأصغر إلى العمل في القطاع غير الرسمي وكونهم أقل اندماجا في الاقتصاد العالمي. ويقوم هؤلاء العملاء في أغلب الحالات بتقديم المنتجات الأساسية، مثل المواد الغذائية أو الخدمات الأساسية، التي يبقى الطلب عليها مرتفعا حتى في وقت الأزمات. ومع ذلك، فإن الأزمة

الشكل 2: مخاطر المحفظة بعد مضي أكثر من 30 يوما على موعد استحقاق السداد، حتى 2007: نوعية أصول صلبة



المصدر: مركز تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر، جيه بي مورغان. البيانات حتى 2007.

عينة من أكبر 10 مؤسسات تمويل أصغر تركز على تقديم قروض إلى المشروعات الصغرى. ويشار إلى أن عينتنا لا تشمل بنك راكيات الإندونيسي (BRI) وبنك غرامين، وهما أكبر وثالث أكبر مؤسسة تمويل أصغر في العالم طبقا لمركز تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر (MIX)، وذلك نظرا لعدم توافر بيانات عن المحفظة في خطر. وتحت أكبر 45 مؤسسة تمويل أصغر، نوضح المتوسط غير المرجح لجميع مؤسسات التمويل الأصغر التي يزيد إجمالي أصولها عن 150 مليون دولار (طبقا لمركز تبادل المعلومات حتى عام 2007). وبيانات بنوك التمويل الأصغر عبارة عن متوسط غير مرجح لجميع بنوك التمويل الأصغر طبقا لمركز تبادل المعلومات. وتتضمن بنوك بلدان الأسواق الصاعدة طائفة واسعة من البنوك التي يغطيها محللو جيه بي مورغان في سياق هذه البلدان (ما عدا آسيا).

* بالنسبة لبنوك بلدان الأسواق الصاعدة، نوضح نسبة القروض غير العاملة إلى إجمالي القروض، وهو ما يوضح بصورة نمطية نسبة القروض التي مضى 90 يوما على موعد استحقاق سدادها. ولهذا السبب، لا تعتبر النسبة الخاصة بالبنوك قابلة للمضاهاة بشكل مباشر مع المحفظة في خطر بعد مضي أكثر من 30 يوما، ولكن تلك النسبة تعطي إشارة توضيحية للنوعية النسبية للأصول.

15 نظرا لقصر آجال استحقاق القروض (أقل من سنة واحدة في أغلب الحالات) وأقساط السداد المتكررة (أسبوعا في أغلب الأحوال)، فإننا نرى أن القروض المستحقة الدفع بعد 30 يوما تعتبر مُقابِلة لـ 60 أو 90 يوما وهي الفترة الشائعة بالنسبة للبنوك التقليدية.

المالية الراهنة، والتأثير الثلاثي للانكماش الاقتصادي وانخفاض التحويلات وارتفاع أسعار المواد الغذائية، تندرج ضمن الأمور التي لم نشهد لها مثيلا من قبل. وربما تُترجم تلك الأمور إلى انخفاض في نوعية أصول مؤسسات التمويل الأصغر.

الجدير بالذكر أن استمرار المرونة مكفول بالنسبة لمؤسسات التمويل الأصغر المُدارة بصورة جيدة والقائمة بتطبيق سياسة ائتمانية متحفظة مع محور تركيز على إقراض المشروعات الصغرى. ومن المرجح أن التأثير الشديد سوف يطال مؤسسات التمويل الأصغر التي تعاني من ضعف المعايير الائتمانية وتتعرض لمخاطر كبيرة تجاه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم وقروض الإسكان والقروض الاستهلاكية.

د. ارتفاع التكاليف التشغيلية مدفوعاً بصغر حجم المعاملات

تتسم تكاليف تقديم القروض الصغرى بالارتفاع بسبب صغر حجم القروض، ومناطق تواجد العملاء، وارتفاع مستوى التفاعل بين العملاء وموظفي مؤسسة التمويل الأصغر. وتمثل الكفاءة أحد الشواغل الرئيسية لأن مؤسسات التمويل الأصغر، بالمقارنة مع البنوك التقليدية، تتطلب عددا أكبر من الموظفين والجهد الإداري لكل دولار يتم إقراضه. وكما يتضح من الشكل 3، فإن المصروفات التشغيلية في مؤسسات التمويل الأصغر هي أكثر ارتفاعا عنها في البنوك التقليدية.

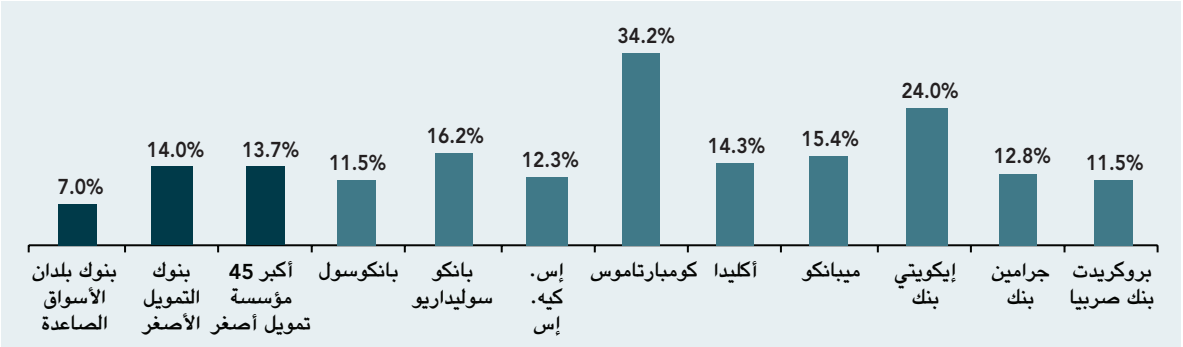
وعلى أية حال، يميل هيكل التكاليف لمؤسسات التمويل الأصغر إلى التحسن بمرور الوقت نتيجة لوفورات الحجم، وتحسين تقنيات الإقراض، والزيادة في متوسط حجم القروض. ويمكن للمنافسة أن تمارس ضغوطا على هوامش مؤسسات التمويل الأصغر وتدفعها إلى تحسين الكفاءة.

وفيما يتعلق بالمؤشرات، فإن نسب مصروفات التشغيل إلى إجمالي الأصول، أو مصروفات التشغيل إلى إجمالي القروض، هي النسب ذات العلاقة الأوثق في هذا الشأن. وهناك مقاييس أخرى شائعة الاستخدام: التكاليف لكل مقترض (المصروفات التشغيلية/ متوسط عدد المقترضين النشطين)، وإنتاجية الموظفين (عدد المقترضين النشطين/ إجمالي عدد الموظفين)، وإنتاجية موظفي القروض (عدد المقترضين النشطين/ عدد موظفي القروض).

تأثير الأزمة المالية على تكاليف التشغيل

شهدت مؤسسات التمويل الأصغر زيادة في تكاليف التشغيل في النصف الأول من عام 2008 بسبب التضخم وارتفاع تكاليف المستلزمات والمدخلات. وكانت تكاليف الموظفين وتكاليف النقل الفئتين الأكثر تأثراً، حيث زادتا طبقا للتقارير بنسبة أكثر من 30 في المائة في بلدان أمريكا اللاتينية. وبالنسبة لعام 2009، نتوقع عودة التضخم إلى مستويات أكثر انخفاضا، مما سيؤدي إلى تخفيف ضغوط زيادات الأجور وتكاليف النقل. إلا أن الكفاءة التشغيلية، المقاسة بنسبة مصروفات التشغيل إلى القروض، قد تتناقص بسبب تباطؤ النمو أو حتى النمو السلبي لمحفظة التمويل الأصغر. وقد

الشكل 3: نفقات التشغيل إلى إجمالي محفظة القروض تعتبر أكثر ارتفاعا بالنسبة لمؤسسات التمويل الأصغر منها بالنسبة للبنوك التقليدية، حتى 2007



المصدر: مركز تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر (MIX)، جيه بي مورغان البيانات حتى 2007. بالنسبة لبنك بروكريديت، تشير النسبة المئوية إلى مصروفات التشغيل إلى إجمالي الأصول. وتم استخدام متوسطات غير مرجحة فيما يتعلق بأكبر 45 مؤسسة تمويل أصغر وبنوك بلدان الأسواق الصاعدة. وتتضمن هذه البنوك طائفة واسعة من بنوك بلدان الأسواق الصاعدة التي يغطيها محللو جيه بي مورغان في سياق هذه البلدان (ما عدا آسيا). وبيانات بنوك التمويل الأصغر عبارة عن متوسط غير مرجح لجميع بنوك التمويل الأصغر طبقا لمركز تبادل المعلومات.

يتراجع مستوى إنتاجية موظفي مؤسسات التمويل الأصغر نتيجة لقيام موظفي القروض بتخصيص المزيد من الوقت لمتابعة ورصد القروض وعمليات تحصيلها.

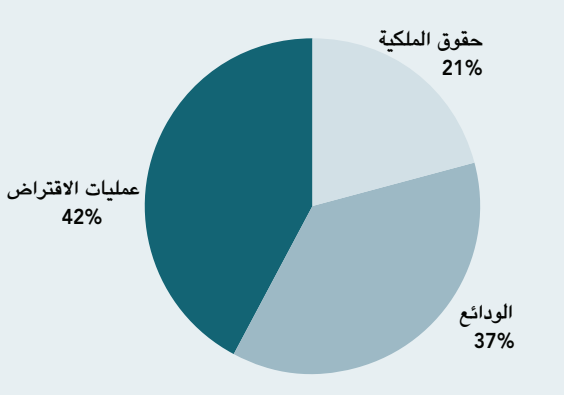
هـ. التمويل الأطول أمدا

يؤثر تضييق الائتمان في بعض الأسواق على مؤسسات التمويل الأصغر من خلال ازدياد صعوبة الحصول على التمويل اللازم، وارتفاع التكلفة، وتوافر التمويل بآجال استحقاق أقصر أجلا. ولهذا السبب، قمنا في تحليلنا بإيلاء عناية خاصة بجانب الخصوم في الميزانيات العمومية لمؤسسات التمويل الأصغر: حقوق الملكية، والودائع، ومصادر التمويل الأخرى. وينطوي التمويل الأصغر على ثلاثة اختلافات رئيسية بالمقارنة بالبنوك التقليدية.

الرافعة المالية في مؤسسات التمويل الأصغر عموما أكثر انخفاضا منها في البنوك التقليدية

تميل مؤسسات التمويل الأصغر بصفة عامة إلى التمتع بتطبيق رافعة مالية أكثر انخفاضا (طبقا لقياسها بإجمالي حقوق الملكية إلى الأصول) منها لدى البنوك التقليدية. علما بأن المتوسط غير المرجح الذي استخلصناه للرافعة المالية لأكبر 45 مؤسسة تمويل أصغر (التي تزيد أصولها عن 150 مليون دولار) يبلغ 19 في المائة، وهو منخفض بصورة ملموسة عن معايير جيه بي مورغان المرجعية للأسواق الصاعدة.[16]

الشكل 4: توزيع مصادر أموال بنوك التمويل الأصغر



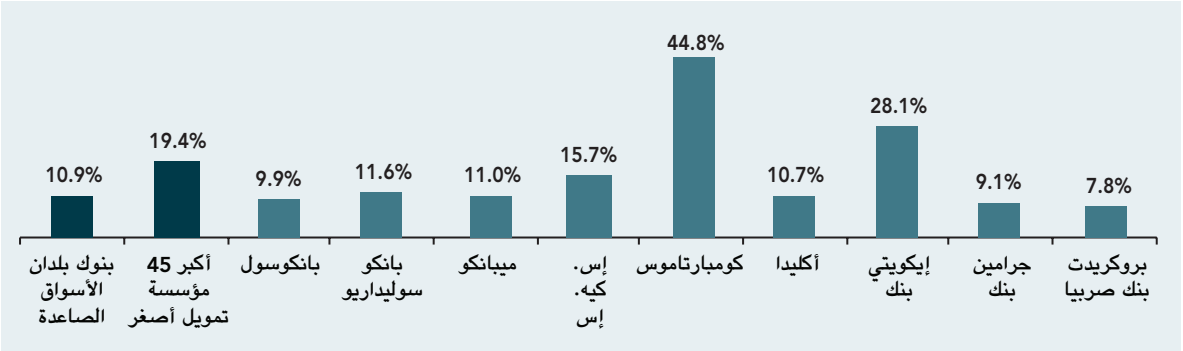
ملاحظة: المصدر: نشرة الأعمال المصرفية الصغرى – بيانات خاصة بجميع البنوك (2007). تشتمل الودائع على الودائع تحت الطلب، والودائع الادخارية، والودائع لأجل، والودائع من البنوك.

إلا أن الرافعة المالية تزداد بمرور الوقت، فالمستويات التي وصلت إليها مؤسسات التمويل الأصغر الكبيرة والقديمة من حيث العلاقة بين حقوق الملكية والديون تعتبر مماثلة لنظيرتها لدى البنوك التقليدية، كما يتضح من الشكل 5.

الودائع لا تعتبر بالضرورة مصدر تمويل أكثر استقرارا وأقل تكلفة

تكلفة التمويل من خلال إيداعات الأفراد (وخاصة الودائع تحت الطلب التي لا يتم عادة دفع أية مكافآت عليها) لا تعتبر بالضرورة أقل تكلفة

الشكل 5: كبريات مؤسسات التمويل الأصغر لديها رافعات مالية مماثلة لما لدى البنوك التقليدية. إلا أن نسبة حقوق الملكية إلى الأصول تعتبر منخفضة في المتوسط لدى البنوك، كما في 2007



ملاحظة: مركز تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر. المعلومات الخاصة بالرافعة المالية لبنك راكيات الإندونيسي غير متاحة. العينة تضم أكبر 10 مؤسسات تمويل أصغر ينصب تركيزها على تقديم قروض إلى المشروعات الصغرى. والبيانات الخاصة ببنك راكيات الإندونيسي غير متاحة. ونوضح أيضا المتوسط الخاص بجميع مؤسسات التمويل الأصغر التي يزيد إجمالي أصولها عن 150 مليون دولار (طبقا لمركز تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر، كما في 2007). وقد قمنا باستخدام تعريف واسع النطاق للتمويل الأصغر بالنسبة لهذه العينة الواسعة التي تضم أكبر 45 مؤسسة تمويل أصغر. والمتوسطات الخاصة بأكبر 45 مؤسسة تمويل أصغر وبنوك بلدان الأسواق الصاعدة غير مرجحة. وتتضمن بنوك بلدان الأسواق الصاعدة طائفة واسعة من البنوك التي يغطيها محللو جيه بي مورغان في سياق هذه البلدان (ما عدا آسيا).

16 تمثل هذه المعايير المرجعية طائفة واسعة مختارة من البنوك التي يغطيها محللو جيه بي مورغان على صعيد الأسواق الصاعدة (باستثناء آسيا).

من مصادر التمويل الأخرى. ويرجع ذلك إلى انطواء تلقي وخدمة الودائع الصغيرة على تكاليف كبيرة بالإضافة إلى أنها تتطلب بنية أساسية لمادية باهظة التكلفة.

ومثلما هو الحال بالنسبة للبنوك التقليدية، فإن بعض أنواع الإيداعات لدى مؤسسات التمويل الأصغر تعتبر أقل استقرارا من أنواع أخرى. إذ يمكن أن تكون الودائع المؤسسية الكبيرة والودائع فيما بين البنوك سريعة الحركة، في حين أن إيداعات الأفراد (الودائع تحت الطلب والودائع الادخارية على حد سواء) تميل بدرجة أكبر إلى الاستقرار.

عمليات الاقتراض: السمة الرئيسية هي آجال الاستحقاق الأطول أمدا

تعتبر مؤسسات التمويل الأصغر قادرة، نظرا لأجندتها الاجتماعية، على التعاقد على تمويل أطول أجلا من قبل الهيئات العامة، وصناديق التمويل الأصغر المتخصصة، والمؤسسات الإنمائية.[17] ويتيح هذا الأمر لمؤسسات التمويل الأصغر تباينا إيجابيا في مدة الاستحقاق فيما بين الخصوم (مدة استحقاق أطول أمدا) والأصول (أقل من سنة واحدة عادةً).

تأثير الأزمة المالية على مركز السيولة لدى مؤسسات التمويل الأصغر

لا ينبغي أن تواجه مؤسسات التمويل الأصغر الكبيرة الحجم أية ضائقة كبيرة في السيولة في عام 2009 نظرا لوجود فجوة الاستحقاق التي تعمل لصالحها وبسبب قدرتها على الحصول على تسهيلات السيولة الطارئة من هيئات الاستثمار العامة والصناديق الحكومية، مثل مؤسسة التمويل الدولية، والوكالة الألمانية للتعمير، وبنك التنمية للبلدان الأمريكية. إلا أن معظم هذا الاستثمار الأجنبي بالعملة الصعبة، مما يترك مؤسسات التمويل الأصغر عُرضة للمخاطر الكبيرة لأسعار الصرف الأجنبي غير المغطاة في أغلب الأحيان. والواقع أن مؤسسات التمويل الأصغر التي في ذمتها ديون بالعملات الصعبة قد تعرضت بالفعل لخسائر فادحة بسبب مخاطر أسعار الصرف الأجنبي منذ سبتمبر/ أيلول 2008 نتيجة لانخفاض قيمة عملات الأسواق الصاعدة مقابل الدولار الأمريكي. وعلى الأرجح سوف تكون مخاطر العملات غير المغطاة موضوعا رئيسيا بالنسبة لمؤسسات التمويل الأصغر في عام 2009.

وإننا نرى، بصفة عامة، أن مؤسسات التمويل الأصغر القادرة على الحصول على التمويلات العامة، والمتمتعة بقاعدة قوية لإيداعات الأفراد وتغطية لمخاطر الصرف الأجنبي، سوف تكون في وضع أفضل يمكنها من التأقلم والتكيف مع تداعيات الأزمة المالية الراهنة.

هنالك 5 خصائص رئيسية مميزّة لمؤسسات التمويل الأصغر عن البنوك التقليدية. ولكن السؤال يظل قائما: هل تستحق مؤسسات التمويل الأصغر علاوة أو خصما بالمقارنة مع البنوك؟ توجد على حد سواء عوامل إيجابية (صافي هوامش الفائدة الأكثر ارتفاعا، وآفاق النمو المرتفع، والقدرة على الحصول على التمويل الطويل الأجل من قبل المستثمرين الإنمائيين، ومستوى المرونة المرتفع إزاء الانكماش الاقتصادي) وجوانب سلبية (الأجندة الاجتماعية، وصغر الحجم، وانخفاض الكفاءة، ومخاطر السمعة المرتبطة بتقديم قروض إلى الفقراء). وينبغي تقييم العلاوة أو الخصم على أساس كل حالة على حدة، استنادا إلى الخصائص والسمات المميزة لمؤسسات التمويل الأصغر وبيئة السوق.

17 يبلغ متوسط آجال استحقاق القروض المقدمة من قبل صناديق استثمارات التمويل الأصغر 36 شهرا، في حين يبلغ متوسط آجال استحقاق القروض المقدمة من المؤسسات الإنمائية 60 شهرا. المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء، استقصاء أدوات استثمار التمويل الأصغر، 2008.

ثانيا. عرض عام فني على طرق تقدير القيمة

يتناول هذا القسم من التقرير المناهج الشائعة الاستخدام في تقدير قيمة حقوق الملكية. وتنطوي الأساليب الثلاثة التي يعتبر استخدامها أكثر شيوعا على نوعين من المضاعفات والتدفقات النقدية المستقبلية. ويمكن أن ترتكز المضاعفات على القيم التاريخية (المضاعف التاريخي) أو التقديرات المستقبلية (المضاعف الآجل) بشأن عمليات سابقة من قبل نفس المؤسسات أو عمليات مماثلة من جانب مؤسسات أخرى.

ويقدم الجدول 5 ملخصا للمناهج المتبعة مع إلقاء الضوء على مزاياها وعيوبها النسبية. ويميل المستثمرون إلى الاعتماد على طرق تقدير القيمة المطلق والنسبي. ونوصي بإجراء تحليل الدخل المتبقي كطريقة سليمة وجيدة لتقدير القيمة المطلق، كما ننصح المستثمرين أيضا بتقدير القيمة المبني على المراجعة المزدوجة باستخدام المضاعفات الخاصة بالعمليات والشركات المماثلة، والذي يمثل النهج النسبي.

الجدول 5. ملخص المزايا والعيوب المتعلقة بطرق التقييم الشائعة الاستخدام

الطريقة	المزايا	المآخذ والعيوب
المضاعف: السعر إلى القيمة الدفترية	• طريقة بسيطة والأكثر استخداماً على نطاق واسع في دوائر هذه الصناعة • القيمة الدفترية تمثل عددا موجبا، ونسبة السعر/ القيمة الدفترية لها دائما مغزاها ودلالتها • يمثل النظر إلى المضاعفات طريقة بديلة لمعالجة مسألة العلاوة/ الخصم	• صعوبة المقارنة بعمليات أخرى بسبب اختلافات الأطر والسياقات، والمعايير المحاسبية، والمعاملة الضريبية، واختلاف الرافعة المالية لدى المؤسسات (أي غياب المثيل الحقيقي) • لا تدل القيمة الدفترية على قوة الأرباح المستقبلية للمؤسسة • احتمال خضوع القيمة الدفترية لعيوب وعقبات • خضوع مقارنة المضاعفات لمبالغات الوفرة والضخامة في السوق (الفقاعات)
المضاعف: السعر إلى الأرباح	• طريقة بسيطة ومستخدمة على نطاق واسع في دوائر هذه الصناعة • يمثل النظر إلى المضاعفات طريقة بديلة لمعالجة مسألة العلاوة/ الخصم	• صعوبة المقارنة بعمليات أخرى بسبب اختلافات الأطر والسياقات، والمعايير المحاسبية، والمعاملة الضريبية، (أي غياب المثيل الحقيقي) • عدم إمكانية استخدامه إذا كانت الأرباح سلبية؛ وهو يُستخدم غالبا في حالة تدفق الأرباح بصورة مستقرة ويمكن التنبؤ بها • لا تدل الأرباح التاريخية على قوة الأرباح المستقبلية للمؤسسة • خضوع مقارنة المضاعفات لمبالغات الوفرة والضخامة في السوق (الفقاعات)
تحليل التدفق النقدي المخصوم	• طريقة لتقدير القيمة التفصيلي • طريقة سليمة من حيث المفهوم، لأنه ينبغي أن يكون المستثمر مستعدا لدفع القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية	• غير ملائم بالنسبة لمؤسسات التمويل الأصغر الحديثة العهد، التي يمكن أن تتسم الافتراضات المستقبلية الخاصة بها بعدم الواقعية • شدة حساسية التقدير للقيمة الختامية أو المتبقية في نهاية فترة التحليل ولسعر الخصم المستخدم في تقدير القيمة، وهما بطبيعتهما عرضة للأخطاء التي يمكن أن تشوبهما. • ليست هذه بالطريقة الأفضل في حالة مساهمي الأقلية، لأنه في مقدور مساهمي الأغلبية فقط اتخاذ قرار بشأن استخدام التدفقات النقدية المستقبلية
الدخل المتبقي	• طريقة لتقدير القيمة التفصيلي • طريقة سليمة من حيث المفهوم، لأنها تضيف القيمة الحالية للدخل المتبقي المتوقع مستقبلا إلى القيمة الدفترية الراهنة • طريقة سليمة من حيث المفهوم، لأنها تتضمن رسما خاصا برأس المال السهمي • القيمة الختامية تمثل نسبة صغيرة من إجمالي تقدير القيمة، إذا قورنت بطريقة التدفق النقدي المخصوم • طريقة ملائمة لمؤسسات التمويل الأصغر الحديثة العهد التي قد لا تحقق أية أرباح في المدى القصير.	• شدة حساسية تقدير القيمة لسعر الخصم • طريقة غير ملائمة إذا كان من المتوقع حدوث تغيّرات كبيرة في هيكل رأس المال

المصدر: جيه بي مورغان.

تقدير القيمة النسبي: مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية

مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية هو نسبة سعر السوق لكل سهم إلى القيمة الدفترية لكل سهم من أسهم الشركة. وللوصول إلى القيمة الدفترية، نطرح إجمالي الأصول من إجمالي الخصوم. وبما أننا نبحث عن قيمة الأسهم العادية فقط، فإننا نطرح أيضا قيمة الأسهم الممتازة. وتعتبر القيمة الدفترية، التي تمثل أحد بنود الميزانية، قيمة تراكمية بطبيعتها (على عكس الأرباح لكل سهم التي تمثل بندا من بنود التدفق) وتمثل استثمار المساهمين في الشركة بمرور الوقت. والقوة المحركة للسعر/ القيمة الدفترية هي العائد على حقوق ملكية المؤسسة.

ولشركات التمويل تقليديا حصة كبيرة من الأصول السائلة نسبيا، مما يجعل السعر/ القيمة الدفترية أداة مستخدمة على نطاق واسع ومقياسا لتقدير القيمة لصناعة الخدمات المالية. ومن المفترض أن تعكس القيمة الدفترية صافي القيمة السوقية للأصول. وبالنسبة للمؤسسات غير المالية، تعكس الميزانية العمومية في أغلب الحالات القيم التاريخية للأصول. وفي حالة المؤسسات المالية، يُشار أيضا إلى القيمة الدفترية على أنها صافي قيمة الأصول.

وتتمثل إحدى النقائص الرئيسية لهذه النسبة في أن القيمة الدفترية تتجاهل بعض الأصول التي ربما تكون على جانب كبير من الأهمية بالنسبة للشركة، مثل قيمة رأس المال البشري. وفي معظم الحالات، فإن مؤسسات التمويل الأصغر تكاد لا تمتلك أية أصول غير مادية أو سمعة وشهرة واسعة. وعلى أية حال، ينبغي أن ينظر المستثمرون إلى سياسات شطب القروض (التي تتفاوت فيما بين مؤسسات التمويل الأصغر) ومخاطر الصرف الأجنبي غير المغطاة من أجل تعديل القيم الدفترية، لأنه يمكن أن يؤثر هذان البندان بصورة سلبية كبيرة على رأس المال.

وإلى حد كبير، يمثل مضاعف السعر/ القيمة الدفترية المنهجية الشائعة الاستخدام في قطاع التمويل الأصغر.

تقدير القيمة النسبي: مضاعف السعر/ الأرباح

مضاعف السعر/ الأرباح هو نسبة سعر السوق لكل سهم إلى الأرباح لكل سهم من أسهم الشركة. ويتم استخدام نوعين من المقاييس الشائعة الاستخدام: هما المضاعف التاريخي (السعر/الأرباح) والمضاعف الآجل (السعر/الأرباح). ويقارن المضاعف التاريخي السعر الراهن في السوق إلى أرباح الشركة لكل سهم في الأرباع الأربعة الأخيرة. وكثيرا ما ترد الإشارة إلى هذا المقياس في الصحف. أما المضاعف الآجل فيقارن السعر الراهن في السوق للسهم إلى الأرباح التقديرية المستقبلية لكل سهم. وتتمثل القوة المحركة لمضاعف السعر/الأرباح في النمو التقديري لأرباح المؤسسة لكل سهم.

وتكمن الميزة الرئيسية لمضاعف السعر/ الأرباح في أن قوة الأرباح هي محور التركيز الرئيسي للمحللين والمستثمرين. أما والحالة تلك، فإن هذا المضاعف هو مقياس معروف ويتم استخدامه على نطاق واسع.

أما العيوب الرئيسية التي تشوب مضاعف السعر/ الأرباح فتكمن في حقيقة أن الأرباح يمكن أن تكون متقلبة أو حتى سلبية، وفي هذه الحالة لا يكون لهذا المقياس أي نفع أو مغزى. وينطبق ذلك بصفة خاصة على مؤسسات التمويل الأصغر الحديثة العهد. ويمكن أيضا أن تكون لدى الشركات قواعد محاسبية مختلفة، مما يؤدي إلى صعوبة إجراء المقارنات ذات الفترات الزمنية المتعددة والمقارنات فيما بين الشركات. ونشير تحديدا إلى أن اختلافات في سياسات مخصصات خسائر القروض والخصومات والتخفيضات الضريبية سيكون لها تأثير كبير على صافي الدخل المبلّغ عنه من قبل الشركة. ومثلما هو الحال بالنسبة للقيمة الدفترية، من المتوقع أن يقوم المحللون بتسوية وضبط أرقام صافي الدخل بسبب تفاوت السياسات المحاسبية حتى تعكس القوة الحقيقية لأرباح الشركة.

وهناك نقطة رئيسية ينبغي ألا تغرب عن البال فيما يتعلق بمضاعف السعر/ الأرباح وهي التخفيف المحتمل للأرباح نتيجة لتحويل الخيارات والضمانات والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

تقدير القيمة المطلق: خصم التدفقات المستقبلية

يمثل تحديد تدفقات الأرباح المستقبلية وخصمها بالقيمة الحالية إحدى طرق تقدير القيمة الأخرى الشائعة الاستخدام. وتتمثل الميزة الرئيسية لهذه الطريقة في أنها أكثر تفصيلا من تحليل المضاعفات. إذ أنها تتطلب إجراء التحليل اللازم لتوضيح التنبؤات الخاصة بإيرادات الشركة على مدى عدد من السنوات (تغطي التنبؤات غالبا 5 إلى 10 سنوات). ومن الناحية الأخرى، ونظرا لتفاصيلها الكثيرة، فإن هذه الطريقة أيضا تمثل منهجية معقدة تتطلب فهم الافتراضات الأساسية للتنبؤ بالإيرادات.

ويعتبر تقدير القيمة القائم على التدفقات النقدية المخصومة أسلوبا ملائماً لمؤسسات التمويل الأصغر الحديثة العهد الآخذة في النمو بوتيرة سريعة. وفي دراستنا للمعاملات الخاصة، تم استخدام طريقة التدفقات النقدية المخصومة من قبل أقل من 10 في المائة من المجيبين على الاستقصاء، بينما أشار جميع المستثمرين إلى

استخدام مضاعفات السعر/ القيمة الدفترية، واستخدم معظم المستثمرين أيضا مضاعفات السعر/ الأرباح.

ويمكن خصم أنواع مختلفة من تدفقات الأرباح، علما بأن هذا الأمر يتوقف على تعريف التدفقات النقدية المختارة. ويتمثل هدف هذه الطريقة في تحديد قوة أرباح الشركة ومن ثم مقدار النقد الذي ستقوم بتحقيقه للمستثمرين. وربما يفضل بعض المحللين أرباح الأسهم كبديل جيد للنقد، بينما يبحث آخرون عن التدفق النقدي الحر إلى الشركة (FCFF) والتدفق النقدي الحر إلى حقوق ملكية المستثمرين (FCFE) اللذين يرد وصفهما أدناه، أو الدخل المتبقي (الموصوف أدناه). وفي نهاية فترة التنبؤ الصريح، يتم حساب القيمة الختامية المتبقية بافتراض ثبات معدل النمو لأجل غير مسمى في المستقبل. وبمجرد تعريف هذه التدفقات النقدية المستقبلية يتم خصمها طبقا للقيمة الحاضرة باستخدام معامل خصم ـ وفي الواقع فإن مناهج الاحتساب المختلفة تتوصل إلى القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية.

وتكمن صعوبة عمليات تقدير القيمة القائمة على التدفقات النقدية المخصومة في اعتمادها على اثنين من المدخلات هما: (أ) معدل النمو الختامي للأرباح، (ب) ومعدل الخصم المستخدم (تكلفة حقوق الملكية). ويتمثل أحد القيود المهمة أمام تقدير القيمة القائم على التدفقات النقدية المخصومة في أن الجزء الكبير من القيمة النهائية للأسهم يأتي من القيمة الختامية المتبقية التي تعتبر حساسة للغاية إزاء التغيرات في هذين الافتراضين. وتؤدي التغييرات في هذه التقديرات إلى تفاوتات كبيرة في السعر المحتسب.

وبالنسبة لمؤسسات التمويل الأصغر، تتمثل الطرق الأكثر ملاءمة لتقدير القيمة القائم على التدفقات النقدية المخصومة في نموذج التدفق النقدي الحر إلى حقوق ملكية المستثمرين وتحليل الدخل المتبقي. أما نماذج خصم أرباح الأسهم فتعتبر وثيقة الصلة بدرجة أكبر بالنسبة للمؤسسات المالية المستقرة والناضجة التي لديها سياسة محددة بشأن أرباح الأسهم.

التدفق النقدي الحر إلى حقوق ملكية المستثمرين

يبدأ التدفق النقدي الحر إلى حقوق ملكية المستثمرين بالتدفقات النقدية المتاحة لحاملي الأسهم/ حقوق ملكية في الشركة. ويتألف هذا التدفق من مجموع التدفق النقدي من النشاطات التشغيلية (صافي الدخل زائدا أية بنود غير نقدية، مثل المخصصات)، والتدفق النقدي من النشاطات الاستثمارية، والتدفق النقدي من النشاطات التمويلية. وبما أن هذه التدفقات تمثل النقد المتاح للمساهمين، فإنه يتم خصمها على حساب تكلفة حقوق الملكية.

تحليل الدخل المتبقي

على العكس من الأساليب المحضة القائمة على التدفقات النقدية المخصومة التي تتنبأ بقيم التدفقات النقدية المستقبلية وخصمها بالقيمة الحالية، فإن نموذج الدخل المتبقي هو أسلوب مختلط يبدأ بالقيمة الدفترية الحاضرة ويضيف القيمة الحالية للدخل المتبقي المتوقع مستقبلا. والدخل المتبقي هو الفرق بين صافي الدخل والفرصة الضائعة على المساهمين للاستثمار في أسهم مؤسسة التمويل الأصغر (التي يتم حسابها : تكلفة حقوق الملكية مضروبة في القيمة الدفترية). وتتمثل الميزة الرئيسية لهذه الطريقة بالمقارنة بالطريقة القائمة على التدفقات النقدية المخصومة في أن القيمة الختامية المتبقية لا تشكّل سوى جزء أصغر من إجمالي تقدير القيمة.

كما أن هذا التحليل مفيد بصفة خاصة في المواقف التي لا تقوم فيها الشركة بدفع أرباح الأسهم أو دفع هذه الأرباح بطريقة غير منتظمة. وبالنسبة أيضا لمؤسسات التمويل الأصغر الحديثة العهد المحققة للنمو التي ستباشر توليد التدفق النقدي الحر في المستقبل فقط، فإن الأمر الأكثر سهولة هو استخدام القيمة الدفترية الراهنة كقاعدة لتقدير القيمة. إلا أن هذه الطريقة قد لا تكون ملائمة للشركات التي ستشهد تغييرات كبيرة في هيكل رؤوس أموالها، وخاصة بالنسبة لمؤسسة التمويل الأصغر التي تقوم بزيادة رافعتها المالية أو التي تتوقع شراء أسهم أو أصول.

ملاحظات بشأن تكلفة حقوق الملكية

تكلفة حقوق الملكية هي العائد المتوقع من قبل مقدمي رأس المال مقابل أموالهم. أما الطريقة المستخدمة بصورة أكثر شيوعا لتحديد تكلفة حقوق الملكية فتتمثل في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) حيث تكون تكلفة حقوق الملكية عبارة عن مجموع العائد الخالي من المخاطر وعلاوة تحمّل مخاطر الأسهم. وهذه العلاوة هي حاصل ضرب معامل بيتا (β)للأسهم (حساسية سعر الأسهم تجاه التغيرات في العائد في السوق) وعلاوة مخاطر السوق (MRP)، وهي العائد المتوقع في السوق فوق المعدل الخالي من المخاطر.

$$COE = rf + \beta * MRP$$

ويتم احتساب العائد الخالي من المخاطر بوصفه العائد على السندات الحكومية الطويلة الأجل. إذ يستخدم المستثمرون عادة سند الخزانة الأمريكية ومدته 10 سنوات كبديل ممثل للعائد الخالي من المخاطر مع إضافته إلى المخاطر القطرية. وعلاوة المخاطر هي العائد المتوقع في السوق (سوق الأسهم في هذه الحالة) فوق المعدل الخالي من المخاطر على المدى البعيد. وجريا على العادة المتبعة، نعتبر أن علاوة مخاطر السوق هي 5 في المائة في المتوسط. واستنادا إلى النهج التاريخي، يشير التحليل إلى أن علاوة مخاطر حقوق الملكية تتصاعد إلى حوالي 5 إلى 7 في المائة.[18]

18 Dimson, Marsh, and Staunton, *Triumph of the Optimists*, Princeton University Press, 2002.

ملاحظات حول مقياس بيتا وأثر التنويع

يتمثل العنصر الرئيسي غير المعلوم في معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هو معامل بيتا. وكما أشرنا من قبل، يمثل بيتا حساسية سعر السهم تجاه التغيرات في سوق الأسهم المعنية. وتشير قيمة بيتا عندما تكون 0.9 إلى أن سعر سهم الشركة يتحرك بمقدار 0.9 عندما يتحرك المؤشر المرجعي بمقدار 1. وهذا يشير إلى أن إضافة سهم ذي قيمة بيتا منخفضة من شأنه أن يساعد على الحد من التقلب العام للمحفظة.

نعتقد أن مؤسسات التمويل الأصغر ينبغي أن تحظى على المدى البعيد بمعامل بيتا منخفض عن مثيله الخاص بالمؤسسات المالية التقليدية، ومن ثم يتعين على مؤسسات التمويل الأصغر إتاحة مزايا التنويع لمديري المحفظة. ونرى أن هنالك ثلاثة أسباب رئيسية لمساندة افتراضنا بشأن التقلبات الدورية المقابلة لمؤسسات التمويل الأصغر:

1. **لدى مؤسسات التمويل الأصغر أساليب أصلية لإدارة المخاطر.** يمكن رؤية السمات التالية للتمويل الأصغر بوصفها أساليب فعالة لإدارة المخاطر: تقديم قروض صغيرة، وآجال الاستحقاق الأقصر أمدا، والاحتفاظ بقاعدة كبيرة من العملاء، واستمرار المعرفة المباشرة والوثيقة مع العملاء، واستخدام حوافز ديناميكية باستناد القروض الجديدة إلى السداد الكامل للقروض السابقة، وإلزام المقترضين بإيداع نسبة مئوية من القرض في البنك، والاعتماد أحيانا على المعلومات المتاحة لدى النظراء (أعضاء المجموعة) عن قدرة المقترض على السداد والضغوط الاجتماعية المشجعة على السداد. واستنادا للبيانات التاريخية الخاصة بالتأخر في السداد، يبدو أن هذه الأساليب أكثر من كافية للتعويض عن عدم وجود ضمان.
2. **اشتغال قاعدة عملاء التمويل الأصغر في قطاعات آمنة.** يميل عملاء التمويل الأصغر إلى العمل في القطاع غير الرسمي والاندماج المحدود في الاقتصاد الرسمي. إذ يقوم هؤلاء العملاء بتقديم المنتجات الرخيصة الثمن والمنتجات الأساسية مثل المواد الغذائية أو الملابس. ونظرا لقيامهم بتلبية احتياجات مجتمعهم المحلي مباشرة، فإن الحاصلين على القروض الصغرى هم أيضا أقل اعتمادا على الواردات وتقلبات أسعار الصرف.
3. يميل تمويل مؤسسات التمويل الأصغر إلى الاستناد إلى آجال استحقاق أطول من تلك الخاصة بأصول هذه المؤسسات. وكما أسلفنا، فإننا نعتقد أن مؤسسات التمويل الأصغر تحظى في المتوسط بفجوة استحقاق مواتية (بالنسبة للأصول/الخصوم). ويرجع السبب الرئيسي لذلك إلى قدرة هذه المؤسسات على اجتذاب تسهيلات ائتمانية من قبل الهيئات العامة ومؤسسات التمويل الإنمائي والمستثمرين الاجتماعيين، وهي تسهيلات ذات فترات استحقاق طويلة الأمد.

وتوحي القرائن والشواهد العملية بأن مؤسسات التمويل الأصغر تكون في وضع أفضل نسبيا من المؤسسات المالية الأخرى في حالات الانكماش الاقتصادي، وخاصة بالنسبة لنوعية الأصول. وقد تم توثيق مرونة قطاع التمويل الأصغر إزاء الصدمات والهزات الاقتصادية في العديد من دراسات الحالات القطرية (بما في ذلك إندونيسيا وبوليفيا والمكسيك).[19] وفي عام 2001، أدى تباطؤ النمو في الولايات المتحدة إلى التأثير على القطاع المصرفي التقليدي في المكسيك بينما كان تأثيره محدودا على عمليات مؤسسة كومبارتاموس. وكانت بنوك التمويل الأصغر في إندونيسيا في حالة أفضل كثيرا من حالة البنوك التقليدية أثناء أزمة عام 1999، ولا سيما فيما يتعلق بنوعية الأصول. الجدير بالذكر أن اثنين من التحليلات الاقتصادية القياسية الأخيرة أشارا إلى عدم وجود أي ارتباط قوي ذي أثر إحصائي ملحوظ بين نمو إجمالي الناتج المحلي والأداء المالي لمؤسسات التمويل الأصغر، وإن كانت البيانات المتاحة نادرة للغاية ولا تكفي لاستخلاص استنتاج قوي.[20]

وندرك في الوقت نفسه أن مؤسسات التمويل الأصغر أكثر تعرضا للمخاطر التنظيمية. فالتغير في القواعد التنظيمية المصرفية، مثل أسقف أسعار الفائدة، يمكن أن يطيح بربحية التمويل الأصغر. كما أن إقراض الفقراء من قبل مؤسسات التمويل الأصغر بأسعار فائدة مرتفعة نسبيا يواجه ضغوطا سياسية وتدقيقا من قبل وسائل الإعلام.

ونرى على وجه العموم أن المخاطر تشغيلية لدى مؤسسات التمويل الأصغر أقل منها لدى البنوك التقليدية، وهو ما يبرر بدوره انخفاض قيمة بيتا.

ملاحظات بشأن السيولة

يعمل معظم المستثمرين في قطاع التمويل الأصغر على تخفيض تقدير القيمة العادي عن طريق الخصم المرتبط بالسيولة (أو انعدامها)، وهو ما يعكس غياب أسواق الأصول السائلة بالنسبة لأسهم مؤسسات التمويل الأصغر. واستنادا إلى محادثاتنا مع المشاركين في السوق، نعتقد أن خصومات السيولة المعقولة تتراوح بين 10 إلى 30 في المائة من القيمة العادية لمؤسسة التمويل الأصغر. وتعتمد قيمة الخصم على سلسلة من العوامل، مثل السيولة في سوق الأوراق المالية المحلية التي يتم فيها تداول أسهم مؤسسات التمويل الأصغر، والنسبة المئوية للتعويم الحر، وهيكل المساهمين.

---

19 Glenn D. Westley, Microfinance in the Caribbean: how to go further, Inter American Development Bank, 2005, Technical paper.

20 *Adrian Gonzalez, Resilience of microfinance institutions to national macroeconomic events: an econometric analysis of MFI asset quality*, MIX discussion paper No 1, Washington DC, 2007; Nicholas Krauss and Walter I., *Can microfinance reduce portfolio volatility?* NYU Stern School of Business, Working paper, New York, 2008.

وقد حاولت البحوث الأكاديمية تطبيق مفاهيم تسعير الخيارات على مشكلة السيولة من خلال تقدير قيمة السيولة بطريقة مماثلة لخيار بيع السهم (حق بيع السهم بسعر محدد).[21] ونعتقد أن هذا النهج مثير للاهتمام من حيث المفهوم، ولكنه يعطي إرشادات عملية محدودة للمستثمرين بسبب محدودية فرضيات هذا النموذج.

ومن وجهة نظرنا أن طرق تقدير القيمة النسبي (العمليات والشركات المثيلة) تتيح إمكانية التفاف المستثمرين حول مشكلة خصومات السيولة (والخصومات الأخرى المتصلة بذلك) ولهذا ينبغي استخدام تلك الطرق جنبا إلى جنب مع طرق تقدير القيمة المطلق الموصوفة أعلاه.

طرق تقدير القيمة مُكمّلة لبعضها البعض

رأينا في بعض الحالات (التي يرتبط معظمها بمؤسسات التمويل الأصغر في الهند) أدوات تقدير للقيمة أكثر أصالة، مثل مضاعفات السعر إلى سجل القروض أو السعر إلى عدد العملاء. وهي تذكرنا بالمضاعفات المستخدمة في تقدير القيمة لشركات الانترنت (قبل انفجار الفقاعة). ويتمثل الأساس المنطقي لتلك الأدوات في أنه ينبغي أن تكون مؤسسة التمويل الأصغر قادرة على استخلاص القيمة من سجل القروض ومن كل عميل من عملائها. ولكننا لمسنا أن تلك المضاعفات محدودة النفع والاستخدام لأنه ليس لدى المستثمرين أي معيار مرجعي لاستخلاص النتائج منها وبالتالي فإنهم سيرغبون في النهاية في البحث عن القيمة الدفترية الراهنة وقوة الأرباح المستقبلية.

نماذج تقدير القيمة المستندة إلى النهج المطلق (التدفقات النقدية المخصومة، والدخل المتبقي) أو إلى نهج العمليات المماثلة، تعتبر جميعها أُطرا مفيدة ونافعة. ففي حالة اتساق الفرضيات في النماذج، لا بد أن تقدّم هذه المناهج المختلفة قيما متماثلة. علما بأنه ربما لا يمكن بصفة دائمة أن يتم التنبؤ في الواقع العملي بكل متغير من المتغيرات بنفس الدرجة من الدقة.

وبالنسبة لمؤسسات التمويل الأصغر الحديثة العهد والسريعة النمو، قد يكون نموذج الدخل المتبقي أكثر نفعا وجدوى نظرا لاحتمال صعوبة التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية. ويعتبر نموذج التدفقات النقدية المخصومة نموذجا أكثر ملاءمة بالنسبة لمؤسسات التمويل الأصغر الراسخة والمتمتعة بتدفق الأرباح بصورة مستقرة. وفيما يتعلق بمعظم الشركات، يعد النظر إلى مضاعفات الشركات المماثلة أو العمليات المثيلة في الماضي مراجعةً مزدوجة مهمة وضرورية في عملية تقدير القيمة.

ثالثا: تقدير القيمة لمعاملات حقوق الملكية الخاصة – مؤسسات التمويل الأصغر

نقوم في هذا القسم بتحليل عينة من معاملات حقوق الملكية الخاصة لمؤسسات التمويل الأصغر. وتغطي هذه العينة 144 عملية تم تنفيذها فيما بين يناير/ كانون الثاني 2005 وسبتمبر/ أيلول 2008 بقيمة بلغت إجمالا حوالي 300 مليون دولار (انظر الجدول 6). وكما سبق أن شرحنا، فإنه تم تجميع البيانات ومعالجتها من قبل المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء ثم جرى تقديمها في شكل إجماليات ومجاميع كلية إلى مؤسسة جيه بي مورغان. وقد تم تطبيق ذلك للحفاظ على سرية البيانات الأساسية وإخفاء هوية المشاركين في الاستقصاء. ونشير إلى أن جداول المجموعة الاستشارية، المتضمنة بيانات كلية مجمعة حول تقدير القيمة لحقوق الملكية، متاحة على موقع المجموعة (www.cgap.org).[22]

ويركز تحليلنا على المضاعفات التاريخية (أي المضاعفات المعنية بالسعر التاريخي إلى الأرباح والسعر التاريخي إلى القيمة الدفترية، التي تسمى أيضا المضاعفات التاريخية). وعلى الرغم من أن المضاعفات الآجلة متاحة أيضا، إلا أننا نرى أن التحليل يكون أكثر قوة في حالة استناده إلى بيانات الماضي المدققة بدلا من تقديرات الأرباح المتوقعة.

وقد أجرينا تحليلا إحصائيا لمجموعة البيانات واستكشفنا تأثير 16 متغيرا على تقدير القيمة لمؤسسات التمويل الأصغر. وبرغم محدودية مجموعة البيانات، إلا أن تحليلنا يقدم رؤى متبصرة بشأن المعايير المرجعية في السوق حول معاملات حقوق الملكية الخاصة والقوى المحركة لتقدير القيمة.

تقدير القيمة بما يتراوح بين 1.3 و 1.9x من القيمة الدفترية التاريخية بما يتراوح بين 7.2 و 7.9x من الأرباح التاريخية

تراوحت القيمة الوسيطة لمضاعفات السعر/القيمة الدفترية على مدى السنوات الأربع الماضية فيما بين 1.3x و 1.9x للسعر/القيمة الدفترية، وبين 7.2x و 7.9x للسعر/الأرباح. وكما يوضح الجدول 7، فإن هذه المضاعفات انخفضت في عامي 2006 و2007 ولكنها انتعشت في عام 2008. ويمكن تفسير الذروة في عام 2008 بعزوها إلى القوة النسبية لجمع وتعبئة الأموال من صناديق التمويل الأصغر في عام 2007 والتحول من الديون إلى حقوق الملكية. وقد تم تطبيق التجميع الكبير لأموال الاستثمار على عدد صغير نسبيا من المعاملات مما أدى إلى ارتفاع مضاعفات تقدير القيمة.

---

21 Dyl, Edward and George Jiang, "Valuing Illiquid Common Stock," Financial Analysts Journal, vol.64, Number 4, pp. 40–47.

22 سوف تستمر المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء في صيانة وتحديث قاعدة بياناتها السرية الخاصة بتسعير حقوق الملكية وتقديم معايير مرجعية وإرشادية للسوق بشأن المعاملات الخاصة.

ويرتكز تحليلنا بالدرجة الأولى على المضاعفات الوسيطة (السعر/القيمة الدفترية والسعر/الأرباح) للتعويض عن القيم الخارجة/المتطرفة، ولكننا نقدم أيضا متوسطات غير مرجحة (انظر الجدول 7). ويقوم الجدول 8 بتوزيع المضاعفات التاريخية الوسيطة حسب المنطقة.

وقد تم تجميع البيانات في صيف عام 2008 (أي قبل تأثير أزمة الائتمان على الأسواق المالية). وتستند مضاعفاتنا التاريخية إلى أحدث قيمة دفترية أو أرباح آخر 12 شهرا المتاحة لمؤسسة التمويل الأصغر.[23] هذا وندرك إمكانية تشوّه الأرباح والقيمة الدفترية بفعل المعاملات الضريبية المختلفة والمخصصات المختلفة فيما بين مؤسسات التمويل الأصغر.[24]

سوف تؤدي الأزمة المالية الراهنة لا محالة إلى التأثير على قطاع التمويل الأصغر. إذ تم تأجيل الإصدارات العامة الأولية المخططة لعام 2008 من قبل مؤسسات التمويل الأصغر، كما تفاقمت الصعوبات بصورة مطردة أمام إصدار مؤسسات التمويل الأصغر لأسهم جديدة (وينطبق ذلك على الديون أيضا)، باستثناء عدد قليل للغاية من العمليات البارزة. وربما يتدهور الأداء المالي لمؤسسات التمويل الأصغر بصورة ملحوظة في عام 2009 نتيجة للأوضاع الاقتصادية العامة المناوئة ولاسيما ارتفاع تكلفة التمويل. ويمكن أن تتعرض بعض مؤسسات التمويل الأصغر للخسائر وتخفيض قيمة حقوق الملكية بفعل ارتفاع حجم القروض المستحقة غير المدفوعة وخسائر الصرف الأجنبي. وسوف يتأثر تقدير القيمة لحقوق الملكية نظرا لانخفاض قدره 50 في المائة تقريبا في تقدير القيمة لحقوق ملكية البنوك المسجلة في الأسواق الصاعدة منذ إعلان إفلاس ليمان براذرز. ونعتقد أيضا أنه لن يتم تنفيذ سوى عدد قليل للغاية من المعاملات، وأن الصفقات المبرمة تحت وطأة الاضطرار لإنقاذ مؤسسات التمويل الأصغر المتعثرة ربما تؤدي هي الأخرى إلى تخفيض متوسط مضاعفات العمليات. ولكننا نتوقع أن مؤسسات التمويل الأصغر المدارة بشكل جيد سوف تظهر مرونة فائقة في التعاطي مع هذه الأزمة.

وتشير توقعاتنا إلى تحرّك تقدير القيمة للمعاملات الخاصة إلى قيمة وسيطة للقيمة الدفترية قدرها 1.0x في فترة الاثني عشر شهرا القادمة، انعكاسا لهبوط بنسبة 50 في المائة تقريبا في تقدير القيمة للبنوك التقليدية منذ سبتمبر/ أيلول 2008. ولكن العوامل والمقومات الأساسية لأعمال مؤسسات التمويل الأصغر ما تزال قوية. ونتوقع انتعاش تقدير القيمة مرة أخرى في 2010–2011 مع تحسن الأوضاع الاقتصادية وأسواق الائتمان.

الجدول 6. عدد وقيمة المعاملات، حسب السنة

	2005	2006	2007	2008	أخرى (غير ذات صلة)	الإجمالي
المعاملات (عدد)	28	37	37	38	4	144
المعاملات (دولار أمريكي)	107,969,182	19,905,978	61,440,959	103,893,011	3,307,321	296,516,451

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء.

23 القيمة الدفترية التي استخدمناها في احتساب مضاعفات السعر/القيمة الدفترية هي عموما القيمة الدفترية في نهاية السنة السابقة على تنفيذ المعاملة.
24 انظر نشرة الأعمال المصرفية الصغرى، التي تسعى إلى تطبيع النتائج الخاصة بالاختلافات والفوارق بين السياسات المحاسبية.

الجدول 7. انتعاش التقييم في عام 2008

السنة	المضاعف التاريخي السعر/ الأرباح		المضاعف التاريخي السعر/القيمة الدفترية		العينة #
	المتوسط غير المرجح	الوسيط	المتوسط غير المرجح	الوسيط	
2005	9.1	7.9	1.6	1.7	28
2006	8.6	7.4	1.5	1.3	37
2007	9.9	7.2	2.5	1.3	37
يناير/كانون الثاني- سبتمبر/أيلول 2008	10.2	7.9	2.2	1.9	38

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء، انتعش تقدير القيمة في عام 2008 نتيجة بشكل رئيسي لارتفاع المضاعفات المنطبقة على عدد صغير من المعاملات.

الجدول 8. التوزيع حسب المنطقة: أوروبا الشرقية وآسيا تظهران أعلى مضاعف تاريخي للسعر/القيمة الدفترية في عام 2008

	المضاعف التاريخي الوسيط السعر/ الأرباح				المضاعف التاريخي الوسيط السعر/ القيمة الدفترية			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
أفريقيا	5.6	6.2	17.1	11.8	0.9	1.2	1.6	1.7
آسيا	غير متاح	غير متاح	غير متاح	6.0	1.7	2.0	7.0	2.4
أوروبا وآسيا الوسطى	9.3	8.6	13.8	9.3	1.8	1.3	1.0	2.0
أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي	غير متاح	6.7	5.6	7.8	1.4	1.2	1.1	1.2

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراءغير متاح: أقل من 5 معاملات بنكا في بلدان الأسواق الصاعدة.

العودة إلى الأساسيات: القوى المحركة لتقدير القيمة هي عادةً الربحية ونمو الدخل

تؤدي الربحية ونمو الأرباح عادة إلى التحريك التصاعدي لتقدير القيمة. وقد اختبرنا هذه الفرضية في مجموعة البيانات عن طريق الرسم البياني للعائد على حقوق الملكية مقابل السعر/ القيمة الدفترية وصافي نمو الدخل مقابل السعر/ الأرباح، باستخدام متوسطات قطرية ومتوسطات خاصة بالمناطق.[25]

ليست هنالك صلة بين الربحية و تقدير القيمة

في حالة مضاعف السعر/ القيمة الدفترية، يجب أن يتطابق العائد الأكثر ارتفاعا على الأسهم، وهو مقياس الربحية، مع مضاعف أكثر ارتفاعا. ولكن الدهشة اعترتنا عندما رأينا أن ذلك لم يكن واقع الحال بالنسبة لمعاملات التمويل الأصغر. ويوضح الجدول 9 عدم وجود علاقة بين الربحية الراهنة لمؤسسة تمويل أصغر وقيمتها.[26] وتدل التفاوتات الكبيرة بين متوسطات المناطق والمتوسطات القطرية على عدم نضج سوق حقوق الملكية الخاصة لقطاع التمويل الأصغر وغياب توافق الآراء في السوق حول تقدير القيمة لمؤسسات التمويل الأصغر.

ولا ينطبق ذلك على الهند بشكل واضح، حيث يبلغ متوسط السعر/ القيمة الدفترية 6.7. ويمكن تفسير هذا الأمر على النحو التالي: (أ) الحجم الكبير للسوق وإمكانات نمو قطاع التمويل الأصغر في الهند، (ب) قوة الطلب على استثمارات حقوق الملكية الهندية من قبل صناديق حقوق الملكية الخاصة الرائدة، (ج) عدم وجود معايير مرجعية للسوق.

ومن الناحية الأخرى، تحظى أفريقيا ب تقدير للقيمة مرتفع نسبيا للسعر/ القيمة الدفترية (1.5x)، على الرغم من القيمة الوسيطة السالبة للعائد على حقوق الملكية. ولعل هذه النتيجة المثيرة للاندهاش ترجع إلى ندرة مؤسسات التمويل الأصغر ذات العائد القوي في أفريقيا والنمو الشاهق الارتفاع لعرض رأس المال (+ 100 في المائة في عام 2007) من قبل مؤسسات التمويل الإنمائي والمستثمرين الاجتماعيين لصفقات حقوق ملكية التمويل الأصغر في أفريقيا.

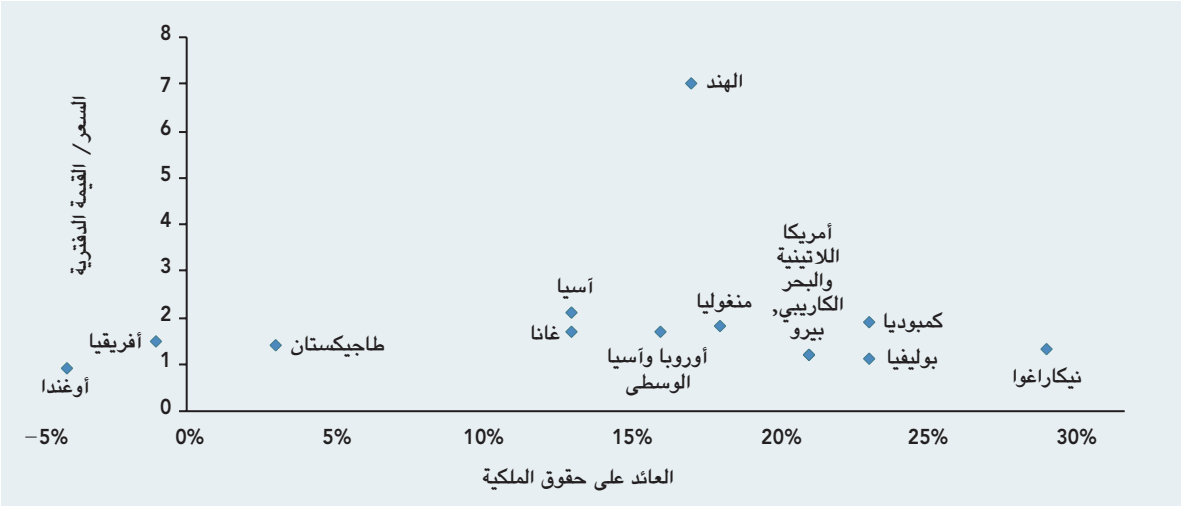
25 نقدم البيانات القطرية فقط عندما تتضمن العينة 5 معاملات أو أكثر (للمزيد من التفاصيل انظر منهجية هذه الدراسة في بداية هذا التقرير).
26 تحليل البيانات التفصيلية يؤكد هذا الاستنتاج.

الجدول 9. المضاعفات التاريخية للسعر/ القيمة الدفترية والقيمة الوسيطة للعائد على حقوق الملكية

	المتوسط		القيمة الوسيطة	
	السعر/ القيمة الدفترية	العائد على حقوق الملكية (%)	السعر/ القيمة الدفترية	العائد على حقوق الملكية (%)
أفريقيا	1.9	–3	1.5	–1
آسيا	3.3	–3	2.1	13
أوروبا وآسيا الوسطى	1.7	15	1.7	16
أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي	1.5	23	1.2	21
غانا	2.3	8	1.7	13
أوغندا	1.5	6	0.9	–4
الهند	6.7	9	7.0	17
كمبوديا	2.1	23	1.9	23
منغوليا	1.8	19	1.8	18
طاجيكستان	1.4	–3	1.4	3
بوليفيا	1	22	1.1	23
نيكاراغوا	1.7	26	1.3	29
بيرو	1.3	21	1.2	21

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء.

الشكل 6: مخطط تشتت يوضح عدم وجود ارتباط بين مضاعف السعر/القيمة الدفترية والربحية الراهنة (العائد على حقوق الملكية)



ملاحظة: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء، والأعداد الوسيطة موضحة في هذا الشكل. وتتطابق الأعداد مع القيم الوسيطة.

الارتباط الإيجابي بين نمو الدخل و تقدير القيمة

بالنسبة لمضاعفات السعر/ الأرباح، يجب أن يؤدي ارتفاع نمو الأرباح إلى مضاعف أكثر ارتفاعا. ويتم توضيح هذه العلاقة في الشكل 7 والجدول 10، وإن كانت آسيا خارجة عن هذه العلاقة بشكل واضح.[27] ونرى أن المستثمرين يخصصون علاوة لمؤسسات التمويل الأصغر ذات الآفاق القوية لنمو الأرباح.

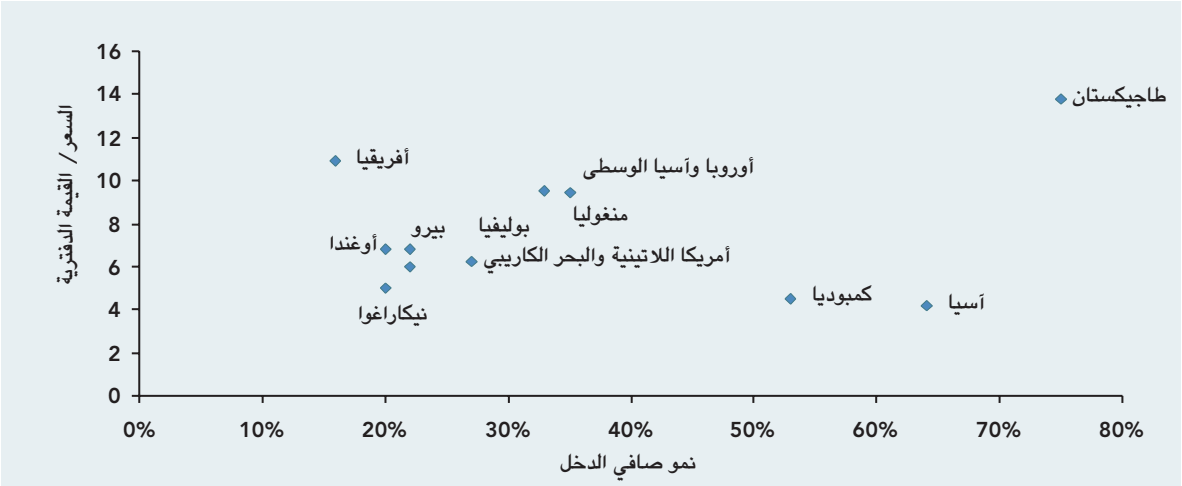
لم تكن مضاعفات السعر/الأرباح متاحة بشأن المعاملات الهندية، وهو ما يفسر الانخفاض النسبي لمنطقة آسيا على أساس السعر/ الأرباح، مقابل السعر/ القيمة الدفترية المرتفعة لهذه المنطقة. ويلاحظ أيضا أن هذا التحليل لا يأخذ في الحسبان التفاوت في عدد الأسهم وتأثير تخفيض قيمة حقوق الملكية.

الجدول 10. مضاعفات السعر/ الأرباح التاريخية وصافي نمو الدخل

	المتوسط		القيمة الوسيطة	
	السعر/ القيمة الدفترية	العائد على حقوق الملكية (%)	السعر/ القيمة الدفترية	العائد على حقوق الملكية (%)
أفريقيا	–1	+11.8	+16	+10.9
آسيا	+126	+6.5	+64	+4.2
أوروبا وآسيا الوسطى	+53	+11.6	+35	+9.4
أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي	+60	+7.9	+20	+6.8
أوغندا	–6	+8.1	+22	+6
كمبوديا	+57	+7.4	+53	+4.5
منغوليا	+51	+10.2	+33	+9.5
طاجيكستان	+61	+17.9	+75	+13.8
بوليفيا	+22	+5.7	+27	+6.2
نيكاراغوا	+19	+6.7	+20	+5
بيرو	+64	+9.1	+22	+6.8

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء.

الشكل 7: مخطط تشتت يوضح أن هناك بعض الارتباط بين السعر/الأرباح التاريخية ونمو الأرباح



ملاحظة: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء. مضاعفات السعر/الأرباح بالنسبة للهند غير متاحة، ولهذا فإن الهند ليست مشمولة في هذا الشكل. ويتطابق نمو صافي الدخل مع نمو صافي الدخل المتوقع في زمن المعاملة من قبل المشارك في الاستقصاء. وتتطابق الأعداد مع القيم الوسيطة.

27 يتأكد ذلك أيضا من خلال التحليل المرتكز على بيانات تفصيلية (انظر تحليل الارتباط أدناه).

حجم المعاملة الواحدة و نمو صافي الدخل هما المحركان الرئيسيان لتقدير القيمة

قمنا باختيار 16 متغيرا، بما في ذلك التوزيع الجغرافي، والسمات المميزة للصفقة، والخصائص المميزة لمؤسسات التمويل الأصغر، وأجرينا تحليلا إحصائيا لتحديد القوى المحركة لتقدير القيمة للمعاملات الخاصة في قطاع التمويل الأصغر.

أولا، نظرنا في علاقات الارتباط بين كل متغير فردي و تقدير القيمة للمؤسسة مقاسا عن طريق إما السعر/ الأرباح أو السعر/ القيمة الدفترية (انظر الجدول 11). ويقيس المؤشر الذي استخدمناه قوة الارتباط الخطي بين المتغيرين، ويتم تفسيره على النحو التالي:

- علاقات الارتباط ذات المغزى فقط هي العلاقات التي تم أخذها بالاعتبار (وهي كل القيم التي تحمل علامة نجمة أو أكثر).
- علامة مقياس الارتباط تدل على اتجاه الارتباط. (A+) ترمز إلى الارتباط الإيجابي، بينما ترمز (a -) إلى الارتباط السلبي.
- كلما اقترب المؤشر من الصفر، زاد ضعف الارتباط، وكلما اقترب من ١، زادت قوة الارتباط.

ونلاحظ بصفة عامة أن علاقات الارتباط ذات المغزى للمتغيرات المختارة للسعر/ الأرباح هي أكبر من مثيلتها الخاصة بالسعر/ القيمة الدفترية. وتوضح 3 متغيرات ارتباطا كبيرا بالنسبة لكلا المضاعفين:

- **الرافعة المالية**. الشواهد المتعلقة بالرافعة المالية، والمقاسة كنسبة الديون إلى حقوق الملكية، تعتبر غير حاسمة. فعلى الرغم من ارتباطها سلبيا بالسعر/ الأرباح، إلا أنها ارتبطت إيجابيا بالسعر/ القيمة الدفترية.
- **نمو صافي الدخل**. للمؤشر بشكل واضح تأثير معتدل على تقدير القيمة، سواء من خلال القياس بالسعر/ الأرباح أو بالسعر/ القيمة الدفترية.
- **قيمة المعاملة**. لقيمة المعاملة الواحدة ارتباط منخفض، ولكنه ذو مغزى، بتقدير القيمة. ويؤدي كبر قيمة المعاملة إلى ارتفاع تقدير القيمة.

في الخطوة الثانية، قمنا بإجراء تحليل الانحدار لاختبار تأثير مجموعة فرعية من المتغيرات[28] على تقدير القيمة، *والتحكم في تأثير المتغيرات الأخرى*. ويقدم الجدول 12 ملخصا لنواتج تحليل الانحدار. والجدير بالذكر أن النتائج تؤكد ما خلصنا إليه أعلاه: نمو صافي الدخل وحجم المعاملات لهما تأثير إيجابي كبير على تقدير القيمة. ومثلما هو الحال بالنسبة لعمليات الارتباط ذات المتغيرين (انظر الجدول 11)، نجد آثارا ملموسة على السعر/ الأرباح بدرجة أكبر منها على السعر/ القيمة الدفترية.[29] كما قمنا أيضا بإجراء تحليل بشأن تأثير كل متغير على السعر/ الأرباح التاريخية والسعر/ القيمة الدفترية التاريخية (انظر المرفق الثاني).

يقدم الجدول 13 ملخصا للنتائج المستخلصة. ومن بين 16 متغيرا في الجدول 13، قمنا **بتحديد 10 متغيرات نرى أنها بالغة الأهمية في تبرير تقدير القيمة لأية مؤسسة تمويل أصغر**. وبالنسبة للمتغيرات الأخرى الستة في تحليلنا، فإنه يبدو أن علاقتها مع سعر المعاملة لا يوجد لها أي مغزى إحصائي.

الجدول 11. الارتباطات الإحصائية ذات المتغيرين

	السعر/الأرباح	السعر/القيمة الدفترية
الرافعة المالية	–0.29 **	+0.53***
نسبة مصروفات التشغيل	+0.29 **	–0.07
المحفظة في خطر> 30 يوما	+0.15	–0.13
نمو صافي الدخل	+0.46 ***	+0.46 ***
العائد على حقوق الملكية	–0.32 **	–0.14
متوسط رصيد القروض	0.08	–0.12
متوسط رصيد الودائع	0.06	–0.03
الودائع/الأصول	0.08	–0.18
عمر المؤسسة	–0.41 ***	–0.1
إجمالي محفظة القروض (مليون دولار)	–0.20 *	+0.12
النوع القانوني: البنك†	–1.84	1.96
متوسط حجم القروض (إجمالي الدخل القومي)	0.08	–0.12
قيمة المعاملات (مليون دولار)	+0.21 *	+0.25 **
رسملة السوق (مليون دولار)	+0.37 ***	+0.54
الجهة المشتري هي مؤسسة تمويل إنمائي†	–5.54 *	–0.53

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء. يتم احتساب نسبة مصروفات التشغيل بقسمة هذه المصروفات على إجمالي محفظة القروض.
ملحوظة: (*)علامة إلى وجود مغزى إحصائي عند مستوى 5%، و(**) إلى وجود مغزى عند مستوى 1%، و (***) عند مستوى 0.1%. ويتم قياس الارتباطات من خلال معامل ارتباط بيرسون (r). ويتم تفسير القيم على النحو التالي: (0>r<0.2): للدلالة على عدم وجود ارتباط أو ارتباط لا يذكر؛ و (0.2>r<0.4) لدرجة الارتباط المنخفض؛ و (0.4>r<0.6) لدرجة الارتباط المعتدل؛ و(0.6>r<0.8) لدرجة الارتباط الملحوظ؛ و(0.8>r<1) للارتباط المرتفع. وتشير علامتا (+، –) إلى اتجاه الارتباط. أما علامة † فتدل على اختبار المقارنة بين متوسطين (القيمة تساوي الفرق بين المتوسطين).

28 لأسباب مرتبطة بعملية النماذج الإحصائية، اضطررنا إلى الاكتفاء باستخدام 8 متغيرات في التحليل.
29 يتضمن المرفق الثاني المتوسطات غير المرجحة والقيم الوسيطة للمجموعة الكاملة من المتغيرات المستخدمة.

والواقع أن نتائجنا تساندها البيانات المستمدة من الاستقصاء، ولكننا اعتمدنا أيضا على معرفتنا وخبراتنا التخصصية في مجالات التمويل الأصغر. وما تزال مجموعة بياناتنا محدودة: فالارتباط وحده لا يعطي الصورة الكاملة بالضرورة، بل إنه يمكن أن يكون مضللا في بعض الأحيان. وبالتالي فإننا ندرك أن استنتاجاتنا قابلة للمناقشة.

الجدول 12. نتائج تحليل الانحدار، باستخدام مجموعة محدودة من المتغيرات المستقلة

	السعر/الأرباح	السعر/القيمة الدفترية
الديون/ حقوق الملكية	لا	لا
نسبة المصروفات التشغيلية (معبر عنها خطيا)	+	لا
المحفظة في خطر> 30 يوما (معبر عنه خطيا)	لا	–
نمو صافي الدخل	+	+
العائد على حقوق الملكية	–	لا
عمر المؤسسة	–	لا
إجمالي محفظة القروض (معبر عنها خطيا)	+	لا
حجم المعاملة	+	+

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء. يتم احتساب نسبة المصروفات التشغيلية بقسمة هذه المصروفات على القروض.
ملحوظة: تشير علامة (+) إلى تأثير إيجابي ذي مغزى، وتشير علامة (–) إلى تأثير سلبي ذي مغزى. وقد تم التعبير خطيا عن بعض المتغيرات لتتلاءم بصورة أفضل مع النموذج المستخدم.

الجدول 13. في اعتقادنا أن المتغيرات العشرة مهمة لعمليات تقدير القيمة

المتغير	البيانات المرجعية	التحليل الإحصائي		وجهة نظرنا:هل المتغير وثيق الصلة بشكل عام؟ اعتبارات من حيث المفاهيم	نعم/ لا
		الارتباط	الارتداد		
الحجم: حجم المعاملة (مليون دولار)	الجدول 22	+	+	تؤدي المعاملات الكبيرة الحجم إلى ارتفاع المضاعف وخاصة بالنسبة للمعاملات التي تزيد عن 2 مليون دولار، لأنها تتيح تجمعا أكثر تنوعا من المستثمرين. وتقوم هيئات الاستثمار نمطيا بوضع حد أدنى للاستثمار. وبالنسبة للمعاملات الأصغر حجما، نعتقد أن ندرة المستثمرين يمكن أن تفرض ضغوطا على عمليات تقدير القيمة.	نعم
الوساطة المالية: الودائع إلى إجمالي الأصول	الجدول 30	غير متاح	غير متاح	يمثل مستوى الوساطة المالية (الاعتماد على الودائع) متغيرا رئيسيا. ونشعر أن إيداعات الأفراد تساعد على تنويع قاعدة تمويل مؤسسة التمويل الأصغر، وهو أمر إيجابي، وقد أثبتت المؤسسات المعتمدة على الإيداعات كونها أكثر مرونة في أوقات الصدمات الاقتصادية. إلا أنه لإضفاء المزيد من الدقة على هذه المقولة، فإننا ننوه بأن اجتذاب الإيداعات لا يكون دائما بدون تكلفة.	نعم
نوع المشتري: المشتري هو مؤسسة تمويل إنمائي	الجدول 24	غير واضح	غير متاح	تميل مؤسسات التمويل الإنمائي إلى أن تدفع أكثر مما تدفعه أدوات استثمار التمويل الأصغر في العمليات. ونرى أن الأساس المنطقي للاستثمار من قبل بعض مؤسسات التمويل الإنمائي (مثل الوكالة الفرنسية للتنمية، والصندوق النرويجي) هو أنها أقل توجها نحو الربحية المحضة، وأنها قد تعطي قيمة أكبر للتمويل الأصغر بسبب أجندتها الاجتماعية. إلا أننا نرى أن هذه المقولة صحيحة فقط بالنسبة لمؤسسات التمويل الإنمائي ذات التوجهات الاجتماعية.	نعم
الموقع الجغرافي: البلد	الجداول 10–8	غير متاح	غير متاح	ربما يكون هذا هو المتغير الأكثر صلة وعلاقة بالنسبة للمستثمرين. وهناك أربعة عوامل قطرية تؤثر على التقييم: (1) اللوائح التنظيمية المواتية؛ (2) الآفاق القطرية (استقرار الاقتصاد الكلي والمخاطر السياسية)، (3) هيكل السوق (حجم السوق والمنافسة)؛ (4) عرض رأس المال (وجود صناديق كبيرة لحقوق الملكية الخاصة في بعض البلدان يمكن أن يؤثر على تقدير القيمة). ومما يذكر أن هذه الجوانب الأربعة هي عوامل خاصة بالتأكيد بكل بلد من البلدان.	نعم
الوضع القانوني: مؤسسة التمويل الأصغر عبارة عن بنك	الجدول 27	غير متاح	غير متاح	يشير تحليلنا الإحصائي إلى عدم وجود علاقة واضحة بين الوضع القانوني لمؤسسة التمويل الأصغر وعملية تقدير القيمة لأن مضاعفات السعر/القيمة الدفترية لا تختلف، في حين مضاعف السعر/ الأرباح يعتبر أكثر ارتفاعا بصورة ملحوظة بالنسبة للبنوك. إلا أننا نعتقد أنه يجب أن يكون التداول من قبل مؤسسات التمويل الأصغر –التي هي عبارة عن بنوك– طبقا لمضاعف أكثر ارتفاعا لسببين: (1) في معظم البلدان، لا يُسمح إلا للبنوك الخاضعة للنظم بتلقي الودائع تحت الطلب والودائع الادخارية، مع توافر قاعدة تمويل، (2) يعني الخضوع للنظم فرض بعض متطلبات الإفصاح التي تجعل المستثمرين أكثر استعدادا على الأرجح للمشاركة في أسهم الشركة.	نعم
نوعية الأصول: المحفظة في خطر> 30 يوما	الجدول 29	لا	غير واضح	يشير انخفاض معدل المحفظة في خطر> 03 يوما إلى ارتفاع نوعية الأصول ولذا يجب أن يرتفع مستوى تقدير القيمة. ولا يوضح التحليل الإحصائي أي مغزى لأن المحفظة في خطر> 03 يوما كان أقل من 5.4 في المائة لدى 90 في المائة من المؤسسات المشاركة في الاستقصاء، مما يحد من إمكانية التفاوت والتغاير داخل العينة. ونعتقد أن المستثمرين في حقوق الملكية يشعرون بالقلق عند تجاوز ذلك المعدل نسبة 3 في المائة وأن مؤسسات التمويل الأصغر ستواجه صعوبة بالغة في جمع وتدبير رؤوس الأموال إذا تجاوز ذلك المعدل 10 في المائة.	نعم
الكفاءة: نفقات التشغيل/ متوسط إجمالي محفظة القروض	الجدول 28	غير واضح	غير واضح	حتى على الرغم من أن التحليل الإحصائي لا يوضح أي ارتباط، إلا أننا نعتقد أن هذا المتغير على جانب كبير من الأهمية. ونحن لا نفرط في التركيز على السعر/ الأرباح، لأن الأرباح تتأثر مباشرة بالمصروفات التشغيلية. ومن ثم فان مضاعفات السعر/ الأرباح تبدو أكثر ارتفاعا بالنسبة لمؤسسات التمويل الأصغر ذات النسبة المرتفعة للمصروفات– إلى – القروض، نظرا لانخفاض قاعدة الأرباح. وعلى أساس السعر/ القيمة الدفترية، فإن مؤسسات التمويل الأصغر ذات النسبة المنخفضة تتطلب مضاعف أكثر ارتفاعا. ونلاحظ أن المأخذ على هذه النسبة يتمثل في أنها مفيدة لمؤسسات التمويل الأصغر القائمة بتقديم قروض أكبر حجما.	نعم
الرافعة المالية: الديون على حقوق الملكية	الجدول 31	غير واضح	لا	تدني الرافعة المالية يتطلب علاوة مرتفعة في السياق الراهن لشحة التمويل. ونعتقد أن انخفاض نسبة الديون إلى حقوق الملكية إلى ما دون 3x (نسبة حقوق الملكية إلى الأصول أكثر من 25 في المائة) يتطلب علاوة. ولكننا ندرك أن هذا الأمر لا ينعكس في التحليل الإحصائي.	نعم

(تابع)

الجدول 13. في اعتقادنا أن المتغيرات العشرة مهمة لعمليات تقدير القيمة

المتغير	البيانات المرجعية	التحليل الإحصائي		وجهة نظرنا:هل المتغير وثيق الصلة بشكل عام؟ اعتبارات من حيث المفاهيم	نعم/لا
		الارتباط	الارتداد		
الرافعة المالية: الديون على حقوق الملكية	الجدول 31	غير واضح	لا	تدني الرافعة المالية يتطلب علاوة مرتفعة في السياق الراهن لشحة التمويل. ونعتقد أن انخفاض نسبة الديون إلى حقوق الملكية إلى ما دون 3x (نسبة حقوق الملكية إلى الأصول أكثر من 25 في المائة) يتطلب علاوة. ولكننا ندرك أن هذا الأمر لا ينعكس في التحليل الإحصائي.	نعم
العائد على حقوق الملكية	الشكل 6	غير واضح	غير واضح	لا يوضح تحليلنا الإحصائي أي تأثير على تقدير القيمة، ولكن ارتفاع العائد على حقوق الملكية يدل على ارتفاع الربحية؛ ويُتوقع حدوث تأثير إيجابي على مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية.	نعم
نمو صافي الدخل	الشكل 7	+	+	يشير ارتفاع نمو صافي الدخل إلى مؤسسة حديثة العهد في بداية مسار النمو؛ ومن المتوقع حدوث تأثير إيجابي.	نعم
الانتشار: متوسط رصيد القرض	الجدول 32	لا	غير متاح	لم نجد أية نتائج واضحة بالاستناد إلى استخدام العينة. وتظهر مؤسسات التمويل الأصغر ذات أرصدة القروض المنخفضة مستوى أكثر ارتفاعا للسعر/ القيمة الدفترية ومستوى أكثر انخفاضا للسعر/ الأرباح مقارنة بمؤسسات التمويل الأصغر ذات الأرصدة الأكبر حجما. ويؤدي صغر متوسط حجم القروض إلى ارتفاع المصروفات ولكن يتم التعويض عن ذلك من خلال ارتفاع صافي هوامش الفائدة. ويمكن أن يدل رصيد القروض الأكثر انخفاضا على أن مؤسسة التمويل الأصغر تعطي الأهمية بدرجة أكبر لأجندتها الاجتماعية، وهو ما يبرر علاوة بالنسبة لبعض مؤسسات التمويل الإنمائي أو خصما للمشترين الذي ينصب تركيزهم على الربحية فقط.	لا
الحجم: رسملة السوق	الجدول 23	غير متاح	غير متاح	لا يوضح تحليلنا الإحصائي أي ارتباط واضح. ونعتقد أن مؤشر الحجم الأكثر صلة هو حجم المعاملات.	لا
الانتشار: متوسط رصيد الودائع	الجدول 33	غير متاح	غير متاح	لا نجد أية نتائج واضحة استنادا إلى العينة الخاصة بنا. وتظهر مؤسسات التمويل الأصغر، ذات أرصدة الودائع الأكثر انخفاضا لكل عميل، مستوى أكثر ارتفاعا للسعر/ القيمة الدفترية ومستوى أكثر انخفاضا للسعر/ الأرباح مقارنة بمؤسسات التمويل الأصغر ذات الأرصدة الأكبر حجما.	لا
الموقع الجغرافي: المنطقة	الجداول 10-8	غير متاح	غير متاح	نرى بالتأكيد أنماطا للمتوسطات لكل منطقة. ولكن البلد الذي تقع فيه مؤسسة التمويل الأصغر هو من وجهة نظرنا بيت القصيد في ضوء التفاوتات الكبيرة فيما بين البلدان في نفس المنطقة.	لا
عدد المقترضين	الجدول 25	غير متاح	غير متاح	لا نجد أية نتائج واضحة استنادا إلى العينة الخاصة بنا. وتظهر مؤسسات التمويل الأصغر، ذات العدد الأصغر من المقترضين مستوى أكثر ارتفاعا للسعر/ القيمة الدفترية ومستوى أكثر انخفاضا للسعر/ الأرباح مقارنة بمؤسسات التمويل الأصغر ذات العدد الأكبر من المقترضين.	لا
عمر المؤسسة	الجدول 26	غير واضح	غير واضح	من وجهة نظرنا أن الأمر المهم هو آفاق النمو لمؤسسة التمويل الأصغر وليس عُمر المؤسسة في حد ذاته. وتشير العينة التي استخدمناها إلى أن المؤسسات الجديدة العاملة في مجال التمويل الأصغر (التي لا يزيد عمرها على 4 سنوات) تحظى بمضاعف أكثر ارتفاعا للسعر/ الأرباح. ونعتقد أن ذلك يرجع بشكل رئيسي إلى قاعدة الأرباح الأكثر انخفاضا وليس السعر الأكثر ارتفاعا، مما يجعل مقياس السعر/الأرباح مضاعفا غير ملائم لبحثه في هذه الحالة. ولا توضح القيم الوسيطة لمضاعفات السعر/ القيمة الدفترية أية اختلافات وفوارق واضحة فيما بين مؤسسات التمويل الأصغر الجديدة والحديثة العهد والناضجة.	لا

المصدر: CGAP and J.P. Morgan.

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء ومؤسسة جيه بي مورغان.

رابعا: تقدير القيمة للمعاملات العامة ـ مؤسسات التمويل التي تستهدف ذوي الدخل المحدود. نقوم في هذا الفصل بتحليل البيانات الخاصة بمؤسسات التمويل الأصغر المعنية بمحدودي الدخل. وتضطلع هذه المؤسسات بتقديم خدمات مالية (قروض استهلاكية وقروض للمشروعات الصغرى، ومدفوعات، وتأمين) للشرائح السكانية محدودة الدخل، ولكنه ليس لدى هذه المؤسسات بالضرورة غاية نهائية مزدوجة تستهدف كلا من العائد الاجتماعي والمالي. وتشكل هذه المؤسسات طائفة من النظراء المهمين في سياق تقدير القيمة لمؤسسات التمويل الأصغر حيث تؤدي عملياتها في نفس السوق. وقد قمنا، من بين هذه المجموعة من المؤسسات المعنية بمحدودي الدخل، بتحديد 10 مؤسسات ذات أسهم مدرجة في السوق ومحور تركيز عريض على التمويل الأصغر. وتضم المجموعة المختارة مؤسستين لهما أسهم مدرجة للتداول العام (كومبارتاموس وإيكويتي بنك)، وأربعة بنوك يتمثل محور تركيزها في خدمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وإقراض المشروعات الصغرى، و4 من مقدمي القروض الاستهلاكية.

ونسعى في هذا السياق إلى الإجابة على 3 أسئلة رئيسية:

1. ما هو أداء أسهم مؤسسات التمويل الأصغر المعنية بمحدودي الدخل بالقيمة المطلقة والنسبية؟
2. كيف يؤثر إدراج الأسهم على ترتيبات الامتيازات والتراخيص المبرمة مع مؤسسات التمويل الأصغر المعنية بمحدودي الدخل؟
3. هل هناك أية شواهد على أن تقدير القيمة لمؤسسات التمويل الأصغر المعنية بمحدودي الدخل يقترب من تقدير القيمة للبنوك التقليدية؟

الجدول 14. نتائج تحليل الانحدار، باستخدام مجموعة محدودة من المتغيرات المستقلة

بنك راكيات الإندونيسي
بنك دانامون الإندونيسي
إيكويتي بنك، كينيا
كابتيكو بنك، البرازيل
البنك الأفريقي
بلو فاينانشال سيرفيسز
لجنة بنغلاديش للنهوض بالريف
بنك آي بي أف
بنك كومبارتاموس
بنك فاينانسيرا إندبندنسيا

المصدر: J.P. Morgan.

استحداث مؤشر تمويل محدودي الدخل

مؤشر تمويل محدودي الدخل يعيد تجميع 6 مؤسسات تمويل أصغر معنية بمحدودي الدخل وذات أسهم مدرجة

تم استخدام مؤشر تمويل محدودي الدخل من أجل تتبع مسار الأداء التاريخي. فكما يتضح من الجدول 15، يتكون هذا المؤشر من رقم قياسي مرجح برسملة السوق لست مؤسسات تمويل أصغر معنية بمحدودي الدخل.

وقد استخدمنا 6 مؤسسات فقط من بين المؤسسات العشر المشار إليها آنفا في هذا القسم، نظرا لعدم توفر تنبؤات مالية عن المؤسسات الأربع الأخرى. وفي مؤشرنا، تم إعطاء بنك راكيات الإندونيسي ثُلث وزن رسملته السوقية الضمنية فقط لأن رسملة السوق الخاصة به والكبيرة نسبيا من شأنها تشويه هذا المؤشر، ويمكن تصنيف حوالي ثلث قروض بنك راكيات فقط كقروض تمويل أصغر.

ونجد بصفة عامة أن التداول في مؤشر تمويل محدودي الدخل يتم بعلاوة على أساس السعر/ القيمة الدفترية مقارنة بالبنوك التقليدية، وإن كانت هذه العلاوة قد انخفضت بشكل ملموس منذ الذروة التي بلغتها في نوفمبر/تشرين الثاني 2007. إلا أنه على أساس السعر/ الأرباح في 2009، فإن التداول يتم في المؤشر بخصم بنسبة 22 في المائة عن البنوك التقليدية (انظر الجدول 15).

وقد حققت مؤسسات التمويل المعنية بمحدودي الدخل تفوقا في الأداء على البنوك التقليدية لفترة طويلة، ثم أصبح الأداء متماثلا منذ الذروة التي شهدتها تلك المؤسسات في عام 2007.

قمنا في الشكل 8 باختبار المؤشر بأثر رجعي منذ نوفمبر/تشرين الثاني 2003 بالنسبة للمجموعة الأولى من ثلاث من مؤسسات تمويل محدودي الدخل (البنك الأفريقي، بنك راكيات الإندونيسي، وبنك دانامون الإندونيسي). ويضم المؤشر المزيد من هذه المؤسسات فور تسجيلها وإدراجها: كومبارتاموس (إبريل/نيسان 2007)، بنك أي بي أف (يوليو/تموز 2007) وإندبندنسيا (نوفمبر/تشرين الثاني 2007). وعلى المدى البعيد، فإن أداء المؤشر يفوق أداء البنوك التقليدية بنسبة 238 في المائة، كما يتضح في مؤشر إم إس سي أي المالي (انظر الشكل 8).

ومنذ بلوغ المؤشر الذروة في 2 نوفمبر/تشرين الثاني 2007 بوصوله إلى 801، أصبح أداؤه متماشيا مع مؤشر إم إس سي أي حتى أكتوبر/تشرين الأول 2008 (انظر الشكل 9).

الجدول 15. في اعتقادنا أن المتغيرات العشرة مهمة لعمليات تقدير القيمة

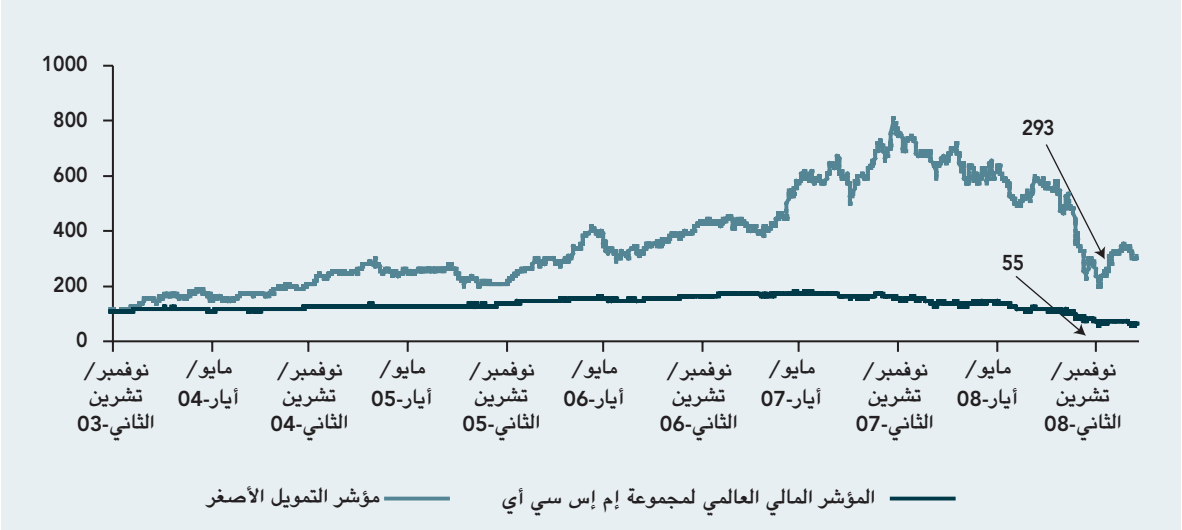
الشركة	المؤشر	بلد التسجيل	رسملة السوق (مليون دولار)	3 شهور متوسط حجم التداول اليومي (مليون دولار)	السعر المحلي	السعر / القيمة الدفترية			مضاعف السعر إلى العائد			العائد على حقوق الملكية		
						07متوسط	08ربح	09ربح	07متوسط	08ربح	09ربح	07متوسط	08ربح	09ربح
البنك الأفريقي	ABLSJ	جنوب أفريقيا	2,143	9.42	2,495.0	1.6	1.5	1.4	9.9	8.0	6.8	27%	23%	20%
بنك راكيات الإندونيسي	BBRI IJ	إندونيسيا	4,931	7.17	4,250.0	2.7	2.4	2.0	10.8	9.1	7.7	27%	28%	28%
بنك دانامون	BDMN IJ	إندونيسيا	1,003	1.38	2,225.0	1.0	1.0	0.9	5.3	4.6	4.2	21%	22%	22%
بنك أي بي إف	IPF LN	المملكة المتحدة	473	0.92	128.8	1.6	1.2	1.1	10.2	6.5	5.9	20%	20%	18%
كومبارتاموس	COMPARTO	المكسيك	829	1.39	27.7	5.2	4.1	3.1	13.8	11.2	9.5	47%	41%	37%
إندبندنسيا	*FINDEP	المكسيك	258	0.24	5.8	1.8	3.1	2.1	7.2	6.7	5.5	غ. م.	33%	40%
مؤشر تمويل محدودي الدخل						2.3	1.9	1.6	10.4	7.6	6.5			
بنوك بلدان الأسواق الصاعدة						**07متوسط**	**08ربح**	**09ربح**	**07متوسط**	**08ربح**	**09ربح**			
أمريكا اللاتينية						2.0	1.9	1.9	8.8	8.6	8.6			
أوروبا الصاعدة						0.9	1.0	0.9	4.4	5.0	6.4			
أفريقيا						1.4	1.2	1.3	6.8	7.2	6.9			
آسيا						غ. م.	1.5	1.4	غ. م.	8.5	8.7			
المتوسط الخاص ببنوك الأسواق الصاعدة						1.4	1.5	1.3	6.3	8.1	8.4			

المصدر: بلومبرغ، بيانات الشركات، استقصاء حقوق الملكية من قبل المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء، تقديرات جيه بي مورغان. (ADTV): متوسط حجم التداول اليومي؛ (OW): زيادة في وزن السهم؛ (N): تصنيف طبيعي. الأسعار حتى 28 يناير/ كانون الثاني 2009.

ملاحظات عن مؤشر تمويل محدودي الدخل: استخدمنا تقديرات جيه بي مورغان للأسهم التي تغطيها جيه بي مورغان وتقديرات بلومبرغ المتفق عليها بشأن بنك إي بي إف وإندبندنسيا. ومؤشر تمويل محدودي الدخل عبارة عن رقم قياسي مرجح برسملة السوق، وقد قمنا بتخفيض وزن بنك راكيات الإندونيسي في المؤشر إلى الثُّلُث لأن محفظة التمويل الأصغر لدى هذا البنك لا تمثل سوى ثُلُث إجمالي قروضه المصرفية. وقررنا عدم تضمين لجنة بنغلاديش للنهوض بالريف (براك)، وإيكويتي بنك، وبلو فاينانشال سيرفيسز، وبنك كابتيكو، نظرا لعدم توفر تنبؤات مالية عن المؤسسات الأربع.

ملاحظات عن بنوك الأسواق العالمية الصاعدة: نقوم بتقديم المتوسطات المرجحة برسملة السوق والخاصة بالبنوك التي تغطيها تحليلات جيه بيه مورغان، وهي تمثل عينة من 148 بنكا في الأسواق الصاعدة.

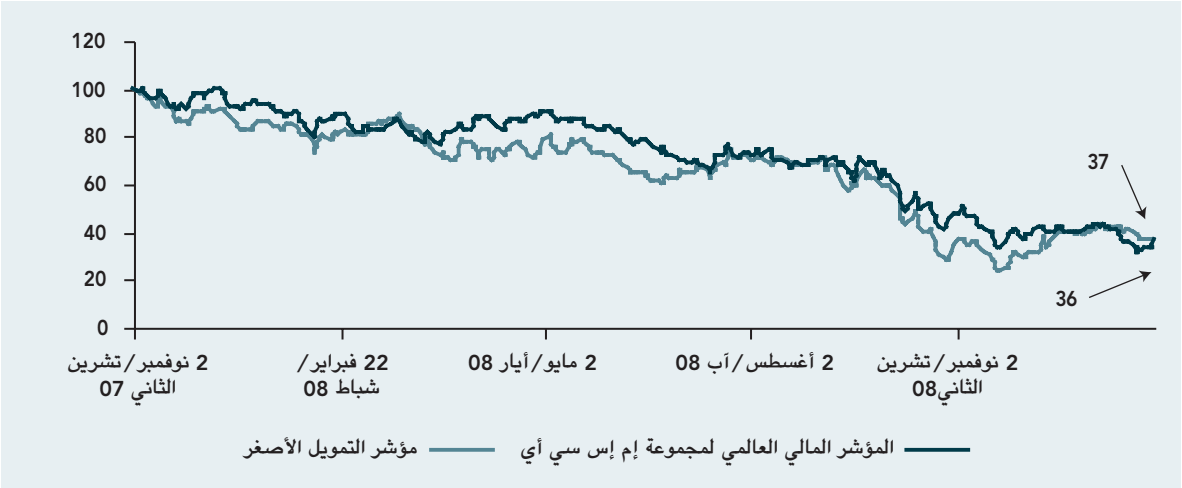
الشكل 8: تفوق أداء مؤشر تمويل محدودي الدخل على المدى البعيد



المصدر: بلومبرغ، جيه بي مورغان.

الأساس = 100 حتى 10 نوفمبر/تشرين الثاني، 2003. وقد تألف المؤشر في البداية من ثلاث مؤسسات تمويل أصغر (بنك راكيات الإندونيسي، وبنك دانامون، والبنك الأفريقي) ثم تضمن ثلاث مؤسسات أخرى (كومبارتاموس، فاينانسيبرا إندبندنسيا، وأي بي إف) عندما طرحت أسهمهما للتداول العام في عام 2007. الأسعار حتى 28 يناير/ كانون الثاني 2009.

الشكل 9: أداء مؤشر تمويل محدودي الدخل متمشيا مع مؤشر إم إس سي أي منذ بلوغه الذروة في نوفمبر/تشرين الثاني 2007

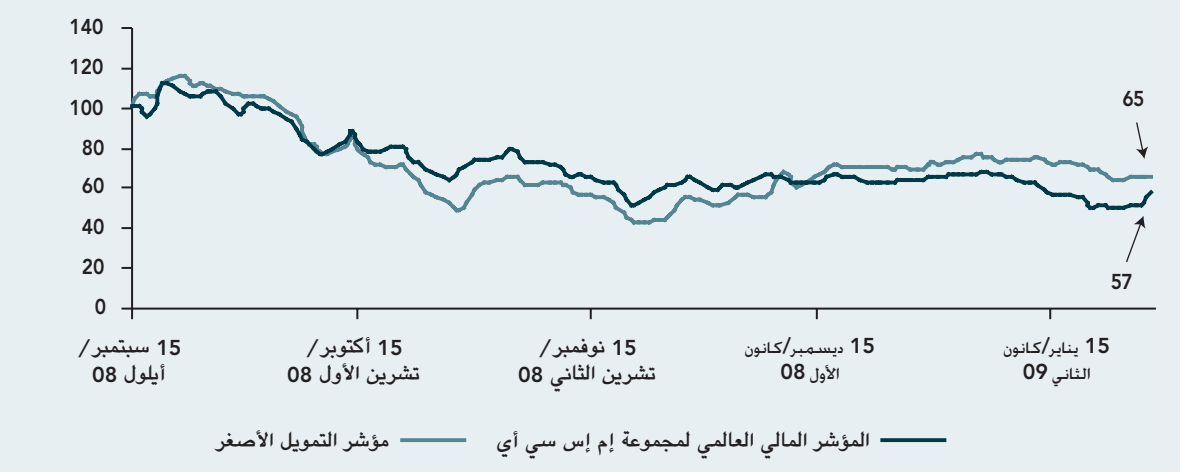


المصدر: بلومبرغ، جيه بي مورغان.

الأساس= 100 حتى 10 نوفمبر/تشرين الثاني 2009. الأسعار حتى 28 يناير/ كانون الثاني 2009.

ويوضح الشكل 10 الأداء النسبي لمؤشر تمويل محدودي الدخل ومؤشر إم إس سي أي (MSCI) منذ إعلان إفلاس بنك ليمان براذرز (15 سبتمبر/ أيلول 2008). ومنذ بداية هذه الأزمة تفوق أداء مؤشر تمويل محدودي الدخل على أداء مؤشر إم إس سي أي (MSCI) بنسبة 8 في المائة. ونعتقد أن مؤسسات التمويل الأصغر المعنية بتمويل محدودي الدخل، ذات المتوسط المنخفض لحجم التداول والقاعدة الكبيرة من المستثمرين الأجانب، كانت الطرف الأكثر تأثرا.

الشكل 10: تفوق أداء مؤشر تمويل محدودي الدخل بنسبة 8 في المائة منذ إفلاس بنك ليمان (15 سبتمبر/أيلول)



المصدر: بلومبرغ، جيه بي مورغان.

الأساس= 100 حتى 15 سبتمبر/أيلول 2008. الأسعار حتى 28 يناير/ كانون الثاني 2009.

الجدول 16. الأداء المطلق والنسبي (%) بعد التسجيل

تاريخ التسجيل	كومبارتاموس إبريل/ نيسان 07	راكيات نوفمبر/ تشرين الثاني03	فاينانسييرا نوفمبر/ تشرين الثاني07	كابتيكو فبراير/ شباط02	بلو فاينانشال أكتوبر/تشرين الأول06	لجنة بنغلاديش للنهوض بالريف يناير/كانون الثاني07	بنك إيكويتي أغسطس/ آب06	أي بي إف يوليو/ تموز07
الأداء المطلق								
شهر واحد بعد التسجيل	11	5	–18	–49	154	2	11	–21
3 شهور بعد التسجيل	28	69	–25	8	83	7	18	–15
6 شهور بعد التسجيل	17	62	–16	6	114	107	85	–26
12 شهرا بعد التسجيل	-6	110	–61	33	136	227	10	2
قياسا على سوق الأوراق المالية المحلية								
شهر واحد بعد التسجيل	8	1	–13	–51	151	0	3	–13
3 شهور بعد التسجيل	21	45	–14	4	74	6	-9	–15
6 شهور بعد التسجيل	11	47	–16	20	91	74	54	–18
12 شهرا بعد التسجيل	–13	65	–26	55	99	161	-7	23
قياسا على مؤشر إم إس سي أي المالي القطري								
شهر واحد بعد التسجيل	12	6	–16	–49	149	غ. م.	غ. م.	–14
3 شهور بعد التسجيل	33	37	–11	–5	65	غ. م.	غ. م.	–11
6 شهور بعد التسجيل	19	37	–17	11	82	غ. م.	غ. م.	–4
12 شهرا بعد التسجيل	2	44	–24	50	108	غ. م.	غ. م.	45

المصدر: مجموعة حقائق. الأداء قياسا على بورصة الأوراق المحلية التي تم فيها تسجيل مؤسسة التمويل الأصغر. مؤشر إم إس سي أي (MSCI) المالي القطري متاح بشأن جميع الشركات، ما عدا لجنة بنغلاديش للنهوض بالريف (بنغلاديش) وإيكويتي بنك (كينيا). ونتعامل مع بنك أي بي إف كشركة بريطانية ونقارن أداء أسهمها بمؤشر إم إس سي أي (MSCI) البريطاني، وإن كنا نلاحظ أن معظم عملياتها تتم في أوروبا الشرقية والمكسيك. ولم نقدم أية معلومات بشأن بنك دنامون والبنك الأفريقي لأن تسجيلهما تم قبل عام 2000، مما يجعل البيانات الخاصة بهما معدومة الصلة. البيانات حتى 28 يناير/كانون الثاني 2009.

أداء مؤسسات التمويل الأصغر المعنية بمحدودي الدخل بعد تسجيل أسهمها

تفوّق أداء معظم المؤسسات الفردية المعنية بتمويل محدودي الدخل على أداء المؤشرات القطرية

قمنا بعقد مقارنة بين أداء أسعار كل مؤسسة من مؤسسات تمويل محدودي الدخل بعد الإصدارات العامة الأولية من جهة وأداء كل من مؤشر الأسهم المحلية، ومؤشر مؤسسات تمويل محدودي الدخل المحلي (في حال توفره)، ومجموعة مؤشرات إم إس سي أي (MSCI) المالية (لدى توفرها).

ونرى اتجاها واضحا لتفوق أداء مؤسسات تمويل محدودي الدخل قياسا على المؤشرات القطرية ذات العلاقة. فقد فاق أداء مؤسسة بلو فاينانشال سيرفيسز مؤشر إم إس سي أي القطري بأكثر من 100 في المائة. وفي المتوسط، وبالنسبة للاثني عشر شهرا التالية للإصدارات العامة الأولية، تفوق أداء العينة بنسبة 45 في المائة قياسا على مؤشر سوق الأوراق المالية المحلية وبنسبة 38 في المائة قياسا على مؤشرات إم إس سي أي (MSCI) المالية القطرية. ونعتقد أن جزءا من نجاح بعض عمليات التسجيل يرجع إلى محدودية توفر الإصدارات العامة الأولية في بعض البلدان (مثل مؤسسة كومبارتاموس في المكسيك) وندرة الإصدارات العامة الأولية لمؤسسات تمويل محدودي الدخل بصفة عامة.

يعتبر بنك أي بي إف (IPF)، المنفصل عن بنك بروفيدنت والذي يعمل في المكسيك وأوروبا الشرقية، مثالا جيدا. فعلى الرغم من أداء هذا البنك لم يصل إلى مستوى المؤشرات المحلية ذات الصلة في وقت التسجيل، إلا أن أداءه الآن يفوق أداء مؤشر إم إس سي أي فاينانشالز البريطاني (منذ يناير/ كانون الثاني 2008) ومؤشر MSCIUK/FTSE البريطاني (منذ مارس/آذار 2008). ونلاحظ أن إصداره العام الأولي قد تم في صيف 2007، وهو ما يتوافق مع بداية أزمة الرهن العقاري والأزمة الشهيرة لبنك نورثرن روك البريطاني. ومنذ بداية العام، وعلى الرغم من هبوط أداء بنك أي بي إف إلى ما دون مؤشر MSCIUK/FTSE البريطاني، إلا أن أداءه ما زال متفوقا عن مؤشر إم إس سي أي فاينانشالز البريطاني، ويبدو بعيدا نسبيا عن آثار الأزمة المالية.

الجدول 17. الملكية الأجنبية قد تؤثر على أداء الأسهم

مؤسسات التمويل المعنية بمحدودي الدخل	تاريخ التسجيل	النسبة المئوية للملكية الأجنبية في وقت التسجيل
كابتيكو	فبراير/شباط 2002	0
راكيات	نوفمبر/تشرين الثاني 2003	0
بلو فاينانشال سيرفيسز	أكتوبر/تشرين الأول 2006	0
إيكويتي بنك	أغسطس/آب 2006	غ. م.
لجنة بنغلاديش للنهوض بالريف	يناير/كانون الثاني 2007	37
كومبارتاموس	إبريل/نيسان 2007	82
بنك أي بي إف	يوليو/تموز 2007	17
فاينانسيرا إندبندنسيا	نوفمبر/تشرين الثاني 2007	65

المصدر: تقديرات جيه بي مورغان.

الجدول 18. المتوسط اليومي لحجم التداول يتناقص بعد التسجيل ويتفاوت بدرجات كبيرة فيما بين المؤسسات، (بملايين الدولارات الأمريكية)

تاريخ التسجيل	كومبارتاموس	فاينانسيرا	كابتيكو	بلو فاينانشال سيرفيسز	إيكويتي بنك	بنك راكيات	لجنة بنغلاديش للنهوض بالريف	بنك أي بي إف
	إبريل/ نيسان 07	نوفمبر/تشرين الثاني 07	فبراير/ شباط 02	أكتوبر/تشرين الأول 06	أغسطس/ آب 06	نوفمبر/تشرين الثاني 03	يناير/كانون الثاني 07	يوليو/ تموز 07
شهر واحد بعد التسجيل	20.45	4.93	0.03	0.10	0.22	12.37	2.03	8.12
3 شهور بعد التسجيل	10.92	2.12	0.02	0.12	0.28	8.93	0.95	4.96
6 شهور بعد التسجيل	6.61	1.65	0.02	0.09	0.34	6.84	1.32	3.43
12 شهرا بعد التسجيل	4.64	1.04	0.02	0.10	0.55	5.30	1.78	2.65
آخر 6 شهور	1.28	0.29	0.08	0.18	0.71	8.73	0.49	4.04

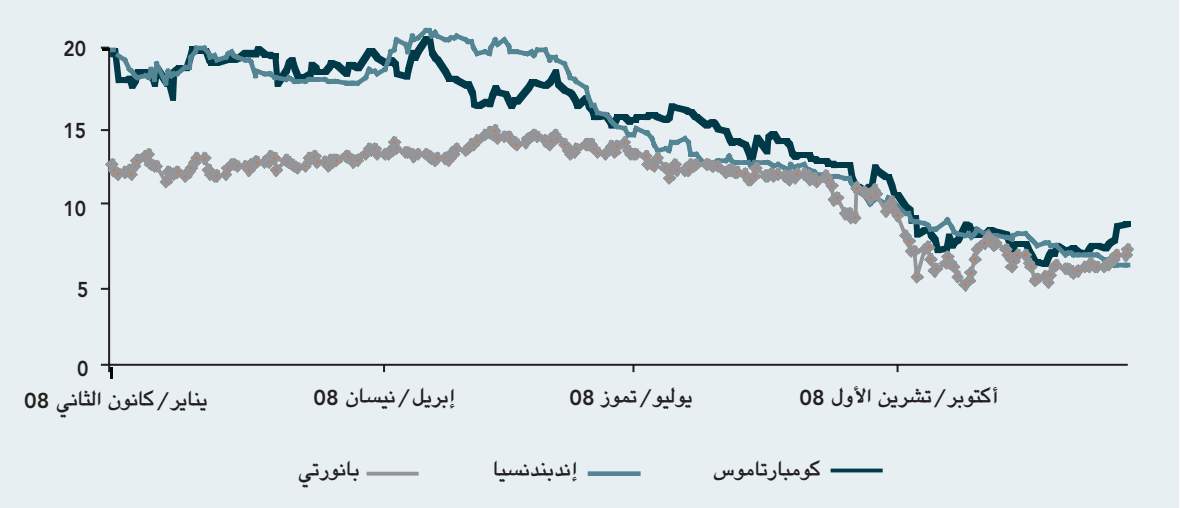
المصدر: بلومبرغ، جيه بي مورغان. البيانات حتى 28 يناير/ كانون الثاني 2009.

... ولكن الملكية الأجنبية والسيولة من أهم الشواغل المتعلقة بتقدير القيمة

نُلقي الضوء على الأداء المخيب للآمال نسبيا لمؤسستين في المكسيك هما كومبارتاموس وفاينانسييرا. ونعتقد أن هيكل المساهمين (82 في المائة لمستثمرين أجانب في حالة الإصدار العام الأولي لكومبارتاموس، و65 في المائة في حالة فاينانسييرا إندبندنسيا) يساعد على تفسير ضعف أدائهما قياسا على أسواق الأسهم المحلية. ونرى أن عوامل وجود نسبة كبيرة من المساهمين الأجانب وهيئات الاستثمار تُترجم إلى مستوى مرتفع لتقلب الأسعار.

وكما هي العادة بالنسبة للإصدارات العامة الأولية، يكون حجم التداول اليومي قويا في وقت التسجيل ثم يتجه نحو الانخفاض الحاد، كما يتضح من الجدول 18. وبالنسبة لمؤسسات التمويل المعنية بمحدودي الدخل، نلاحظ أن التعويم الأصغر نسبيا (تعويم فاينانسييرا 19 في المائة) يشكل أحد القيود الماثلة أمام حجم التداول. وفي العينة، هنالك ثلاث مؤسسات فقط ذات متوسط تداول يومي يزيد عن مليون دولار.

الشكل 11: تقارب مضاعفات السعر/ الأرباح لمؤسستي كومبارتاموس وإندبندنسيا من المستويات الخاصة ببنك بانورتي منذ يناير/ كانون الثاني 2008



المصدر: بلومبرغ، جيه بي مورغان. البيانات حتى 28 يناير/ كانون الثاني 2009.

الشكل 12: عدم وضوح تقارب مضاعف السعر/ الأرباح الخاص بمؤسسة كابيتيكو من مستويات بنك استاندرد

المصدر: بلومبرغ، جيه بي مورغان. البيانات حتى 28 يناير/ كانون الثاني 2009.

تقارب المضاعفات

هل ستقترب مؤسسات التمويل المعنية بذوي الدخل المحدود من المستويات التي عليها المؤسسات المالية المحلية؟ نشهد في بعض الأسواق تقاربا من قبل مؤسسات التمويل المعنية بذوي الدخل المحدود في اتجاه المضاعفات المصرفية المحلية بمرور الوقت. ولكن الاتجاه ما زال متفاوتا في أسواق أخرى.

ويؤكد تحليلنا هذين الاتجاهين. فالمؤسسات المكسيكية تشهد اقتراب مضاعفات السعر/الأرباح من مستويات مماثلة لبنك بانورتي (بنك تجاري تقليدي في المكسيك). (انظر الشكل 11). وبالنسبة لجنوب أفريقيا، يعتبر اتجاه التقارب أقل وضوحا فيما بين المضاعف الخاص ببنك كابيتيكو واستاندرد، مما يوحي بأن فرضية التقارب يمكن أن تكون مدفوعة بالاعتبارات الخاصة بالبلد والشركة. (انظر الشكل 12.)

ما هو الوقت اللازم للتقارب؟ نعتقد أن التقارب يتوقف على طبيعة هيكل السوق، وخاصة مستوى المنافسة، وتطور الشركة بعد الإصدار العام الأولي. فبالنظر إلى بوليفيا، نلاحظ أن صافي هوامش الفائدة في بانكوسول (المؤسسة الرائدة في مجال تقديم قروض التمويل الأصغر في بوليفيا) انخفضت من مستوى نعتبره مرتفعا وهو 28 في المائة في عام 1977 إلى مستوى مستقر وطويل الأمد قدره 15 إلى 20 في المائة في 2006–2007، مما أدى إلى تقاربها مع البنوك من حيث توقعات العائد المعدل في ضوء المخاطر. ولا تشير هذه الملاحظة إلا إلى سوق واحدة فقط، وندرك أن ذلك التقارب كان يمكن أن يتم بوتيرة أسرع في أسواق أخرى أو من قبل مؤسسات بعينها، في ضوء مستوى المنافسة والإستراتيجيات المنتهجة.

تأثير التسجيل على عمليات مؤسسات التمويل المعنية بذوي الدخل المحدود

نقوم في هذا القسم بتحليل تأثير التسجيل على عينة المؤسسات المعنية بتمويل ذوي الدخل المحدود. وتوضح بياناتنا بصفة عامة أن التسجيل لا يؤثر بصورة ملموسة على العمليات التي تقوم بها هذه المؤسسات. وقد قمنا بتحليل نمو المؤسسة (نمو القروض، والفروع)، ونوعية أصول القيمة الدفترية للقرض (نسبة القروض غير العاملة)، والربحية (صافي هوامش الفائدة، والعائد على الأصول)، وقوة الأرباح (نمو الأرباح لكل سهم).

ليست هنالك أدلة على أن للتسجيل تأثيرا واضحا على عمليات مؤسسات التمويل المعنية بذوي الدخل المحدود

كما يوضح الجدول 19، نمو القروض لا يأخذ في الازدياد بصورة متسقة سنة بعد أخرى عقب الإصدار العام الأولي. فقد زاد نمو قروض إيكويتي بنك من 88 في المائة في سنة التسجيل إلى 110 في المائة في السنة التالية، بينما تراجع نمو القروض بشكل كبير بالنسبة لكومبارتاموس وإندبندنسيا.

ولا نرى أي اتجاه واضح بشأن نوعية الأصول أيضا. إلا أننا نلاحظ في بعض المواقف أن القروض غير العاملة يمكن أن تزداد نتيجة لتنويع المنتجات التي تقدمها مؤسسات التمويل المعنية بمحدودي الدخل، وهو ما يؤدي أحيانا إلى دخول المؤسسة في منطقة مجهولة.

كما لا نرى أيضا أي اتجاه واضح بشأن صافي هوامش الفائدة (انظر الجدول 20). وتتأثر معدلات صافي هوامش الفائدة إيجابيا بانخفاض تكلفة التمويل، في حين تتأثر سلبيا بانخفاض أسعار الفائدة المفروضة على القروض.

الجدول 19. وسائل قياس الامتيازات والتراخيص قبل التسجيل وبعده

	نمو القروض (%)			الفروع			نسبة القروض غير العاملة (%)		
	أ. غ. أ-1	أ. غ. أ.	أ. غ. أ.+1	أ. غ. أ.-1	أ. غ. أ.	أ. غ. أ.+1	أ. غ. أ.-1	أ. غ. أ.	أ. غ. أ.+1
كومبارتاموس*	46.6	40.7	27.3	187	252	308	0.7	1.6	1.6
إندبندنسيا*	16.5	49.2	53.6	117	152	187	6.2	8.4	6.7
إيكويتي بنك	92.2	88.1	110.2	42	52	81	1.9	0.5	2.0
بلو فاينانشال	غ. م.	غ. م.	132.5	33	106	170	غ. م.	غ. م.	غ. م.
كابيتيكو	غ. م.	غ. م.	5.0	غ. م.	315	266	غ. م.	غ. م.	22.4
بنك راكيات	20.9	31.1	21.1	غ. م.	غ. م.	غ. م.	6.0	4.2	4.7
لجنة بنغلاديش للنهوض بالريف	102.6	65.9	66.0	361	467	519	3.0	12.8	7.7
بنك أي بي أف*	غ. م.	33.8	35.7	غ. م.	غ. م.	غ. م.	غ. م.	غ. م.	غ. م.

المصدر: تقديرات جيه بي مورغان، بلومبرغ، بيانات الشركات.

* بيانات سبتمبر/ أيلول 2008، على أساس سنوي أ.ع.أ (إصدار عام أولي).

الجدول 20. وسائل قياس الامتيازات والتراخيص قبل التسجيل وبعده

	صافي هامش الفائدة (%)			متوسط سعر الفائدة			تكلفة التمويل (%)		
	أ. غ. أ -1	أ. غ. أ.	أ. غ. أ.+1	أ. غ. أ.-1	أ. غ. أ.	أ. غ. أ.+1	أ. غ. أ.-1	أ. غ. أ.	أ. غ. أ.+1
كومبارتاموس*	65.1	65.0	64.9	71.3	69.1	68.4	12.7	11.2	8.5
إندبندنسيا*	59.6	65.7	61.0	61.1	56.3	57.3	11.0	15.4	6.8
إيكويتي بنك	8.5	8.7	5.6	9.3	9.5	6.6	0.9	0.8	1.4
بلو فاينانشال	غ. م.	40.0	26.1	غ. م.	51.3	27.2	غ. م.	32.5	16.6
كابيتيكو	غ. م.	غ. م.	غ. م.	غ. م.	غ. م.	غ. م.	غ. م.	غ. م.	غ. م.
بنك راكيات	10.3	12.9	12.5	30.0	24.6	21.5	9.0	5.1	5.1
لجنة بنغلاديش للنهوض بالريف	4.7	5.4	5.8	9.0	9.8	10.4	5.7	6.7	6.5
بنك أي بي أف*	90.9	85.4	88.6	97.3	77.0	89.6	6.2	6.0	7.2

المصدر: المصدر: تقديرات جيه بي مورغان، بلومبرغ، بيانات الشركات

* بيانات سبتمبر/ أيلول 2008، على أساس سنوي أ.ع.أ (إصدار عام أولي).

الجدول 21. وسائل قياس الامتيازات والتراخيص قبل التسجيل وبعده

	العائد على الأصول (%)			نمو الأرباح لكل سهم (%)		
	أ. غ. أ -1	أ. غ. أ.	أ. غ. أ.+1	أ. غ. أ.-1	أ. غ. أ.	أ. غ. أ.+1
كومبارتاموس*	22.6	20.7	20.0	66.0	36.5	19.9
إندبندنسيا*	17.2	16.4	14.5	غ. م.	11.5	12.8
إيكويتي بنك	3.8	4.8	5.2	غ. م.	–27.1	148.4
بلو فاينانشال	2.5	7.6	7.2	غ. م.	335.7	37.3
كابيتيكو	غ. م.	11.8	7.1	غ. م.	غ. م.	غ. م.
بنك راكيات	2.8	3.6	3.3	65.1	22.2	3.6
لجنة بنغلاديش للنهوض بالريف	1.4	1.4	1.6	66.4	–23.7	87.0
بنك أي بي أف*	4.4	5.2	4.4	غ. م.	41.3	–4.6

المصدر: المصدر: تقديرات جيه بي مورغان، بلومبرغ، بيانات الشركات

* بيانات سبتمبر/ أيلول 2008، على أساس سنوي أ.ع.أ (إصدار عام أولي).

ويتضح من الجدول 21 أن مؤسسات التمويل المعنية بمحدودي الدخل قد شهدت تطورات مختلفة لنمو أرباحها لكل سهم بعد التسجيل. فهناك بعض المؤسسات، مثل إيكويتي ولجنة التقدم الريفي، التي شهدت ارتفاعا هائلا في نمو الأرباح لكل سهم بعد الإصدار العام الأولي، بينما كان الانخفاض من نصيب مؤسسات أخرى مثل كومبارتاموس وبلو فاينانشال.

وعلى الرغم من الجهد الكبير للإعداد للإصدار العام الأولي وزيادة التركيز المتوقع على الأداء المالي، إلا أننا لم نستخلص أي اتجاه واضح المعالم في تحليلنا لتأثير التسجيل على الأداء. ولكن الصورة أكثر وضوحا بشأن جانب المستثمر. إذ تشير تقديراتنا إلى أن ما نسبته 85 في المائة من إجمالي رأس المال الذي تم تجميعه في الإصدارات العامة الأولية مؤخرا كان مماثلا للعمليات الثانوية (تذهب إيرادات الإصدار العام الأولي إلى المستثمرين بدلا من مؤسسات التمويل الأصغر). ويقوم المستثمرون في الأسهم في مرحلة مبكرة، مثل مؤسسات التمويل الإنمائي أو صناديق التمويل الأصغر، باستخدام التسجيل كآلية للخروج.

النتائج والاستنتاجات

يلقي هذا التقرير بعض الضوء على تقدير القيمة لحقوق الملكية في قطاع التمويل الأصغر ويطرح بعضا من أوائل المعايير المرجعية و الإرشادية لتقدير القيمة على صعيد هذه الصناعة.

ومن وجهة نظرنا أن مؤسسات التمويل الأصغر تختلف عن البنوك التقليدية، مما يبرر اتباع نهج مختلف في تقدير القيمة. فلهذه المؤسسات غاية نهائية مزدوجة تستهدف كلا من العائد الاجتماعي والمالي. وتظهر هذه المؤسسات صورة أفضل لنوعية الأصول، وارتفاع صافي هوامش الفائدة، ولكن تكاليف تشغيلها أعلى من مثيلتها الخاصة ببنوك الأسواق الصاعدة. كما تستفيد هذه المؤسسات من التمويل الأطول أجلا المتاح لها من قبل المستثمرين الإنمائيين.

جديرٌ بالذكْر أن سوق حقوق الملكية الخاصة للتمويل الأصغر ما زالت حديثة العهد، وهي تفتقر إلى توافق في الآراء بشأن مناهج تقدير القيمة. فتقدير القيمة في قطاع التمويل الأصغر قد واجه اختلافات وتباينات واسعة النطاق في السنوات الثلاث الماضية. ومن الواضح أن نمو صافي الدخل وحجم العمليات هما المحركان الرئيسيان لتقدير القيمة من منظور المستثمرين، وإن كنا قد قمنا بتحديد ثمانية عوامل أخرى شديدة الأهمية.

فالقيمة الوسيطة للمضاعفات في العينة المتعلقة بحقوق الملكية الخاصة قد تراوحت فيما بين 1.3x و1.9x للقيمة الدفترية التاريخية، وبين 7.2x و 7.9x للأرباح التاريخية من عام 2005 إلى سبتمبر/ أيلول 2008. ولعل تقديرات القيمة هذه المرتفعة نسبيا بمقارنتها ببنوك الأسواق الصاعدة تعكس قوة العوامل الأساسية لأعمال التمويل الأصغر وازدياد اهتمام المستثمرين بهذا القطاع.

وتعتبر مؤسسات التمويل المعنية بذوي الدخل المحدود ذات الأسهم المسجلة للتداول العام كيانات مماثلة لمؤسسات التمويل الأصغر بصورة مثيرة للاهتمام. وقد تفوقت هذه المؤسسات المعنية بتمويل محدودي الدخل في أدائها الذي تجاوز المؤشرات القطرية ذات العلاقة بما نسبته 238 في المائة منذ إنشاء المؤشر في نوفمبر/ تشرين الثاني 2003. ومنذ إعلان إفلاس بنك ليمان في عام 2008، فاق أداء هذه المؤسسات أيضا المؤشر المالي العالمي إم إس سي أي (MSCI) بنسبة 8 في المائة.

وها هي الأزمة المالية وقد امتد تأثيرها ليطال قطاع التمويل الأصغر، ولكن تأثيرها الكامل سوف ينكشف بقضه وقضيضه في أواخر هذا العام. فالأوضاع الاقتصادية المناوئة لا بد أن تسفر عن تباطؤ النمو الاقتصادي وتدهور الأداء المالي لمؤسسات التمويل الأصغر. وسوف يكون العام القادم محكّاً لاختبار فرضية تمتع قطاع التمويل الأصغر بقدر من المرونة أكبر مما لدى البنوك التقليدية في مواجهة الصدمات والهزات الاقتصادية، فضلا عن اختبار قدرة التمويل الأصغر على الحفاظ على نوعية الأصول المرتفعة في أوقات الاضطرابات والأزمات.

ويساورنا الاعتقاد بأن عام 2009 سوف يمثل عام التحوّل بالنسبة للتمويل الأصغر. إذ يتعين على مؤسسات التمويل الأصغر أن تعيد التركيز على العوامل والمقومات الأساسية، مع زيادة المعايير الائتمانية المتبعة من أجل الحفاظ على ارتفاع نوعية الأصول، وتنويع مصادر تمويلها، وسد التفاوتات في أسعار العملات، وإبقاء المصروفات والنفقات في مسار سليم. وسوف يدعو المستثمرون وبقوة إلى تعزيز حوكمة الشركات والالتزام بمعايير الإفصاح العام. ولا بد أن تتمخض هذه الأزمة أيضا عن توليد فرصة لعمليات إعادة الهيكلة والدمج والتوحيد على صعيد هذا القطاع.

كما أننا نتوقع انخفاض تقدير القيمة للعمليات الخاصة في عام 2009 هابطة نحو 1x للقيمة الدفترية التاريخية في سوق حقوق الملكية الخاصة. ولكن جوانب قوة العوامل الأساسية لصناعة التمويل الأصغر والتزام المستثمرين العامّين والخاصين من شأنها أن تؤدي لا محالة إلى تعزيز التسعير ومساندته. بل إن مؤسسات التمويل الأصغر ذات قاعدة التمويل الصلبة ونوعية الأصول القوية لا بد أن تخرج من براثن هذه الاضطرابات وهي ترفل في سرابيل القوة والمنعة، ولنا أيضا أن نتوقع انتعاش تقدير القيمة تارة أخرى في عام 2010. فما تزال الآفاق الطويلة الأمد إيجابية بالنسبة لاستثمارات حقوق الملكية في قطاع التمويل الأصغر.

المرفق الأول: مسرد للمصطلحات

مؤسسات التمويل الإنمائي (DFIs) هي أذرع القطاع الخاص في الوكالات الثنائية المملوكة للحكومة والمؤسسات المتعددة الأطراف، مثل البنك الدولي. وقد تم إنشاء هذه المؤسسات لتقديم الاستثمارات والخدمات الاستشارية اللازمة لبناء القطاع الخاص في الدول النامية. وتتضمن هذه المؤسسات منظمات متعددة الأطراف مثل مؤسسة التمويل الدولية التابعة لمجموعة البنك الدولي، ومؤسسات مالية ثنائية مثل الوكالة الألمانية للتعمير.

وكانت مؤسسات التمويل الإنمائي من أوائل الجهات المستثمرة في مجال التمويل الأصغر. فقد بدأ معظم هذه المؤسسات تمويل قطاع التمويل الأصغر في أواخر التسعينيات، سيرا على نفس درب المنح المالية التي تقدمها الوكالات المتبرعة منذ فترة السبعينيات. وتقوم هذه المؤسسات بإدخال النهج التجاري في صناعة التمويل الأصغر، بتقديم القروض شبه التجارية، وحقوق الملكية، والضمانات إلى مؤسسات التمويل الأصغر. وكانت هنالك 19 مؤسسة نشطة في مجال التمويل الإنمائي لقطاع التمويل الأصغر في عام 2007. وزاد إجمالي محفظة تلك المؤسسات الخاصة بالتمويل الأصغر عن 4 مليارات دولار أمريكي، وهي آخذة في النمو بمعدل سنوي قدره 55 في المائة. ويتركز معظم استثمارات تلك المؤسسات الإنمائية في الدخل الثابت (60 في المائة) وهي استثمارات مركزة في أكبر مؤسسات التمويل الأصغر. ولكن استثمارات حقوق الملكية من قبل تلك المؤسسات آخذة في الارتفاع أيضا حيث بلغت 890 مليون دولار في ديسمبر/ كانون الثاني 2007. وطبقا للاستقصاء المسحي الذي أجرته المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء (سيجاب) في عام 2008 حول جهات التمويل، هناك أربع مؤسسات تمويل إنمائي – الوكالة الألمانية للتعمير، ومؤسسة التمويل الدولية، وبنك إف إم أو الهولندي (FMO)، والبنك الأوروبي للإنشاء والتعمير – تمثل 80 في المائة من إجمالي استثمارات مؤسسات التمويل الإنمائي في حقوق ملكية التمويل الأصغر.

أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر (MIVs) وهي عبارة عن صناديق متخصصة للتمويل الأصغر أو أدوات استثمار وخدمات وسيطة لرأس المال بين المستثمرين ومؤسسات التمويل الأصغر. وكان هناك 93 صندوقا نشطا في عام 2007 بإجمالي أصول مدارة قدره 5.4 مليار دولار. وتتضمن هذه الأدوات مجموعة متنوعة من المنظمات من حيث قاعدة المستثمرين والأدوات والهيكل والإطار القانوني. وأكبر هذه المجموعات عبارة عن صناديق منظمة للاستثمار المشترك، وأدوات للتمويل، وشركات قابضة. وقد زادت استثمارات هذه الأدوات بمقدار أربعة أمثال منذ عام 2005، ومن المتوقع استمرار هذا الارتفاع. وكان المستثمرون الأفراد والمؤسسات الفردية من أوائل الأطراف المساندة لهذه الأدوات، وهي ما زالت تمثل حوالي ثلث رأس مال هذه الأدوات. وكانت مؤسسات التمويل الإنمائي من أوائل الجهات المشاركة، كما كانت وراء بداية تشغيل العديد من هذه الأدوات، مثل صندوق بروفند (Profund) لحقوق الملكية. وتشكل هيئات الاستثمار اليوم الدعامة الأساسية لتمويل أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر حيث تبلغ مساهمتها 40 في المائة. وتتركز الاستثمارات بشكل رئيسي في استثمارات الدخل الثابت (78 في المائة) في كبريات مؤسسات التمويل الأصغر في أوروبا الشرقية وأمريكا اللاتينية. ولكن استثمارات حقوق الملكية آخذة في النمو بشكل سريع أيضا (95+ في المائة في عام 2007) وقد تجاوزت مستوى 1.5 مليار دولار في عام 2008. وأكبر صندوق هو صندوق بروكرديت الأماني (Procredit)، وهو شركة ألمانية قابضة لـ19 بنكا (بنوك غرينفيلد). وطبقا لاستقصاء أجرته المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء في عام 2008 حول أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر، يبلغ متوسط العائد على صناديق حقوق الملكية الخاصة في التمويل الأصغر 12.5 في المائة (متوسط إجمالي المعدل الداخلي للعائد على الصناديق التي تم إنشاؤها في عام 2002).

الاستثمار ذو المسؤولية الاجتماعية (SRI) هو تعبير اصطلاحي ينبئ بالجانب الأخلاقي في الاستثمارات، والاستثمارات المسؤولة، والاستثمارات المستدامة التي تجمع بين الأهداف المالية للمستثمرين واهتمامهم بقضايا البيئة والقضايا الاجتماعية والحوكمة. وفي مقدور المستثمرين ذوي التوجهات الاجتماعية استخدام طائفة عريضة من إستراتيجيات الاستثمار، بما في ذلك الإقصاء غير الأخلاقي، والفرز والحجب السلبي، والفرز الإيجابي، ومشاركة حملة الأسهم. وتشكل هيئات الاستثمار المؤسسي، مثل صناديق معاشات التقاعد،القائمة بتضمين أهداف اقتصادية واجتماعية في قراراتها الاستثمارية، جزءا من أسواق الاستثمارات ذات المسؤوليات الاجتماعية. وطبقا لدراسة للمنتدى الأوروبي للاستثمار الاجتماعي (يوروسيف) في عام 2008، تقدر السوق العريضة للاستثمارات ذات المسؤوليات الاجتماعية بـ 5 تريليونات يورو، بما في ذلك 2 تريليون يورو في الولايات المتحدة و 2.6 تريليون يورو في أوروبا.

مؤسسات التمويل الأصغر (MFIs)، وهي تقوم بتقديم قروض صغرى لمحدودي الدخل بصفة خاصة أصحاب الأعمال الحرة أو أصحاب الأعمال غير الرسمية الصغرى، وليس للعمال الذين يتقاضون رواتب منتظمة. وحجم القرض صغير (3 آلاف دولار في المتوسط في أوروبا وآسيا الوسطى[30] وأقل من ألف دولار في المناطق الأخرى)، ويعتمد المقرضون على أساليب الإقراض البديلة التي لا يتم بموجبها عموما تطبيق الضمانات التقليدية. والجدير

30 نشرة الأعمال المصرفية الصغرى 7، المتوسط الوارد في هذه النشرة لعام 2007.

بالذكر أن معظم المؤسسات البالغ عددها 1300 مؤسسة والتي ترسل تقاريرها لمركز تبادل المعلومات (ميكس) ـ الذي يمثل بورصة معلومات هذه الصناعة– لديها برامج لإقراض المشروعات الصغرى حيث تشكل هذه القروض الخدمة الأساسية، ولكن تقوم بشكل متزايد بتقديم أنواع أخرى من القروض، مثل قروض الرهن العقاري والقروض الاستهلاكية للموظفين والعاملين ذوي الأجور والرواتب، والحسابات الادخارية. وتوجد مؤسسات التمويل الأصغر في عدة أشكال قانونية مختلفة، بدءا من الاتحادات الائتمانية والمنظمات غير الحكومية إلى مؤسسات مالية غير مصرفية وبنوك خاضعة للنظم واللوائح. والواقع أن كثيرا من هذه المؤسسات يبتعد بصورة مطردة عن إعانات المانحين من أجل تعزيز رأس المال التجاري (عادة الديون، والودائع، واستثمارات حقوق الملكية). وترى أغلبية مؤسسات التمويل الأصغر أن لها غاية نهائية مزدوجة تستهدف كلا من الربح وإحداث التأثير الاجتماعي.

المرفق الثاني: مضاعفات معاملات حقوق الملكية الخاصة (استقصاء المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء)

الجدول 22. حجم المعاملة

	السعر/ الأرباح التاريخية		السعر/ القيمة الدفترية التاريخية		العينة
	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	
< 500 ألف دولار	8.3	6.7	1.8	1.4	64
500 ألف إلى مليون دولار	9.3	7.4	1.5	1.4	29
1 إلى 2 مليون دولار	9.3	5.2	1.6	1.3	29
< 2 مليون دولار	14.0	12.2	3.5	2.5	21

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء.

الجدول 23. رسملة السوق

	السعر/ الأرباح التاريخية		السعر/ القيمة الدفترية التاريخية		العينة
	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	
<$5m	8.9	6.2	1.7	1.5	61
$5m-$10m	11.1	9.1	1.5	1.3	28
$10m-$20m	7.4	6.9	1.6	1.3	31
>$20m	11.6	9.7	3.6	2.3	23

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء.

الجدول 24. حجم المعاملة

	السعر/ الأرباح التاريخية		السعر/ القيمة الدفترية التاريخية		العينة
	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	
أداة استثمار في التمويل أصغر	9.2	7.2	1.9	1.3	71
مؤسسة مالية دولية	14.3	8.6	2.4	1.8	36
أخرى	7.8	7.4	1.8	1.5	28

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء.

الجدول 25. الحجم : عدد المقترضين

	السعر/ الأرباح التاريخية		السعر/ القيمة الدفترية التاريخية		العينة
	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	
صغير	10.9	8.2	1.6	1.3	31
متوسط	11.5	7.8	1.8	1.4	27
كبير	8.0	7.3	2.3	1.5	66

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء.

صغير: أقل من 10 آلاف مقترض، متوسط: 10 آلاف إلى 30 ألف مقترض، كبير: أكثر من 30 ألف مقترض

الجدول 26. عمر مؤسسة التمويل الأصغر

	السعر/ الأرباح التاريخية		السعر/ القيمة الدفترية التاريخية		العينة
	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	
جديدة	14.7	13.0	1.9	1.7	38
حديثة العهد	8.7	8.1	2.6	1.5	36
ناضجة	7.1	5.8	1.6	1.2	51

المصدر: المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء.

جديدة = 0 إلى 6 سنوات، شابة = 6 إلى 10 سنوات، ناضجة= أكثر من 10 سنوات

الجدول 27. الوضع القانوني

	السعر/ الأرباح التاريخية		السعر/ القيمة الدفترية التاريخية		العينة
	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	
بنك	10.6	9.3	1.8	1.4	59
مؤسسة مالية غير مصرفية	8.8	6.4	2.1	1.4	81

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء.

الجدول 28. الكفاءة

	السعر/ الأرباح التاريخية		السعر/ القيمة الدفترية التاريخية		العينة
	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	
<10%	6.6	6.8	5.8	5.1	6
10%–20%	8.6	7.3	1.8	1.4	76
20%–30%	8.9	9.3	1.4	1.1	10
>30%	13.1	11.3	2.0	1.5	22

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء. نفقات التشغيل/ متوسط إجمالي محفظة القروض للفترة.

الجدول 29. نوعية الأصول: المحفظة في خطر لأكثر من 30 يوما

	السعر/ الأرباح التاريخية		السعر/ القيمة الدفترية التاريخية		العينة
	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	
<1%	9.9	8.3	2.5	1.7	51
1%–3%	7.0	6.8	1.4	1.2	41
>3%	10.9	7.5	1.9	1.4	29

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء.

أرصدة القروض القائمة (الأصل والفائدة) التي تأخر سداد أحد مدفوعاتها لمرة واحدة على الأقل لأكثر من 30 يوما/ إجمالي محفظة القروض.

الجدول 30. الوساطة المالية: المدخرات على إجمالي الأصول

	السعر/ الأرباح التاريخية		السعر/ القيمة الدفترية التاريخية		العينة
	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	
لا وساطة مالية	8.3	6.5	2.5	1.3	36
وساطة منخفضة	9.5	6.0	1.9	1.6	35
وساطة مرتفعة	10	8.2	1.7	1.4	52

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء.

لا وساطة مالية = مدخرات طوعية / إجمالي الأصول = 0، وساطة مالية متوسطة = مدخرات طوعية/ إجمالي الأصول > 0 and <20%، وساطة مالية مرتفعة = مدخرات طوعية / إجمالي الأصول 20%.

الجدول 31. الرافعة المالية: الديون إلى حقوق الملكية

	السعر/ الأرباح التاريخية		السعر/ القيمة الدفترية التاريخية		العينة
	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	
<3	13.3	11.1	1.9	1.6	30
3 to 6	9.8	7.9	1.7	1.3	45
>6	7.2	6.6	2.3	1.4	49

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء.

إجمالي الخصوم / إجمالي حقوق الملكية

الجدول 32. الانتشار: متوسط رصيد القروض

	السعر/ الأرباح التاريخية		السعر/ القيمة الدفترية التاريخية		العينة
	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	
<50%	8.6	6.6	2.7	1.5	37
50%–150%	9.3	7.9	1.8	1.6	40
>150%	10.1	7.8	1.6	1.3	45

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء.

متوسط رصيد القروض لكل مقترض/ نصيب الفرد من إجمالي الدخل القومي.

الجدول 33. الانتشار: متوسط رصيد المدخرات

	السعر/ الأرباح التاريخية		السعر/ القيمة الدفترية التاريخية		العينة
	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	متوسط غير مرجح	قيمة وسيطة	
<50%	12.6	6.6	2.5e	1.8e	22
50%–100%	8.9	8.9	1.6	1.4	37
>100%	8.6	7.4	1.5	1.3	25

المصدر: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء.

متوسط رصيد المدخرات لكل مقترض/ نصيب الفرد من إجمالي الدخل القومي.

المرفق الثالث: استقصاء المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء (CGAP) بشأن معاملات حقوق الملكية الخاصة، وقائمة المشاركين في الاستقصاء

تم استكمال هذا الاستقصاء المعني بمعاملات حقوق الملكية الخاصة في صيف عام 2008. وقد شاركت فيه 31 منظمة، بما في ذلك 4 مؤسسات للتمويل الإنمائي، و13 من أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر، و14 مؤسسة من مؤسسات التمويل الأصغر. وتعرب المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء عن امتنانها لتلك المنظمات لما قدمته من مساندة لهذا البحث العام المعني بتقدير القيمة للتمويل الأصغر. ويعتبر هذا الاستقصاء سري للغاية، ولكن المنظمات الواردة أسماؤها أدناه سمحت لمجموعة سيجاب بالإشارة إليها كمنظمات مشاركة في الاستقصاء:

مؤسسات التمويل الإنمائي

BIO
FMO
PROPARCO

أدوات الاستثمار في التمويل الأصغر

ACCION INTERNATIONAL
ADVANS SA
AKAM
INCOFIN
INVESTISSEUR ET PARTENAIRE POUR LE DEVELOPPEMENT (I&P)
MECENE INVESTMENT, ADVISOR OF AFRICAP
MICROVEST
OMTRIX
OPPORTUNITY INTERNATIONAL
RESPONSABILITY
SHORECAP MANAGEMENT
SIDI

المؤسسات المالية

BANCO DEL EXITO (BANEX)
CENTENARY BANK
COMPARTAMOS BANCO
FUNDATION D-MIRO MISION ALIANZA-ECUADOR
UGANDA FINANCE TRUST
XACBANK

العدد 14
فبراير/شباط 2009

رجاء، لا تتردد في تبادل هذه الورقة العرضية مع زملائك أو في طلب نسخا إضافية من هذه الورقة أو الأوراق الأخرى في هذه السلسلة.

المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء ترحب بتعليقاتك على هذه الدراسة.

جميع مطبوعات المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء متاحة على موقعها على شبكة الإنترنت
www.cgap.org.

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

تليفون: 202-473-9394
فاكس: 202-522-3744

بريد إلكتروني:
cgap@worldbank.org
© CGAP, 2009

مؤلفو هذه الورقة العرضية هم نيكولاس أودونوهو، وروزيرا دي ماريز، وهما من مؤسسة جيه بي مورغان، وإليزابيث ليتلفيلد، وزافير رايلي، وكريستوف كينيدنغ من المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء. وهذا التقرير هو ثمرة التعاون الوثيق بين المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء ومؤسسة جيه بي مورغان.

ويود المؤلفون أن يعربوا عن تقديرهم لمساهمات كل من: كريستينا ليجونهافد، رئيسة فريق تمويل القطاع الاجتماعي بمؤسسة جيه بي مورغان، ومايا فيلدمان من فريق تمويل القطاع الاجتماعي؛ ونيل غوبت، محلل في قسم أبحاث حقوق الملكية الخاصة بالأسواق الآسيوية؛ وتوماس أندوز – أشر، محلل بقسم أبحاث حقوق الملكية الخاصة بأسواق أمريكا اللاتينية؛ وريتشارد روزنبرغ، مستشار أول في المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء؛ وباربرا جاهولر وماثيو ليبغو، محللي التمويل الأصغر بالمجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء.

كما يود المؤلفون أن يعربوا عن تقديرهم لمساهمات مؤسسة جيه بي مورغان التي قدمها سونيل غارج، رئيس أبحاث حقوق الملكية لآسيا، وأديتيا سريناث رئيس أبحاث حقوق الملكية لإندونيسيا، وفكتوريا مايلز، رئيسة أبحاث الأسواق الصاعدة، وبول فورمانكو رئيس أبحاث حقوق الملكية لبنوك الأسواق الصاعدة في منطقة أوروبا وآسيا الوسطى، وميرفن نايدو، كبير المحللين لبنوك جنوب أفريقيا، وسول مارتينيز، كبير المحللين للمؤسسات المالية في أمريكا اللاتينية.

وأخيرا، يعرب المؤلفون عن شكرهم لأدريان غونزالز من مركز تبادل معلومات التمويل الأصغر؛ وديبورا دراك وباقي أعضاء مجلس صندوق التمويل الأصغر؛ وأليكس سيلفا وبرايان بوش من مؤسسة أومتريكس، وكلاي أوبريان من مؤسسة أوبّورتيونيتي انترناشونال للإدلاء بآرائهم ووجهات نظرهم حول قطاع التمويل الأصغر ولما قدموه من مساندة لهذه الدراسة.

ويبقى المؤلفون مسؤولين عن الآراء التي تم التعبير عنها في هذا التقرير وعن أية نقاط جانبها الصواب والدقة.

صيغة مقترحة للاستشهاد بهذه الورقة العرضية:
نيكولاس أودونوهو، فردريك روزيرا دي ماريز، اليزابيث ليتلفيلد، زافير رايلي، وكريستوف كينايدنغ، 2009 "تسليط الضوء على تقييم حقوق الملكية في قطاع التمويل الأصغر: إطلالة على الماضي والحاضر". الورقة العرضية 14، واشنطن العاصمة، المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء، وجيه بي مورغان، يناير/ كانون الثاني.

والمجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء هي وحدها المسؤولة عن طبع وتوزيع هذه الورقة العرضية، علما بأنه ليست هناك أية علاقة تبعية بين المجموعة ومؤسسة جيه بي مورغان، كما أن المجموعة ليست من السماسرة أو المتعاملين في الأوراق المالية.

J.P.Morgan