

# مذكرة مناقشة مركزة

العدد 30

أغسطس / آب 2005

## سوق الاستثمار الأجنبي في قطاع التمويل الأصغر: الفرص والتحديات

### مقدمة

تلقت العديد من مؤسسات التمويل الأصغر، وخاصة المؤسسات الأكبر حجماً، في اقتصادات البلدان النامية واقتصادات البلدان السائرة على طريق التحوّل إلى اقتصاد السوق موارد تمويلية من جهات مانحة أجنبية. وقد تألف هذا التمويل في الغالب من منح أو قروض مدعومة من الجهات المانحة، بما في ذلك جهات مانحة ثنائية (مثل الوكالة الفرنسية للتنمية والوكالة الأمريكية للتنمية الدولية)، وجهات مانحة متعددة الأطراف (مثل برنامج الأمم المتحدة الإيماني أو البنك الدولي). وفي السنوات الأخيرة، قدمت هذه الجهات المانحة الثنائية والجهات المانحة المتعددة الأطراف نحو 0.5 - 1.0 بليون دولار أمريكي على هيئة منح وقروض ميسرة لمؤسسات التمويل الأصغر. وذلك وفقاً لتقديرات المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء

ومع ذلك، فمنذ عام 2000 هناك نمو سريع في الاستثمار الأجنبي من خلال عدد من الهيئات والصناديق ذات التوجه التجاري، مثل صندوق دكسيا للاتمانات الصغرى (Dexia Microcredit Fund) وميكروفست (MicroVest). وقد بلغ إجمالي استثمارات هذه الجهات حتى منتصف 2004 ما يقرب من 1.2 بليون دولار أمريكي في نحو 500 مؤسسة من مؤسسات التمويل الأصغر. وعادةً ما تنخفض نسبة الدعم المصاحبة للاكتتابات في رؤوس الأموال أو القروض أو الضمانات التي تقدمها تلك الجهات لمؤسسات التمويل الأصغر عن نسبة الدعم المصاحبة للمنح والقروض التي تقدمها الجهات المانحة التقليدية. وتتناول هذه الدراسة "المستثمرين الأجانب" والطلب على الخدمات التي يقدمونها. كما تقوم بإجراء مسح استقصائي للسوق وتتناول بعض الأسئلة الأساسية التالية:

■ كم تبلغ النسبة الفعلية للاستثمار الأجنبي الذي تسهم به الجهات المانحة الخاصة لصالح مؤسسات التمويل الأصغر؟

هذه النسبة أقل من الربع.

■ كم تبلغ النسبة الفعلية للجزء ذي التوجه التجاري من هذا الاستثمار؟  
هذه النسبة منخفضة جداً

■ إلى أين يتم توجيه هذه الاستثمارات، من حيث المنطقة والمقدار ونوع مؤسسات التمويل الأصغر؟

تلقت 505 مؤسسات من مؤسسات التمويل الأصغر استثمارات أجنبية، غير أن هذه الاستثمارات تركزت في استثمارات كبيرة لعدد صغير من المؤسسات المرخصة والخاضعة للوائح التنظيمية في أمريكا اللاتينية وأوروبا الشرقية/آسيا الوسطى.

■ هل يتنافس المستثمرون على مؤسسات التمويل الأصغر للاستثمار بها؟

من الأمور الشائعة المثيرة للدهشة قيام مستثمر واحد بعينه بتقديم التمويل لإحدى مؤسسات التمويل الأصغر بشكل مباشر وبشكل غير مباشر، مما يوحي بأن توفير التمويل من المستثمر الأجنبي قد يتجاوز الطلب من مؤسسات التمويل الأصغر ذات مستوى الخطورة المنخفض.



قام بتأليف هذه المذكرة كل من جونام إيفاتوري، محلل التمويل الأصغر بالمجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء، والاستشارية جولي أبرامز.

ويتوجه المؤلفان بالشكر لكل من ريتش روزنبرج وأليكسيا لاتورتو على الإسهامات الكبيرة التي ساعدت على إخراج هذه المذكرة، كما يتوجهان بالشكر لكل من إليزابيث ليتفيلد وخافيير رابيلي على ما قدماه من تعقيبات

المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء عبارة عن اتحاد يتألف من 31 هيئة تنمية تدعم التمويل الأصغر، ويتوافر المزيد من المعلومات على موقع المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء:

www.cgap.org

إقامة خدمات مالية لصالح الفقراء



(ADA) بعمل دراسة استقصائية على 54 مستثمراً أجنبياً من مستثمري التمويل الأصغر للتأكد من هياكلهم القانونية وبؤرة اهتمامهم وتاريخهم الاستثماري ومدى توافر الموارد التمويلية غير المستخدمة، فضلاً عن الوقوف على الأداء أدائهم المالي. وقد وفرت هذه الدراسة الاستقصائية بيانات عن الاستثمارات "المباشرة" في 505 من مؤسسات التمويل الأصغر والاستثمارات "غير المباشرة" في 25 صندوقاً من صناديق التمويل الأصغر. وقد تم تعزيز أو تكملة استجابات هذه الدراسة الاستقصائية الخاصة بحوالي 33 مستثمراً من إجمالي المستثمرين الذين شملتهم الدراسة وعدهم 54 مستثمراً - بمعلومات مستقاة من التقارير السنوية.

في يوليو/ تموز 2004، وجهت المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء مركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر (MIX) دعوة مفتوحة إلى مؤسسات التمويل الأصغر والمؤسسات المالية الأخرى التي تضطلع بخدمة الفقراء للمشاركة في استبيان حول هياكل رؤوس الأموال الخاصة بهم ووسائل التمويل المفضلة لديهم.<sup>2</sup> وقد شارك في هذا الاستبيان 216 مؤسسة من 60 دولة.<sup>3</sup> وقد أُلحقت الإجابات التي قدمتها تلك المؤسسات ببيانات حول الميزانية العمومية والأداء المالي تم الحصول عليها من الروابط المهنية وجهات تقديم الخدمات.<sup>4</sup>

### المستثمرون الأجانب: أنواعهم وأعدادهم وأحجامهم

حتى منتصف 2004، لم يزد عدد المستثمرين الأجانب في مجال التمويل الأصغر على 60 مستثمراً، شارك 54 منهم في الدراسة الاستقصائية التي أجرتها المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء مركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر (MIX) وهيئة دعم التنمية الذاتية (ADA) (انظر المرفق 1). ويمكن تصنيف الصناديق المشاركة إلى مجموعتين:

- أذرع الاستثمار التي تتألف من تسع هيئات للتنمية ما بين هيئات ثنائية أو متعددة الأطراف (مؤسسات مالية دولية أو "مؤسسات تمويل أصغر")، مثل مؤسسة التمويل الدولية والوكالة الألمانية للتعمير (KfW) ومؤسسات أخرى. تحصل هذه الهيئات على تمويل

■ مع استمرار نمو مؤسسات التمويل الأصغر واستيعابها لمزيد من التمويل، ما الدور المحتمل للاستثمار الأجنبي مقارنةً بمصادر التمويل المتوافرة محلياً في البلدان التي تتبعها مؤسسات التمويل الأصغر؟

يبدو أن المصادر المحلية تكتسب مزيداً من الانتشار، وخاصة بالنسبة لمؤسسات التمويل الأصغر الخاضعة للوائح التنظيمية.

■ هل تتسبب الديون الأجنبية في إحداث مخاطر عملة غير ملائمة بالنسبة لمؤسسات التمويل الأصغر؟

من الملاحظ أن العديد من مؤسسات التمويل الأصغر تقبل الاستدانة بالعملة الصعبة لأن أسعار الفائدة أقل بالقيمة الاسمية، دون التعرض لما قد ينتج من مخاطر ملحوظة تتعلق بأسعار النقد الأجنبي.

■ ما الدروس العملية المستقاة من التحليل؟

كان يمكن أن تزداد القيمة التي يضيفها المستثمرون الأجانب إلى السوق لو أنه كان بمقدورهم تقبل قدر أكبر من المخاطرة، ما يجعلهم يتعاملون مع مؤسسات تمويل أصغر تتمتع بقدر أقل من الاستقرار، ولذلك نجد أن الجهات المستثمرة التي تحظى بتمويل حكومي تتمتع بوضع أفضل يمكنها من تحمل قدر أكبر من المخاطرة. ويجب مساعدة مؤسسات التمويل الأصغر الخاضعة للوائح التنظيمية لتتمكن من الحصول على مزيد من التمويل من مصادر محلية، وهناك حاجة لأن يكون المستثمرون ومؤسسات التمويل الأصغر على دراية بالمخاطر المتعلقة بالنقد الأجنبي ذات الصلة بالقروض التي تتم بالعملة الصعبة.

يشتمل مصطلح "مؤسسات التمويل الأصغر" بمفهومه المستخدم في هذه الدراسة على منظمات غير حكومية وتعاونيات وبنوك ومؤسسات غير مصرفية مرخصة يتركز نشاطها في تقديم خدمات مالية لأصحاب مشروعات العمل الحر الصغرى والعملاء أصحاب الدخول المنخفضة، ويتم ذلك بوجه عام باستخدام أساليب إقراض جديدة تم استحداثها في الربع الأخير من القرن الماضي. وهناك بعض مؤسسات الوساطة المالية ذات التوجه الاجتماعي - وخاصة بنوك المكاتب البريدية والبنوك الأخرى المملوكة للدولة - التي تصل على الأرجح إلى العملاء أصحاب الدخول المنخفضة إلى حد كبير بشكل يفوق وصول مؤسسات التمويل الأصغر. ولن يتم تناول النوع الأخير من المؤسسات في هذه الدراسة لأنها لا تجذب الاستثمارات الأجنبية بوجه عام ولا تتطلبها. ومع ذلك، من الأهمية بمكان التعرف على الدور الرئيسي لخدماتها والبنية الأساسية الخاصة بها.<sup>1</sup>

### مصادر البيانات

في الفترة الواقعة بين شهري يوليو/ تموز وسبتمبر/ أيلول 2004، قامت المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء بالتعاون مع مركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر (MIX) وهيئة دعم التنمية الذاتية

<sup>1</sup> كريستين وروزنبرج وجايديفا، المؤسسات المالية ذات "الأهداف المزدوجة": الآثار على مستقبل التمويل الأصغر، 2004.

<sup>2</sup> للحصول على نسخة باللغة الإنجليزية لهذه الدراسة الاستقصائية، يرجى زيارة الموقع التالي: [www.surveymonkey.com/s.asp?u=33938560773](http://www.surveymonkey.com/s.asp?u=33938560773)

<sup>3</sup> لقد قدم مركز التمويل الأصغر في بولندا، وبرنامج بناء قدرات مؤسسات التمويل الأصغر في البلدان الأفريقية الناطقة بالفرنسية (CAPAF) في السنغال وعدد من مستثمري التمويل الأصغر الأجانب وروابط مؤسسات التمويل الأصغر مساعدة قيّمة في سبيل الحصول على هذه الإجابات.

<sup>4</sup> يتوجه المؤلفان بالشكر إلى جلين ويستلي من بنك التنمية للبلدان الأمريكية (IBD) وإلى دميان فون ستاوفنبرج وتود فارينجتون من MicroRate وإلى إيزابل باري من مركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر (MIX) لما قدموه من إسهامات في سبيل جمع هذه البيانات.

الحكومات أو عن طريق الاقتراض في أسواق رؤوس الأموال حيث يضمن لها وضعها الحكومي الحصول على أسعار فائدة منخفضة.

■ خمسة وأربعون من المستثمرين الأجانب وهيئات القطاع الخاص الأجنبية ("صناديق خاصة"). وعلى الرغم من أن إدارتهم تتبع القطاع الخاص. نجد أن أكثر من نصف رؤوس الأموال الخاصة بهم من مصادر حكومية.

تتبع الصناديق التابعة للقطاع الخاص والمؤسسات المالية الدولية بوجه عام نهجاً شبيه جاري مع تحليل الاستثمار ورصده. ومع ذلك، لا نجد بين المؤسسات المالية الدولية مؤسسة تتبع نهجاً تجارياً كاملاً كما لا يقوم بذلك بين الصناديق التابعة للقطاع الخاص سوى عدد قليل جداً، والتي تتحمل قدرًا أكبر من المخاطر وتقبل بعوائد أقل مما يقبله المستثمرون الذين يستهدفون مجرد تعظيم الأرباح.<sup>5</sup>

يبين الجدول 1 مبالغ الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر حتى منتصف 2004.<sup>6</sup> ويقدر ما يصل فعلياً من استثمارات مباشرة إلى مؤسسات التمويل الأصغر بنحو 1.2 بليون دولار أمريكي. وهناك نحو 611 مليون دولار أمريكي من الاستثمارات غير المباشرة في صندوق آخر وهي استثمارات تصل حتماً بشكل مباشر إلى مؤسسات التمويل الأصغر من خلال هذا الصندوق وتأتي معظم الاستثمارات المباشرة (وتقدر بنحو 648 مليون دولار أمريكي أو 56 في المائة) من المؤسسات المالية الدولية. وإلى جانب استثماراتهم المباشرة، قام مستثمرون أجانب باستثمار 484 مليون دولار أمريكي أخرى في صناديق استثمار يديرها القطاع الخاص. وبالمثل، قامت الصناديق التابعة للقطاع الخاص باستثمارات مباشرة في مؤسسات التمويل الأصغر واستثمارات غير مباشرة في صناديق خاصة أخرى.

وعلاوة على المبلغ المستثمر بالفعل بشكل مباشر والذي يقدر بنحو 1.2 بليون دولار أمريكي في مؤسسات التمويل الأصغر حتى منتصف 2004، فما هو مقدار التمويل الذي كان متوافراً، أو الذي كان يحتمل توافره قريباً؟ ليس بالإمكان تحديد المبالغ الإضافية المتوفرة مباشرة من المؤسسات المالية الدولية لأن استثمارات التمويل

الأصغر الخاصة بها ترد عادة من موازنتها العامة. وليس من موازنات مخصصة منذ البداية للتمويل الأصغر.

ومع ذلك يمكن عمل تقدير تقريبي للصناديق التابعة للقطاع الخاص. بالإضافة إلى تعبئة رؤوس الأموال من المؤسسات المالية الدولية، تجذب الصناديق الخاصة التمويل من مستثمرين في القطاع الخاص لديهم توجهات اجتماعية ومن المنظمات غير الحكومية، وهيئات مانحة ثنائية وبرامج حكومية لليانصيب. وتقدر المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء مبالغ الإسهامات في الصناديق التابعة للقطاع الخاص من جهات غير تابعة للمنظمات المالية الدولية بما يزيد على 460 مليون دولار أمريكي. وقد بلغت الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة للمؤسسات المالية الدولية 1.13 بليون دولار أمريكي، وبلغ إجمالي الاستثمارات الأجنبية المخصصة للتمويل الأصغر نحو 1.6 بليون دولار أمريكي. وإذا كان قد تم استثمار ما يقرب من 1.2 بليون دولار أمريكي بالفعل من هذا المبلغ في مؤسسات التمويل الأصغر، فإنه يمكن تقدير التمويل المتاح والذي لم يتم تخصيصه في صناديق تابعة للقطاع الخاص بما يزيد على 400 مليون دولار أمريكي.

بالإضافة إلى المبلغ المتوفر بالفعل في منتصف 2004 والذي يقدر بنحو 400 مليون دولار أمريكي، فقد توقع مستثمرون في القطاع الخاص زيادة في رؤوس أموالهم تقدر بنحو 104 ملايين دولار أمريكي على المدى القصير. ومن المتوقع أن تبدأ 5 صناديق جديدة تابعة للقطاع الخاص نشاطها في 2005 بأصول تصل إلى 150 مليون دولار أمريكي. ومن ثم، وصل إجمالي المبالغ المتوقع توافرها من خلال الصناديق التابعة للقطاع الخاص إلى 654 مليون دولار أمريكي على المدى القصير. ومرة أخرى، فمادام ذلك لا يشتمل على أية استثمارات مستقبلية مباشرة لمؤسسات مالية دولية، فمن الممكن أن يزداد المبلغ الإجمالي للاستثمار الأجنبي المخصص للتمويل الأصغر زيادة كبيرة على المدى القريب.

<sup>5</sup> لا تشتمل الدراسة الاستقصائية على بنوك دولية مثل سوسيتيه جنرال (Société Générale) أو سيتي جروب (Citigroup) وغيرهما من البنوك التي لديها استثمارات خارجية في عدد قليل من المؤسسات المالية التي تخدم الفقراء.

<sup>6</sup> البيانات المقدمة من المستثمرين كما هي في 31 ديسمبر / كانون الأول 2003؛ أو 31 مارس / آذار 2004؛ أو 30 يونيو / حزيران 2004.

جدول 1 الاستثمار الأجنبي في التمويل الأصغر، منتصف 2004 (بملايين الدولارات الأمريكية)

جميع المستثمرين	صناديق تابعة للقطاع الخاص	مؤسسات مالية دولية	
1.159	511	648	مباشر: إتاحة الموارد التمويلية إلى مؤسسات التمويل الأصغر المتعاملة مع الأفراد
100%	44%	56%	
611	126	848	غير مباشر: إتاحة الموارد التمويلية إلى صناديق استثمار أخرى. لم يتدفق سوى جزء منها إلى الاستثمار المباشر
100%	21%	79%	
	637	1.132	إجمالي الاستثمارات: لاحظ أن هذا البند يشتمل على عدد مزدوج لأن بعض الاستثمارات المباشرة للصناديق التابعة للقطاع الخاص واردة من مؤسسات مالية دولية وبعض الصناديق الأخرى
	36%	64%	

المصدر: الدراسة الاستقصائية للمستثمرين الأجانب 2004 التي أضطلعت بإجرائها: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء ومركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر (MIX) وهيئة دعم التنمية الذاتية. تعكس الأرقام الإجمالية مجموع ثلاثة أنواع من البيانات: الأموال التي تم إنفاقها، والأموال التي تم تخصيصها دون إنفاقها، وفي حالات قليلة، الحافظة القائمة، ولم يقدم المستثمرون الذين شملتهم هذه الدراسة نماذج متسقة من البيانات.

## كم تبلغ نسبة الاستثمارات الخاصة أو الاستثمارات التجارية الفعلية؟

عند ضم استثمارات المؤسسات المالية الدولية والاستثمارات الحكومية في مجال التمويل الأصغر. نجد أن القطاع العام يقوم بشكل مباشر أو غير مباشر. (على سبيل المثال. من خلال الاستثمار في الصناديق التابعة للقطاع الخاص) بتمويل 75 في المائة على الأقل من إجمالي الاستثمارات الرأسمالية الأجنبية في مجال التمويل الأصغر. ومن إجمالي الاستثمارات الأجنبية المتاحة أو المخصصة لقطاع التمويل الأصغر في منتصف 2004 والتي تبلغ 1.6 بليون دولار أمريكي. أسهمت المؤسسات المالية الدولية التسع المذكورة في سياق هذا التحليل بنحو 1.13 بليون دولار أمريكي. في حين أسهمت برامج اليانصيب الحكومية بنحو 63 مليون دولار أمريكي. وقد وصل هذا التمويل في الأغلب إلى عدد قليل من الصناديق التابعة للقطاع الخاص في أوروبا. وتقوم وكالات إئتمانية حكومية أخرى ومؤسسات للتمويل الإئتماني مثل مؤسسة الكومونولث للتنمية (CDC) وبنك أمريكا الوسطى للتكامل الاقتصادي (CABEI) بتقديم تمويل إضافي يقدر بنحو 50 مليون دولار أمريكي. ويمثل إجمالي التمويل الذي تقدمه تلك المصادر العامة، والذي يبلغ حوالي 1.25 بليون دولار أمريكي. أكثر من 75 في المائة من إجمالي استثمارات رؤوس الأموال الأجنبية في مجال التمويل الأصغر.

بالإضافة إلى الفصل بين التمويل الحكومي والتمويل الخاص. فمن الأهمية بمكان الوقوف على مقدار التمويل الخاص الوارد من مصادر ذات توجهات تجارية (أي تهدف إلى تعظيم الربح). حيث من المرجح أن يبدي المستثمرون الذين يعتبرون التمويل الأصغر نشاطاً استثمارياً مريحاً التزاماً متوازناً بالاستثمار في مجال التمويل الأصغر.

وفي الوقت الحالي. يأتي معظم التمويل الخاص للاستثمار الأجنبي في مجال التمويل الأصغر من مصادر ذات توجه اجتماعي. كالمنظمات الدينية والمنظمات غير الحكومية والأثرياء من الأفراد ذوي التوجهات الاجتماعية. في حين لم يقيم المستثمرون التجاريون الذين يهدفون إلى تعظيم أرباحهم. ومن بينهم المشتغلون بمجال الاستثمار المسؤول اجتماعياً (الذين يسعون إلى تحقيق عوائد من الأسواق وفي الوقت ذاته يقومون باستبعاد قطاعات استثمارية يُتصور أنها غير مرغوب فيها) بالاستثمار في مجال التمويل الأصغر سوى بمبالغ قليلة نسبياً حتى الآن. وعلى أية حال. غالباً ما تكون الموارد التمويلية التي يتم الحصول عليها من مصادر محلية - وخاصة الودائع والقروض التي يتم الحصول عليها من البنوك التجارية - ذات طبيعة تجارية صرفة. وبذلك تكون مضمونة على المدى الطويل بشكل يفوق معظم الاستثمارات الأجنبية التي تتلقاها مؤسسات التمويل الأصغر. يتجلى اتباع معظم البنوك المحلية لمنهج تجارية محضة في الصعوبات التي تواجهها الكثير من مؤسسات التمويل الأصغر الصعوبات في

الاقتراض من تلك البنوك؛ بينما يتحتم على المؤسسات غير الخاضعة للوائح التنظيمية. على وجه الخصوص. التغلب على المتطلبات الكثيرة الخاصة بالضمانات نتيجة لأوضاعها القانونية.

## أين تذهب الاستثمارات الأجنبية؟

تأخذ الاستثمارات الأجنبية في مجال مؤسسات التمويل الأصغر شكل:

- اكتتابات في أسهم رأس المال - يقوم المستثمر بشراء أسهم في مؤسسة التمويل الأصغر. وبالتالي يصبح مساهماً له حق التصويت. وغالباً ما يشغل مقعداً في مجلس الإدارة.
- الدين - يقوم المستثمر بإقراض مؤسسة التمويل الأصغر. ويكون هناك خضوع بموجب القانون بين حين وآخر لمطالبات جهات الإقراض الأخرى أو المودعين الآخرين. وفي هذه الحالة من الممكن أن يتم العمل على أساس أشباه أسهم رأس المال لأغراض تنظيمية؛ أو
- الضمانات - يقوم المستثمر بضمان القروض التي تحصل عليها مؤسسات التمويل الأصغر من البنوك المحلية أو أسواق رأس المال. ويمكن تصنيف المؤسسات التي تتلقى الاستثمارات من تلك التي تتعامل مع الأفراد إلى مجموعتين: حيث تخضع البنوك و"المؤسسات المالية غير المصرفية" لمتطلبات الترخيص واللوائح التنظيمية التي تقتضيها السلطات المصرفية المحلية؛ ويمكنهم استخدام الاكتتابات في أسهم رأس المال والديون والضمانات. في حين لا تتمتع المنظمات غير الحكومية والتعاونيات (بما في ذلك الاتحادات الائتمانية التعاونية) بهيكل قانوني يسمح لها بتلقي استثمارات في الأسهم. لذلك فليس أمامها سوى اللجوء إلى الديون أو الضمانات.<sup>7</sup> ومن بين مؤسسات التمويل الأصغر التي تقوم بالاستثمار والتي رصدتها الدراسة الاستقصائية والبالغ عددها 505 مؤسسات. هناك 166 مؤسسة تخضع للوائح التنظيمية و 196 من المنظمات غير الحكومية والتعاونيات. ولم يرد تقرير بشأن الوضع القانوني لمؤسسات الاستثمار في التمويل الأصغر الباقية التي يبلغ عددها 143 مؤسسة. وذلك على الرغم من أن معظم هذه المؤسسات - ما لم يكن كلها - غير خاضع للوائح تنظيمية. ومن ثم. تشكل مؤسسات التمويل الأصغر الخاضعة للوائح تنظيمية نحو ثلث مؤسسات الاستثمار في التمويل الأصغر التي شملتها الدراسة. وقد انتشرت الاستثمارات الأجنبية في المناطق النامية من العالم. وفي المناطق التي تسير على طريق التحول إلى اقتصاد السوق.

<sup>7</sup> قام مستثمرون أجنبىون باستثمارات عن طريق الاكتتاب في أسهم رأس المال للمساعدة في تحول المنظمات غير الحكومية: حيث يقوم المستثمرون والمنظمات غير الحكومية بتوفير رأس المال لأية شركة جديدة تهدف إلى تحقيق الربح لمواصلة عمليات التمويل الأصغر الخاصة بالمنظمة غير الحكومية. ولكن كمؤسسة تخضع للوائح التنظيمية.

وهناك تركيز مشابه حسب نوع المؤسسة: إذ نجد أن 82 في المائة من الاستثمارات الأجنبية تتجه إلى مؤسسات التمويل الأصغر المرخصة والخاضعة للوائح السلطات المصرفية (انظر شكل 1). ولا يعد ذلك مثيراً للدهشة بشكل خاص. ذلك لأن مؤسسات التمويل الأصغر الخاضعة للوائح التنظيمية تكون أكبر حجماً وأكثر نضجاً وأقل نسبياً من حيث المخاطرة. وتركز مؤسسات الاستثمار في التمويل الأصغر الخاضعة للوائح التنظيمية بالأساس في مؤسسات وبنوك (ProCredit) في أمريكا اللاتينية وأوروبا الشرقية/آسيا الوسطى. كما أن هناك تركيزاً كبيراً للاستثمارات في عدد قليل ومحدد من مؤسسات التمويل الأصغر. فقد استأثرت 10 مؤسسات فقط من بين 505 من مؤسسات التمويل الأصغر بما يبلغ 25 في المائة من إجمالي الاستثمار المباشر. كما تشكل نسبة الاستثمارات التي حصلت عليها 148 مؤسسة من مؤسسات التمويل الأصغر بواقع مليون دولار أمريكي على الأقل لكل منها. في صورة ديون أجنبية أو اكتتابات في رؤوس الأموال أو ضمانات. حوالي 89 في المائة من إجمالي الاستثمارات الأجنبية. وفي حين لا تشكل بنوك (ProCredit) الثمانية عشر إلا 4 في المائة من المؤسسات التي تحصل على الاستثمارات. فقد حصلت على 34 في المائة من إجمالي المبالغ المستثمرة، بما في ذلك ما يصل إلى 60 في المائة

غير أنه كان هناك تركيز كبير في بعض المناطق وعلى أنواع بعض المؤسسات وبعض مؤسسات التمويل الأصغر بعينها. ويبين الجدول رقم 2 أن 87 في المائة من الاستثمارات الأجنبية قد ذهبت إلى أمريكا اللاتينية (بصفة رئيسية من الصناديق التابعة للقطاع الخاص) وأوروبا الشرقية/آسيا الوسطى (بصفة رئيسية من المؤسسات المالية الدولية). ويرجع ذلك إلى أن معظم الاستثمارات تذهب إلى مؤسسات التمويل الأصغر الخاضعة للوائح التنظيمية. والتي يتركز وجودها في هذه المناطق (انظر شكل 1). وقد أتت معظم الاستثمارات الأجنبية على صورة ديون (69 في المائة). بينما كان 24 في المائة منها على صورة اكتتابات في أسهم الشركات. و 8 في المائة فقط على صورة ضمانات لقروض محلية.

إلا أن هناك عدة تفسيرات محتملة لهذا التركيز الواضح للاستثمارات في هاتين المنطقتين. ففي آسيا، كانت مؤسسات التمويل الأصغر تتمتع بالقدرة على الحصول على التمويل من الحكومات وجهات إقراض متعددة الأطراف بأسعار فائدة مدعومة على نحو أسهل من ذلك المتوافر لنظيراتها في مناطق أخرى. وقد نجح عدد كبير من مؤسسات التمويل الأصغر التي تهدف إلى تحقيق الربح في شرق وجنوب آسيا. في الحصول على تمويل من مصادر محلية، بما فيها الودائع والقروض المصرفية. ويفيد بعض المستثمرين الأجانب في أفريقيا أن أموال الجهات المانحة لا تزال تتجه إلى المؤسسات التي تهدف إلى تحقيق الأرباح، بما يحد من طلبها للاستثمارات الأجنبية. وفي غرب أفريقيا، تعد الحاديات الائتمانية والتعاونيات المقدم الأول للتمويل الأصغر. ولا تتيح هيكلها التنظيمية إجراء اكتتابات في أسهم رؤوس الأموال. وتقوم هذه المؤسسات عادةً باستخدام مدخرات الأعضاء لتمويل العمليات الائتمانية.<sup>8</sup>

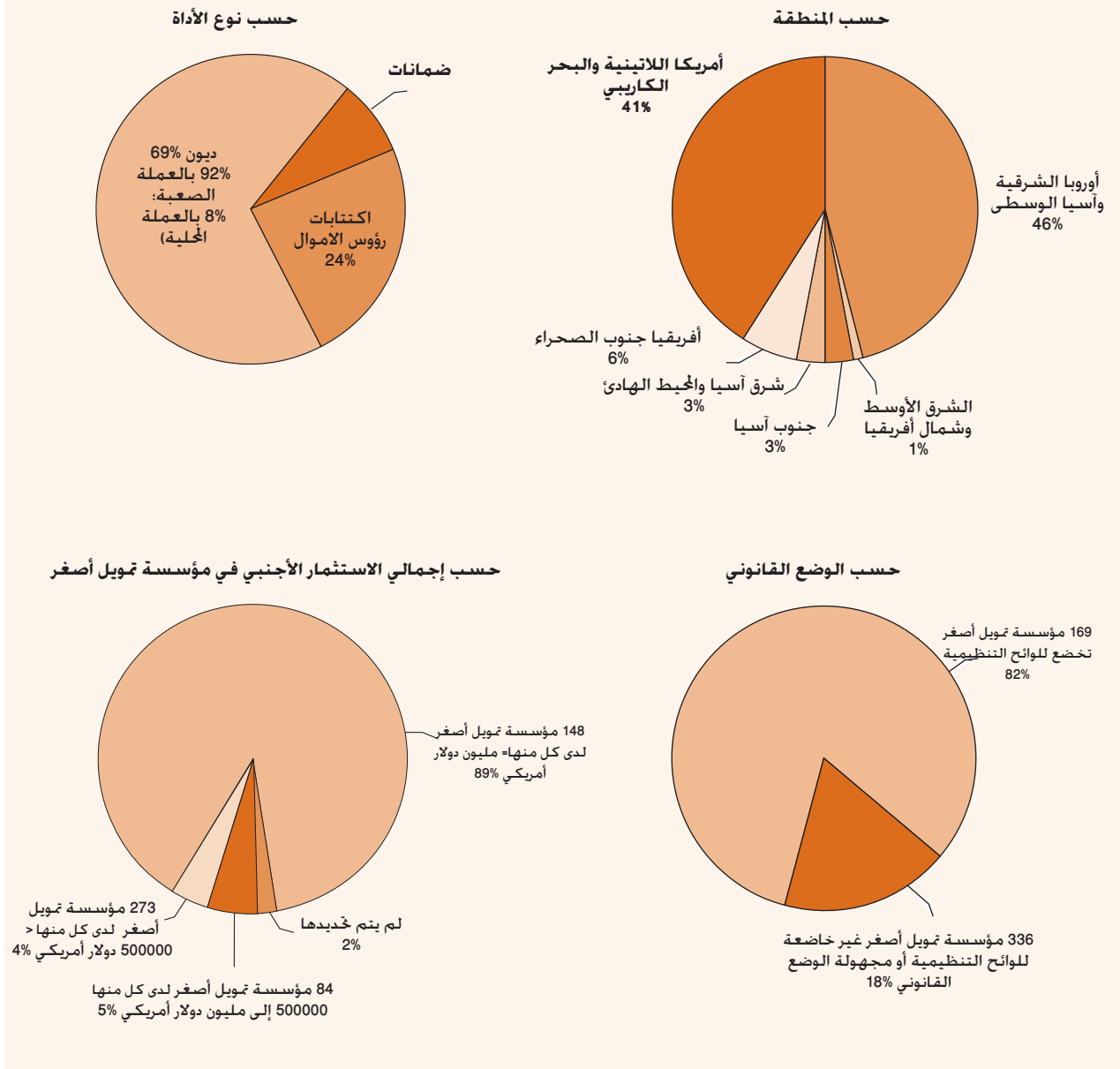
<sup>8</sup> انظر إيفانوري ورايلي. الاستثمار الأجنبي في قطاع التمويل الأصغر: الديون والاكتتابات في رؤوس الأموال من المستثمرين شبه التجاريين. 2004.

جدول 2 الاستثمار الأجنبي المستخدم (بملايين الدولارات الأمريكية، والنسبة المئوية وعدد مؤسسات التمويل الأصغر التي تلقت الاستثمارات، حتى منتصف 2004

كافة المستثمرين		مؤسسات مالية دولية			للقطاع الخاص			المنطقة
عدد المستفيدين	الإجمالي	الضمانات	الديون	المشاركة في الأسهم	الضمانات	الديون	اكتتابات رؤوس الأموال	
89	506	2	2	323	68	39	74	أوروبا الشرقية
18%	46%	3%	3%	71%	0%	14%	46%	آسيا الوسطى
193	447	57	136	13	6	166	69	أمريكا اللاتينية/ البحر الكاريبي (LAC)
38%	41%	76%	29%	78%	78%	59%	43%	
104	62	8	2	6	1	30	15	أفريقيا جنوب الصحراء
21%	6%	11%	0%	6%	10%	11%	9%	
63	36	0	6	6	1	23	2	شرق آسيا/ المحيط الهادي (EAP)
12%	3%	0%	0%	4%	9%	8%	1%	
48	30	1	0	5	0	23	1	جنوب آسيا (SAR)
10%	3%	1%	0%	5%	3%	8%	1%	
8	9	7	0	0	0	2	1	الشرق الأوسط/ شمال أفريقيا (MENA)
2%	1%	9%	0%	0%	0%	1%	0%	
505	1.090	75	467	96	8	283	161	الإجمالي
100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	

المصدر: الدراسة الاستقصائية للمستثمرين الأجانب لعام 2004 والتي اضطلعت بإجرائها المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء ومركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر (MIX) وهيئة دعم التنمية الذاتية. وتقتصر الجهات المتلقية للتمويل على مؤسسات تقدم التمويل الأصغر المتعاملة مع الأفراد من تلك الخاضعة للوائح التنظيمية وغير الخاضعة لها.

شكل 1 حجم الاستثمارات الأجنبية في قطاع التمويل الأصغر. منتصف عام 2004



جدول 3 الاستثمار الأجنبي في مؤسسات ProCredit، حتى منتصف 2004 (بملايين الدولارات الأمريكية ونسبة المئوية)

الإجمالي	المؤسسات المالية الدولية			الصناديق التابعة للقطاع الخاص			النسبة المئوية من الإجمالي
	الإجمالي	ضمانات	ديون	رؤوس الأموال	ضمانات	ديون	
عدد المستفيدين	1858	59.1	0.0	0.0	7.3	92.7	92.7
النسبة المئوية من الإجمالي	34%	6%	44%	61%	0%	3%	58%

المصدر: الدراسة الاستقصائية للمستثمرين الأجانب لعام 2004 والتي قامت بها المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء ومركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر (MIX) وهيئة دعم التنمية الذاتية.

## هل يتنافس المستثمرون الأجانب على مؤسسات التمويل الأصغر للاستثمار بها؟

هناك عدة اقتراحات متفرقة مفادها أن من الصعوبة بمكان بالنسبة للمستثمرين العثور على مؤسسات تمويل أصغر تطابق معايير الاستثمار القياسية الخاصة بهم للتعامل معها. إذ نجد في عدد يثير الدهشة من الحالات في أمريكا اللاتينية، حيث تقوم الصناديق التابعة للقطاع الخاص باستثمار معظم أموالها. أن عدة مستثمرين يضعون استثماراتهم في مؤسسة تمويل أصغر واحدة. فلا نجد من بين المستثمرين الأجانب البالغ عددهم 54 مستثمراً من يوجه استثماراته إلى بنك التضامن (في إكوادور). بينما نجد 15 مستثمراً منهم يوجهون استثماراتهم إلى مؤسسة Confianza (في بيرو). بينما تتوجه استثمارات 11 مستثمراً إلى مؤسسة Fundacin Nieberowski (في نيكاراغوا). وقام 10 مستثمرين بتمويل مؤسسة Caja Los Andes (في بوليفيا) ومؤسسة SFE (في إكوادور).

هل تحصل مؤسسات التمويل الأصغر على التمويل من عدد كبير من المستثمرين نظراً لأن كل صندوق من الصناديق لا يقوم إلا باستثمار مبالغ؟ قد يكون ذلك صحيحاً بالنسبة لمؤسسات التمويل الأصغر التي لديها عدد محدود من المستثمرين.

<sup>9</sup> تعتبر شركة ProCredit القابضة (AG) هي خلف لشركة IMI (Internationale Micro Investition AG)

تقريباً من كافة اكتتابات رؤوس الأموال التي تتيحها الصناديق التابعة للقطاع الخاص. و45 في المائة من إجمالي الديون التي تقدمها المؤسسات المالية الدولية. كما يظهر في جدول 3.<sup>9</sup> وأخيراً. فهناك تركيز ملحوظ في الجهات الموردة للاستثمارات الأجنبية. إذ نجد أن نصف الاستثمارات تقريباً ترد من أربع مؤسسات فقط من المؤسسات المالية الدولية وهي مؤسسة التمويل الدولية (IFC) والبنك الأوروبي للإنشاء والتعمير (EBRD) ووكالة الألمانية للتعمير (KfW) وهيئة ائتمانات التنمية (DCA) التابعة للوكالة الأمريكية للتنمية الدولية (USAID). وإذا أضفنا صندوقين آخرين تابعين للقطاع الخاص - وهما: ProCredit القابضة (AG) وأوكوكريدت Oikocredit - يمكننا القول بأن ثلثي الاستثمارات يتم تقديمها بواسطة 6 مستثمرين فقط من مجموع 54 مستثمراً. وحتى الآن. هيمن على صورة الاستثمار عدد قليل من صناديق الاستثمار الكبرى التي توجه استثماراتها إلى عدد قليل من مؤسسات التمويل الأصغر ذات المخاطر المنخفضة. وهي في الغالب المؤسسات الخاضعة للوائح التنظيمية في أمريكا اللاتينية وأوروبا الشرقية/ آسيا الوسطى.

جدول 4 - مؤسسات التمويل الأصغر التي حصل على تمويل من 8 مستثمرين أجانب أو أكثر. حتى منتصف عام 2004 (بملايين الدولارات الأمريكية)

المؤسسات	54 إجمالي المستثمرين		9 مؤسسات مالية دولية		45 صندوقاً تابعاً للقطاع الخاص	
	العدد	المبلغ المستثمر	العدد	المبلغ المستثمر	العدد	المبلغ المستثمر
بنك التضامن (إكوادور)	15	21.7	0	19.1	0	40.9
Confianza (بيرو)	14	5.8	1	0.3	15	6.1
Fundacin Nieberowski (نيكاراغوا)	11	3.7	0	0	11	3.7
Caja Los Andes (بوليفيا)	5	9.5	5	24.7	10	34.2
SFE (إكوادور)	5	11.6	5	9.5	10	21.1
WWB Cali (كولومبيا)	6	4.8	3	10.13	9	14.8
FFP FIE (بوليفيا)	7	8.1	2	5.9	9	14.0
بنك التضامن (بوليفيا)	5	8.1	3	11.0	8	19.1
Findesa (نيكاراغوا)	7	5.8	1	1.5	8	7.3
Prestanic (نيكاراغوا)	8	1.5	0	0	8	1.5

المصدر: الدراسة الاستقصائية للمستثمرين الأجانب لعام 2004 والتي قامت بها المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء ومركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر (MIX) وهيئة دعم التنمية الذاتية.

ومع ذلك، قد يبدو من درجة تعدد الاستثمارات المبينة بجدول 4 أن عرض الاستثمارات الأجنبية يفوق الطلب عليها من قبل مؤسسات التمويل الأصغر المناسبة - أي مؤسسات التمويل الأصغر التي تستوفي متطلبات المستثمرين فيما يتعلق بالجودة وتوصيف المخاطر. وفي بعض الحالات، نجد مستثمراً واحداً يقوم بتمويل المؤسسة نفسها من خلال عدة قنوات غير مباشرة. على سبيل المثال، تمتلك مؤسسة BIO، وهي مؤسسة مالية دولية تقوم بتمويلها الحكومة البلجيكية، نحو 15 في المائة من مؤسسة Caja Los Andes في بوليفيا، هذا بالإضافة إلى تقديم الديون لمؤسسة التمويل الأصغر. كما تمتلك مؤسسة BIO حصة في أسهم شركة ProCredit القابضة AG، والتي تمتلك بدورها معظم أسهم مؤسسة Caja Los Andes، وإلى جانب ذلك كله، تمتلك مؤسسة BIO، حصة من أسهم مؤسسة Alterfin، التي تمتلك حصة من أسهم مؤسسة SIDI، التي تمتلك حصة من أسهم مؤسسة ProFund، التي لديها استثمارات في Caja Los Andes. كما أن لدى مؤسسة BIO صلة إضافية بمؤسسة Caja Los Andes من خلال استثمارات مؤسسة SIDI في مؤسسة LA-CIF، وتبلغ نسبة ملك مؤسسة BIO المباشرة وغير المباشرة لمؤسسة التمويل الأصغر نحو 20 في المائة.

وعلى نحو مشابه نجد لبعض مؤسسات التمويل الدولية الأخرى مثل الوكالة الألمانية للتعمير ومؤسسة التمويل الدولية استثمارات متداخلة. ولا يشارك المستثمرون العشرة الذين يملكون أسهم مؤسسة Caja Los Andes والمستثمرون الواحد والعشرون الذين يملكون أسهم بنك التضامن في المخاطر حسب المبالغ النسبية لاستثماراتهم المباشرة. على سبيل المثال، إلى جانب القروض المباشرة لمؤسسة التمويل الدولية إلى المؤسسات، نجد لها مشاركة غير مباشرة من خلال صندوقين خاصين. وهما مؤسسة أكسيون (ACCIÓN) للاستثمار في مؤسسة (AIM) للتمويل الأصغر ومؤسسة ProFund.

ونظراً إلى هذه الصورة المتداخلة، فإن بعض عمليات الاندماج التي حدثت حتماً بين المستثمرين تكون أمراً منطقياً.

والمع ذلك، قد يبدو من درجة تعدد الاستثمارات المبينة بجدول 4 أن عرض الاستثمارات الأجنبية يفوق الطلب عليها من قبل مؤسسات التمويل الأصغر المناسبة - أي مؤسسات التمويل الأصغر التي تستوفي متطلبات المستثمرين فيما يتعلق بالجودة وتوصيف المخاطر. وفي بعض الحالات، نجد مستثمراً واحداً يقوم بتمويل المؤسسة نفسها من خلال عدة قنوات غير مباشرة. على سبيل المثال، تمتلك مؤسسة BIO، وهي مؤسسة مالية دولية تقوم بتمويلها الحكومة البلجيكية، نحو 15 في المائة من مؤسسة Caja Los Andes في بوليفيا، هذا بالإضافة إلى تقديم الديون لمؤسسة التمويل الأصغر. كما تمتلك مؤسسة BIO حصة في أسهم شركة ProCredit القابضة AG، والتي تمتلك بدورها معظم أسهم مؤسسة Caja Los Andes، وإلى جانب ذلك كله، تمتلك مؤسسة BIO، حصة من أسهم مؤسسة Alterfin، التي تمتلك حصة من أسهم مؤسسة SIDI، التي تمتلك حصة من أسهم مؤسسة ProFund، التي لديها استثمارات في Caja Los Andes. كما أن لدى مؤسسة BIO صلة إضافية بمؤسسة Caja Los Andes من خلال استثمارات مؤسسة SIDI في مؤسسة LA-CIF، وتبلغ نسبة ملك مؤسسة BIO المباشرة وغير المباشرة لمؤسسة التمويل الأصغر نحو 20 في المائة.

وعلى نحو مشابه نجد لبعض مؤسسات التمويل الدولية الأخرى مثل الوكالة الألمانية للتعمير ومؤسسة التمويل الدولية استثمارات متداخلة. ولا يشارك المستثمرون العشرة الذين يملكون أسهم مؤسسة Caja Los Andes والمستثمرون الواحد والعشرون الذين يملكون أسهم بنك التضامن في المخاطر حسب المبالغ النسبية لاستثماراتهم المباشرة. على سبيل المثال، إلى جانب القروض المباشرة لمؤسسة التمويل الدولية إلى المؤسسات، نجد لها مشاركة غير مباشرة من خلال صندوقين خاصين. وهما مؤسسة أكسيون (ACCIÓN) للاستثمار في مؤسسة (AIM) للتمويل الأصغر ومؤسسة ProFund.

ونظراً إلى هذه الصورة المتداخلة، فإن بعض عمليات الاندماج التي حدثت حتماً بين المستثمرين تكون أمراً منطقياً.

## الطلب النسبي: التمويل المحلي في مقابل التمويل الأجنبي

كما يظهر في الشكل 1، تتجه معظم الاستثمارات الأجنبية التي تأتي على صورة ديون إلى مؤسسات التمويل الأصغر المرخصة التي تخضع للوائح التنظيمية التي تقرها السلطات المصرفية. وقد خلصت الدراسة الاستقصائية والتي أجرتها المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء ومركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر (MIX) حول احتياجات التمويل إلى أن مؤسسات التمويل الأصغر

10 تقرير وكالة Fitch للتصنيف الائتماني بشأن مؤسسة (28 IMI AG)، سبتمبر، أيلول 2004.  
11 شاودري وسيلفا، محرران. تبسيط مؤسسات وأسواق التمويل الأصغر التنافسية: أفكار ودراسات حالات من أمريكا اللاتينية، 2004.



ومع ذلك لا تعد مؤسسات التمويل الأصغر التي تسعى للحصول على الديون الأجنبية سوقاً أسيرة: إذ يشير المقرضون الأجانب إلى أن مؤسسات التمويل الأصغر أصبحت تلجأ بشكل متزايد إلى التسوق للعثور على من يقرضها بأقل سعر ممكن على الفائدة.

**طلب غير مستقر على الاكتتابات في أسهم رؤوس الأموال**  
ستواصل مؤسسات التمويل الأصغر الخاضعة للوائح التنظيمية سعيها للحصول على مزيد من الديون بشكل يفوق سعيها للاكتتاب في أسهم رؤوس الأموال القادمة من المصادر الأجنبية. وغالباً ما تكون لدى هذه المؤسسات مستويات مرتفعة من أسهم رأس المال. وبالتالي تكون رغبتها في زيادة الالتزامات أكبر من رغبتها في زيادة نسبة الاكتتابات في أسهم رؤوس الأموال. وعلى الرغم من أن معظم البلدان تسمح لهذه المؤسسات بالحفاظ على نسب للديون إلى حقوق الملكية تتراوح بين 5.0x و 8.0x. فإن معظم مؤسسات التمويل الأصغر الخاضعة للوائح التنظيمية لديها مستويات أقل من المديونية. وتبلغ نسبة الديون إلى حقوق الملكية لدى المؤسسات المالية غير البنكية التي تتبع نشرة الأعمال المصرفية البالغة الصغر (MicroBanking Bulletin) 2.9 × (2.9 - إلى 1) في المتوسط. في حين خافض البنوك المتخصصة في مجال التمويل الأصغر على نسبة تبلغ 5.6x في المتوسط.<sup>14</sup>  
وقد كشف تقرير صدر مؤخراً عن مجلس صناديق الاستثمار في أسهم رؤوس الأموال في قطاع التمويل الأصغر (CMEF) أن

<sup>12</sup> أيزكوبورو، وكالة Fitch للتصنيف الائتماني - بيرو. "El Fondo de las Instituciones de Microfinanzas: Oportunidades y Desafíos". عرض تم تقديمه أمام منتدى بنك التنمية للبلدان الأمريكية (IADB)، كارتاخينا، كولومبيا، سبتمبر/أيلول 2004.  
<sup>13</sup> تحليل 1997-2003 بيانات MicroRate.  
<sup>14</sup> العدد التاسع من نشرة MicroBanking (2003)

مقارنة بما نسبته 8 في المائة لبنك (Mibanco)، أكبر مؤسسات التمويل الأصغر.<sup>12</sup> وقد انخفض ناخ الحافظة الخاص بحوافظ قروض 11 مؤسسة تمويل أصغر من 46 في المائة إلى 37 في المائة (أي بانخفاض قدره 20 في المائة) في الفترة بين عامي 1997 و 2003، ويعزى ذلك جزئياً إلى المنافسة. ومن الممكن أن يكون انخفاض العائدات قد أسهم في تحول مؤسسات التمويل الأصغر إلى التمويل عن طريق الودائع. وهو ما يُعتبر أقل تكلفة من الدين. كما يُعتقد أن الرغبة في تجنب الاقتراض بالعملية الصعبة قد أسهم بدوره في حدوث هذا التحول. وقد نمت وديع مؤسسات التمويل الأصغر من 40 في المائة من إجمالي رأس المال في عام 1997 لتصل إلى 62 في المائة في عام 2003.<sup>13</sup>

وتقتصر مؤسسات التمويل الأصغر في بيرو مقداراً أكبر من رؤوس الأموال من صناديق التمويل الأصغر الخاصة بشكل يفوق مؤسسات التمويل الأصغر في أي بلد آخر؛ وتأتي بيرو في المرتبة الثالثة من حيث الحجم الإجمالي للاستثمار الأجنبي في قطاع التمويل الأصغر عن طريق الديون والاكتتابات في أسهم رؤوس الأموال والضمانات. كما أن التحول في أفضليات الاقتراض لدى مؤسسات التمويل الأصغر في بيرو إلى استخدام الودائع المحلية قد يعني أن المستثمرين الأجانب سيقدّمون حصة أصغر حجماً من سوق التمويل في هذا البلد.

كما أن التحول في أفضليات الاقتراض لدى مؤسسات التمويل الأصغر في بيرو إلى استخدام الودائع المحلية قد يعني أن المستثمرين الأجانب سيقدّمون حصة أصغر حجماً من سوق التمويل في هذا البلد. ومع ذلك، بينت الدراسة الاستقصائية التي أجرتها المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء ومركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر (MIX) أن مؤسسات التمويل الأصغر بنوعها، الخاضعة للوائح التنظيمية وغير الخاضعة لها، تواصل سعيها للحصول على الديون الأجنبية لأسباب متنوعة. كما يظهر في جدول 5.

جدول 5 لماذا تسعى مؤسسات التمويل الأصغر والمؤسسات التعاونية للحصول على استثمارات أجنبية

نسبة المؤسسات المستجيبة التي ترى أن هذا العامل "غاية في الأهمية" أو "مهم جداً"		العامل المحفز للحصول على الاستثمارات الأجنبية
36 مؤسسة تمويل أصغر خاضعة للوائح التنظيمية	112 مؤسسة تمويل أصغر ومؤسسة تعاونية غير خاضعة للوائح التنظيمية	
86%	78%	أسعار فائدة أقل
69%	72%	ضمانات أسهل أو بمبالغ أقل
69%	66%	رغبة المستثمر في التفاوض
61%	66%	مدة الاستحقاق (مدة القرض)
56%	65%	سرعة الدفع
56%	60%	القدرة على جذب مزيد من المقرضين والمستثمرين
44%	56%	مجموعة أفضل من المنتجات
32%	54%	المساندة الفنية المتاحة مع رأس المال الأجنبي
31%	40%	المكانة والتقدير

المصدر: الدراسة الاستقصائية لحاجات التمويل بمؤسسات التمويل الأصغر، والتي أجرتها المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء ومركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر (MIX) 2004.

من مؤسسات التمويل الأصغر العاملة التي تصل أعدادها إلى عدة آلاف. لا يوجد سوى 115 مؤسسة مرشحة للاكتتاب الأجنبي في أسهم رؤوس الأموال. وذلك بالنظر إلى حجمها ووضعها القانوني وربحيتها.<sup>15</sup> ومن المحتمل أن يكون طلب العديد من تلك المؤسسات على هذا النوع من الاستثمار طلباً محدوداً؛ إذ أشارت مؤسسات التمويل الأصغر الست والعشرون التي لديها استثمارات أجنبية في أسهم رؤوس الأموال والتي شاركت في الدراسة الاستقصائية التي أجرتها المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء ونتائج أبحاث أخرى بأن مؤسسات التمويل الأصغر هذه الخاضعة للوائح التنظيمية تسعى بشكل متزايد من أجل الحصول على ودائع محلية لتمويل التزاماتها، وهو ما لا يدع إلا دوراً محدوداً للاستثمار الأجنبي عن طريق الديون. فضلاً عن ذلك، ومع تنامي إدراك مخاطر الاقتراض بالعملة الأجنبية، تفكر مؤسسات التمويل الأصغر هذه بعناية شديدة قبل الحصول على مزيد من القروض بالعملة الصعبة.

### الديون الأجنبية ومخاطر العملة

يتم تقويم معظم قروض مؤسسات التمويل الأصغر وأصولها بالعملة المحلية. وفي حالة قيام مؤسسات التمويل الأصغر بتمويل هذه الأصول عن طريق الاقتراض بالعملة الأجنبية، فإنها تكون بذلك قد عرضت نفسها لمخاطر النقد الأجنبي. لنفترض، على سبيل المثال، أن إحدى مؤسسات التمويل الأصغر تقترض باليورو وتستخدم هذه الأموال لتمويل قروض أصغر بالعملة المحلية عند سعر صرف معين. وإذا انخفض سعر العملة المحلية فيما بعد في مقابل اليورو، فلن يؤدي تحصيل الديون الصغرى إلى توفير ما يكفي لسداد قرض العملة الأجنبية. وظاهرياً، قد يبدو القرض الأجنبي الذي ينقص سعر الفائدة الاسمي له عن نظيره بالعملة المحلية. أفضل من حيث التكلفة، إلا أنه أكثر تكلفةً من حيث القيمة الحقيقية، لذا تحتاج مؤسسات التمويل الأصغر للموازنة بين سعر الفائدة الذي يزعم أنه منخفض وبين الخسائر المحتملة للتغير المناوئ في أسعار صرف العملة الأجنبية.<sup>19</sup>

إذ إن قيمة العملات المحلية في العديد من البلدان النامية تنخفض أكثر مما ترتفع، وقد أشارت نتائج دراسة أجريت في 23 بلداً لديها أسواق تمويل أصغر عاملة في خمس قارات إلى أن نسبة التراجع المركب السنوي لقيمة العملة المحلية أمام الدولار الأمريكي بلغت 8.8 في المائة في المتوسط. كما بينت نتائج الدراسة أنه في 22 من تلك البلدان تراجع قيمة العملة المحلية لثلاث سنوات على الأقل من مجموع السنوات الخمس التي شملها التحليل.<sup>20</sup>

من بين مؤسسات التمويل الأصغر العاملة التي تصل أعدادها إلى عدة آلاف. لا يوجد سوى 115 مؤسسة مرشحة للاكتتاب الأجنبي في أسهم رؤوس الأموال. وذلك بالنظر إلى حجمها ووضعها القانوني وربحيتها.<sup>15</sup> ومن المحتمل أن يكون طلب العديد من تلك المؤسسات على هذا النوع من الاستثمار طلباً محدوداً؛ إذ أشارت مؤسسات التمويل الأصغر الست والعشرون التي لديها استثمارات أجنبية في أسهم رؤوس الأموال والتي شاركت في الدراسة الاستقصائية التي أجرتها المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء/مركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر (CGAP-MIX) بشأن احتياجات التمويل، إلى أنها ترغب، في المتوسط، في وجود مستثمرين أجانب يملكون 48 في المائة من أسهمها مقارنة بالنسبة التي يملكها هؤلاء المستثمرون في الوقت الحالي والتي تبلغ 45 في المائة، وهو ما يشكل زيادة بسيطة. وقد قام صندوق استثمار أسهم رؤوس الأموال في قطاع التمويل الأصغر (CMEF) بإجراء مقابلات مع ثمانية مديري عامين من مديري مؤسسات التمويل الأصغر الرئيسية الخاضعة للوائح التنظيمية، حيث أعرب سبعة منهم عن عدم حاجتهم لزيادة الاكتتابات في أسهم رؤوس الأموال على مدى فترة ثلاثة إلى خمسة أعوام. وأشار هؤلاء المديرون إلى تفضيل استخدام الودائع أو الأرباح لتمويل النمو.<sup>16</sup> وقد أكدت جهات الاستثمار التي تتيح فرص الاستثمار عن طريق الديون والاكتتابات في أسهم رؤوس الأموال لمؤسسات التمويل الأصغر، كمؤسسة التمويل الدولية، على هذا التفضيل.<sup>17</sup>

وتتفوق مؤسسات التمويل الأصغر غير الخاضعة للوائح التنظيمية على تلك التي تخضع لها من حيث العدد، ولكنها أصغر منها بشكل ملحوظ وذلك من حيث حجم الأصول المملوكة لكل منها. إذ إنها غير منظمة بحيث تستوعب الاستثمار عن طريق الاكتتابات في أسهم رؤوس الأموال. وبالتالي فإنها تسعى في الغالب للحصول على فرص استثمار أجنبي عن طريق الديون بشكل يفوق سعي نظيراتها التي تخضع للوائح التنظيمية، والتي يمكنها الاقتراض بسهولة من البنوك المحلية. وحصل المنظمات غير الحكومية على التمويل بشكل أساسي عن طريق المنح ويحظر عليها بوجه عام الحصول على أموال الادخار العام، إذ لا تشملها هياكلها القانونية على ملاك يمكن للبنوك مقاضاتهم في حالات التخلف عن الوفاء بالالتزامات. ولذلك يقل عدد البنوك المحلية التي تقوم بإقراض تلك المؤسسات التي تتخطى نسبة ديونها إلى حقوق ملكيتها 1.0 × (أو 1 إلى 1)، كما يطلب معظمها رهناً على الممتلكات كضمان للقروض.<sup>18</sup> وبذلك يصبح للمقرضين الأجانب جاذبية بالنسبة لهذه المؤسسات في حالة قبولهم إقراض مؤسسات التمويل الأصغر هذه التي تزيد نسبة ديونها إلى حقوق ملكيتها على 1.0 × وقبول ضمانات أقل إرهافاً من تلك التي تطلبها البنوك المحلية.

وبوجه عام، قد يكون لدى مؤسسات التمويل الأصغر والمؤسسات التعاونية غير الخاضعة للوائح التنظيمية اهتمام أكبر نسبياً في الحصول على الاستثمارات الأجنبية عن طريق الديون بشكل يفوق المؤسسات الخاضعة للوائح التنظيمية والبالغ عددها 166 مؤسسة والتي تلقت الجانب الأكبر من الاستثمارات الأجنبية عن طريق الديون

<sup>15</sup> كاديراس وراين. خصائص الاستثمار في أسهم رؤوس الأموال في قطاع التمويل الأصغر. 2004.

<sup>16</sup> كاديراس وراين. ص 25.

<sup>17</sup> مقابلة مع س. أفتاب أحمد، مدير أول، قطاع التمويل الأصغر، مؤسسة التمويل الدولية.

<sup>18</sup> الدراسة الاستقصائية لاحتياجات التمويل، والتي أجرتها المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء ومركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر (MIX) في عام 2004.

<sup>19</sup> من شأن عدم توافق أسعار العملات أن يؤدي إلى حدوث مخاطر العملة الأجنبية، فعلى سبيل المثال، قد يتسبب قرض باليورو لمؤسسة من مؤسسات التمويل الأصغر في بوليفيا (ذات الاقتصاد متحول إلى استخدام الدولار) في حدوث مخاطر النقد الأجنبي حتى في حالة كون الدولار الأمريكي واليورو عملتين صعبتين.

<sup>20</sup> كافازوس وأبرامز ومايلز، إدارة مخاطر النقد الأجنبي في قطاع التمويل الأصغر، لعام 2004.

بلغت نسبة الافتراض بالعملية الصعبة 92 في المائة من الديون التي حصلت عليها مؤسسات التمويل الأصغر.<sup>21</sup> ولكن هل تدرك مؤسسات التمويل الأصغر مخاطر النقد وتقوم بالتصرف إزاءها عندما تقوم بالافتراض بالعملية الصعبة؟ على الرغم من ذلك كله، لا يندر حدوث انخفاض ملحوظ في قيمة العملة. كما حدث مع البيسو في الجمهورية الدومينيكية حيث انخفضت قيمته بنسبة 40 في المائة في مقابل الدولار الأمريكي في عام 2003. وتشير الشواهد المتفرقة إلى أن بعض مؤسسات التمويل الأصغر لا تفتن لهذه القضية. بل من الواضح أن نتائج الدراسة الاستقصائية حول مؤسسات التمويل الأصغر تتفق مع هذا الانطباع. وتركز مؤسسات التمويل الأصغر التي تحصل على ديون أجنبية بشكل كبير على المزايا الظاهرة لسعر الفائدة (انظر جدول 5). ومن بين مؤسسات التمويل الأصغر التي شملتها الدراسة والتي تحصل على قروض أجنبية وعددها 105 مؤسسات، لم تتمكن سوى 25 مؤسسة فقط من التحوط ضد مخاطر العملة الأجنبية بالكامل. وقد أشارت المؤسسات التي لم تتحوط ضد المخاطر بالكامل إلى أنها لم "[تُعِر] الأمر اهتماماً". أو أن ذلك لم يكن متاحاً أو كان ذا تكاليف مرتفعة. وفي معظم الدول النامية، لا تتوافر آليات كافية للتحوط ضد المخاطر أو تكون مرتفعة التكاليف إلى حد كبير. وهو ما من شأنه أن يزيد من قوة حافز مؤسسات التمويل الأصغر للاقتراض من مصادر محلية بدلاً من المصادر الأجنبية.

ولا تحتاج الالتزامات بالعملية الأجنبية على الدوام إلى التغطية في سوق العملة. إذ يمكن تغطيتها بواسطة الأصول. ومن ذلك على سبيل المثال، الاستثمارات السائلة الموقّمة بالعملية الصعبة. ويمكن تقبل مستوى معين من التعرض لمخاطر العملة إذا كان بسيطاً بالنسبة لحقوق رأس مال مؤسسة التمويل الأصغر. وغالباً لا تسمح اللوائح المصرفية للبنوك إلا بترك فجوة محدودة في النقد الأجنبي. كما توصي بعض الإرشادات العامة الخاصة بمؤسسات التمويل الأصغر باتباع قدر مائل من الحرص.<sup>22</sup>

### الخلاصة: الدروس العملية

تطرح نتائج الدراسة الاستقصائية التي أجرتها المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء بعض الأسئلة للمستقبل. ويوحى عدد المستثمرين الأجانب في حد ذاته وتداخل استثماراتهم وتركزها في قطاعات وأماكن بعينها بأن عددهم في الوقت الحالي يفوق ما تتطلبه حاجة مؤسسات التمويل الأصغر المؤهلة التي يتم الاستثمار فيها. وإلى حد ما، يرتبط هذا التهاوت بالانخفاض النسبي في درجة المخاطر التي يتحملها معظم المستثمرين. فكلما قل مقدار المخاطر التي يمكن للمستثمرين قبولها، قل عدد مؤسسات التمويل الأصغر التي تعتبر هدفاً مكناً للاستثمار. وهنا تبرز ثلاث توصيات عملية من البيانات المذكورة آنفاً.

1. سيضيف المستثمرون الأجانب قيمة أكبر إلى السوق إذا ما قبلوا قدرًا أكبر من المخاطرة. وهو ما يعني العمل مع مؤسسات تمويل أصغر تتمتع بقدر أقل من الاستقرار. ولا تهدف هذه الدراسة إلى توجيه النقد إلى حفظ معظم المستثمرين الأجانب. إذ تقتضي مهمتهم ومصادر التمويل الخاصة بهم ألا يقبلوا سوى نسبة صغيرة من المخاطرة تختلف عن تلك التي تقبلها الجهات المانحة التقليدية. ولا بد لهم من التركيز على إجمالي عائدات الاستثمار. كما أن عليهم الابتعاد قدر الإمكان عن معايير المخاطر أو العائدات التجارية. وإلى جانب ذلك، يجب عليهم تخفيض نفقات أبحاث ما قبل الاستثمار قدر الإمكان. وزيادة معدل حجم الاستثمار. ومع ذلك، فكلما ازدادت القيود على صناديق الاستثمار فيما يتعلق بهذه المتغيرات، ازدادت احتمالات تركيز استثماراتها فقط في مؤسسات التمويل الأصغر التي تتمتع بأفضل قدرة على اجتذاب التمويل من مصادر أخرى. وعندما يحدث ذلك، فإن المستثمر الأجنبي قد يحل محل جهات تمويل أخرى. وخاصة جهات التمويل المحلية التي لا تتسبب في حدوث مخاطر النقد الأجنبي. ومن بينها الودائع المحلية على وجه الخصوص، والتي يمكن الاعتماد عليها ليس فقط كمصدر للتمويل ولكن كخدمة ذات قيمة كبيرة للفقراء من عملاء مؤسسات التمويل الأصغر.

وبقدر ما تسمح به مصادر التمويل لدى المستثمر وما يسمح به نظامه الأساسي وإستراتيجيته الاستثمارية من تمويل مؤسسات التمويل الأصغر الأقل استقراراً (بما فيها المؤسسات التي لم تحصل على الترخيص بعد)، وبقدر قبول قدر أكبر من المخاطرة، وإنفاق مبالغ أكبر على دفعات صغيرة، بقدر ما يكون هذا المستثمر في وضع أفضل لإضافة القيمة إلى السوق. والعمل مع مؤسسات التمويل الأصغر حيث يشكل التمويل الاستثماري عنق الزجاجة الحقيقي إلى تحقيق النمو. وبوجه عام لا تتقبل الصناديق التابعة للقطاع الخاص التي يمولها مستثمرون يهدفون إلى تعظيم الأرباح سوى قدرًا أقل من المخاطرة كما تنتظر الحصول على قدر من العائدات أكبر من الذي تنتظره المؤسسات المالية الدولية أو الصناديق الممولة من مصادر عامة. ومن ثم، تكون المؤسسات المالية الدولية والصناديق التابعة للقطاع الخاص ذات رؤوس الأموال المدفوعة اجتماعياً في وضع أفضل للاستثمار في مؤسسات التمويل الأصغر التي يكتنف الاستثمار بها قدر أكبر من المخاطرة.

<sup>21</sup> دراسة استقصائية للمستثمرين الأجانب في عام 2004 قامت بإجرائها: المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء ومركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر (MIX) وهيئة دعم التنمية الذاتية.

<sup>22</sup> تبلغ النسبة الموصى بوجودها بين الأصول بالعملية الأجنبية والالتزامات بين 0.9 إلى 1.1. انظر كافازوس وأبرامز ومايلز، ص 14. وشنايدر - موريتو، أداة وضع سياسة لإدارة المخاطر المالية، لعام 2005، ص 21؛ وانظر أيضاً فينرستون وليتلبيلد ومواجي، مخاطر أسعار صرف العملة الأجنبية في قطاع التمويل الأصغر، مزعم صدره عام 2005.

وقد نجح عدد قليل من الصناديق التابعة للقطاع الخاص في التركيز على مؤسسات التمويل الأصغر والمؤسسات التعاونية غير الخاضعة للوائح التنظيمية. وقد قامت مؤسسة أويكوكريدت (Oikocredit)، من خلال شبكة لها مقر في 11 مكتباً إقليمياً، بتمويل 140 مؤسسة تقدم التمويل الأصغر للأفراد، وكان معظمها تقريباً غير خاضع للوائح التنظيمية أو من المؤسسات التعاونية.<sup>23</sup> وقد قدمت مجموعة Rabobank قروضاً تزيد قيمة متوسط الواحد منها قليلاً على 100 ألف دولار أمريكي وذلك إلى 84 مؤسسة، وهو أقل بكثير من متوسط حجم القروض (1.6 مليون دولار أمريكي للقروض الواحد) التي منحها كافة المستثمرون الأجانب في قطاع التمويل الأصغر إلى مقدمي التمويل الأصغر.

2. ويجب مساعدة مؤسسات التمويل الأصغر الخاضعة للوائح التنظيمية لتمكين من الحصول على مزيد من التمويل المحلي.

وتركز مؤسسات التمويل الأصغر الخاضعة للوائح التنظيمية بشكل متزايد على مصادر التمويل المحلية. فللتمويل المحلي ميزتان على الأقل. الميزة الأولى هو أنه لا يتسبب عادةً في تعريض مؤسسات التمويل الأصغر لمخاطر النقد الأجنبي. والميزة الثانية وهي الأهم هو أن التمويل عن طريق الودائع المحلية أو الديون أو الاكتتابات في أسهم رؤوس الأموال قد تأتي غالباً من مصادر ذات دوافع تجارية. وهو ما يعني أن هذا التمويل سيكون متوافراً بمبالغ أكبر. وعلى أساس دائم بشكل يفوق التمويل الذي توفره المصادر الخارجية ذات الدوافع الاجتماعية.

ويحل المستثمرون الأجانب في بعض الأحيان محل مصادر التمويل المحلي. غير أنه يمكن لهم كذلك مساعدة مؤسسات التمويل الأصغر على الوصول إلى رؤوس الأموال المحلية بعدة طرق. وأولى هذه الطرق وأكثرها وضوحاً هي أن بمقدور المستثمر الأجنبي منح ضمانات للبنوك المحلية أو من يشترطون السندات وهو ما يقلل من المخاطر التي قد يتعرضون لها وبذلك تزداد رغبتهم في إقراض مؤسسات التمويل الأصغر. يرجى ملاحظة أنه حتى منتصف عام 2004، لم تكن هناك ضمانات إلا لنسبة 8 في المائة فقط من الاستثمار الأجنبي. ويمكن أن يكون للضمانات ميزة تتمثل في توطيد العلاقة بين مؤسسات التمويل الأصغر وجهة الإقراض المحلية. وقد تستمر هذه الضمانات حتى في حالة عدم الحاجة إلى الضمانات الأجنبية أو في حالة عدم توافرها. ومن بين عيوب هذه الضمانات هو أنها تسمح عادة بمضاعفة تكاليف التقييم الذي يتم إجراؤه قبل الاستثمار. إذ تقوم كل من جهة الإقراض المحلية وجهة الضمان الأجنبية بتقييم المخاطر المتعلقة بقرض مضمون.

ثانياً، يمكن أن تساهم مشاركة المستثمر الأجنبي في بعض الأحيان في تعزيز مصداقية مؤسسة التمويل الأصغر لدى مصادر التمويل المحلية. وقد أشار ثلث مؤسسات التمويل الأصغر المشاركة في الدراسة إلى أن "المكانة أو السمعة" من أهم ميزات الاستثمار الأجنبي.

ثالثاً، يمكن للاستثمار الأجنبي عن طريق الاكتتابات في أسهم رؤوس الأموال أن يساعد مؤسسات التمويل الأصغر على استقطاب قدر أكبر من الديون في الأسواق المحلية. وتعد نسبة الديون إلى حقوق الملكية في أية مؤسسة من مؤسسات التمويل الأصغر مؤشراً مهماً للوقوف على درجة المخاطر المتوقعة. وبالنسبة لمؤسسات التمويل الأصغر غير الخاضعة للوائح التنظيمية، فإنه نادراً ما ترغب البنوك المحلية في تقديم قروض لمؤسسة تزيد نسبة الديون في ميزانيتها العامة على نسبة حقوق الملكية: إذ إنه في حالة تساوى نسبة الديون إلى حقوق الملكية (واحد إلى واحد) فمن الممكن أن تتعرض تلك المؤسسة لفقدان نصف أصولها. إلا أنه لا يزال لديها ما يكفي لسداد مديونياتها. وتواجه مؤسسات التمويل الأصغر الخاضعة للوائح التنظيمية بدورها بعض القيود القانونية المتعلقة بمقدار الديون التي يمكن الحصول عليها، والتي تبلغ عادةً 4 إلى 1. وحتى 20 إلى 1.

وفي حالة ما إذا كانت مؤسسة التمويل الأصغر تقترب من الحد المسموح به من الديون المحلية مقارنة بنسبة حقوق ملكيتها: حينئذ يمكن للاستثمار الأجنبي في أسهم رؤوس الأموال السماح لمؤسسة التمويل الأصغر بالحصول على مزيد من الديون المحلية.

وأخيراً، يمكن أن تلعب المساندة الفنية الأجنبية دوراً في مساعدة مؤسسة التمويل الأصغر المعنية في معرفة كيفية إدارة أموال الودائع أو كيفية هيكله وبيع ما طرحه من سندات. (لا يتطلب هذا النوع من المساندة أن يقوم مقدم المساندة بالاستثمار في مؤسسة التمويل الأصغر)

3. هناك حاجة لأن ينتبه المستثمرون ومؤسسات التمويل الأصغر على حد سواء لمخاطر النقد الأجنبي التي ترتبط بقرض العملة الصعبة.

قد تمثل القروض الأجنبية المقومة بالعملة الصعبة قضية أكثر خطورة بالنسبة لمؤسسات التمويل الأصغر غير الخاضعة للوائح التنظيمية بشكل يفوق ما تمثله من أهمية بالنسبة لنظيراتها الخاضعة للوائح التنظيمية. لأن الأخيرة تحكمها القيود القانونية فيما يتعلق بالتعرض لمخاطر النقد الأجنبي. غير أنه ينبغي أن تكون كافة مؤسسات التمويل الأصغر والمستثمرون الذين يقدمون التمويل لها، على وعي بهذه المخاطر وأن يقوموا بإدراجها بحرص وحوط. بدلاً من التركيز على وجه الحصر على ميزة السعر الظاهر لقرض العملة الصعبة.

<sup>23</sup> لا تشمل دراسات المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء على أية تحقيقات جوهرية لعمليات الاستثمار الفردية. ومع ذلك، وبوجه عام، يجب دراسة الاستثمار الخارجي في المدخرات وتعاونيات القروض بزياد من الحذر. وتوحي الخبرة المستقاة من دعم الجهات المانحة لتلك التعاونيات بأن التمويل الخارجي فيما يبدو يقوض نظام الإدارة العامة الجيد لأنه يقلل من توجه المؤسسة التعاونية إلى الإيداع ويزيد من سيطرة الجهات المقرضة. إذ يكون المدخرون في الغالب أكثر حرصاً على السلامة المالية للمؤسسة التعاونية من المقرضين. ويتبع المجلس العالمي للإقراض الائتمانية سياسة تنطوي على عدم تشجيع هذا التمويل الخارجي.

ولا يقتصر إسهام المستثمرين الأجانب على التمويل: فقد قدموا في بعض الحالات مهارات مهمة وأضافوا مزيداً من الانضباط والشفافية لنظام الإدارة العامة في مؤسسات التمويل الأصغر التي وجهوا استثماراتهم إليها. ويمكن لهؤلاء المستثمرين، عن طريق مساعدة مؤسسات التمويل الأصغر على الوصول إلى مزيد من التمويل المحلي، وعن طريق العمل مع مؤسسات التمويل الأصغر الأقل استقراراً، مواصلة إسهاماتهم الكبيرة لبناء مصدر دائم للخدمات المالية المقدمة للفقراء.

وقد لعب المستثمرون الأجانب دوراً مهماً ومفيداً في تنمية قطاع التمويل الأصغر. فقد دأبوا على سد فجوة مهمة بالنسبة لمؤسسات التمويل الأصغر التي بدأ نشاطها في التحرك بعيداً عن المنح والقروض المدعومة من الجهات المانحة بيد أنها لم تستطع بعد أن تجتذب الودائع والديون، أو حتى الاكتتابات في أسهم رؤوس الأموال على وجه الخصوص من المصادر المحلية. وقد أنشأ هؤلاء المستثمرون عدداً من بنوك التمويل الأصغر التي تعمل في مجالات "جديدة أو غير مطروقة" أو قاموا بدعم الموجود منها وأصبحت هذه البنوك الآن في وضع مزدهر.



## الملاحق

### الملحق 1:

#### المستثمرون الأجانب المشاركون في الدراسة التي أجرتها المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء ومركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر (MIX) وهيئة دعم التنمية الذاتية

المؤسسات المالية الدولية	
صندوق بريدج التابع لمؤسسة أكسيون أمريكا اللاتينية (ACCIÓN Latin American Bridge Fund)	BIO (Belgische Investeringsmaatschappij voor Ontwikkelingslanden N.V)
صندوق أفريكاب للتمويل الأصغر (AfriCap Microfinance Fund)	مؤسسة الأنديز الإنمائية (Corporación Andina de Fomento)
ألترفين (Alterfin)	البنك الأوروبي للإنشاء والتعمير (EBRD)
صندوق ASN/Novib	FinnFund
صندوق ديون التنمية لمؤسسة (AWF Development Debt)	FMO Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden NV (FMO)
BlueOrchard Securities	مؤسسة التمويل الدولية
مؤسسة كالفرت للاستثمار الاجتماعي (Calvert Social Investment Foundation)	الوكالة الألمانية للتعمير (Kreditanstalt für Wiederaufbau)
المنظمة الكاثوليكية للمعونات الإغاثية والإنمائية (Cordaid)	صندوق الاستثمار المتعدد الأطراف الخاص ببنك التنمية للبلدان الأمريكية
CreSud SpA	هيئة ائتمانات التنمية التابعة للوكالة الأمريكية للتنمية الدولية
صندوق دويتش بنك الإنمائي لائتمانات الصغرى (Deutsche Bank Microcredit Development Fund)	صناديق الاستثمار في قطاع التمويل الأصغر التي يديرها القطاع الخاص
(DBMDF)	
ديجادان الدولية للتنمية (صندوق فونيدي)	
Developpement International Desjardins (Fonidi Fund)	
ديجادان الدولية للتنمية (صندوق الضمان)	
Developpement International Desjardins (Guarantee Fund)	
ديجادان الدولية للتنمية (صندوق الشراكة)	
Developpement International Desjardins (Partnership Fund)	
صندوق دكسيا لائتمانات الصغرى (Dexia Microcredit Fund)	
مؤسسة دوين (DOEN Foundation)	
إتيموس (Etimos)	

#### مؤسسة أكسيون (ACCIÓN) للاستثمارات في قطاع التمويل الأصغر

(ACCIÓN AIM)  
صندوق أكسيون جيتواي (ACCIÓN Gateway)

ميكروفست (MicroVest)	الصناديق الدولية للضمان (FIG)
نوفيب (NOVIB)	الصندوق العالمي للتمويل الأصغر جرايغوست (GrayGhost)
أويكوكريدت (Oikocredit)	صندوق هيفوس - تريودوس (Hivos-Triodos Fund)
صندوق الفرصة العالية - فرصة للانتماء الأصغر (Opportunity International-Opportunity Micro- credit Fund)	المنظمة الكنائسية للتنمية والتعاون (ICCO)
شركاء من أجل المصلحة العام (Partners for the Common Good)	إنكوفين (Incofin)
صندوق بلانت للاستثمار الأصغر (PlaNet MicroFund)	Internationale Micro Investitionen (Aktiengesellschaft (IMI AG Investisseur et Partenaire pour le Développement (IPD)
بروفاوند العالمية س.أ. (ProFund International, S.A.)	Kolibri Kapital ASA
مؤسسة رابوبنك (Rabobank Foundation)	La Fayette Participations, Horus Banque et (Finance (LFP
صندوق المسؤولية العالمي للتمويل الأصغر (ResponsAbility Global Microfinance Fund)	صندوق أمريكا اللاتينية الاستثماري لمجابهة التحديات Latin American Challenge Investment Fund, S.A. (LA-CIF)
شركة صندوق سارونا العالمي للاستثمار (Sarona Global Investment Fund)	لوكسمنت (LUXMINT)
شوركاب العالمية (ShoreCap International)	
سوسيتيه الدولي للاستثمار والتنمية (SIDI)	
صندوق الأنصبة العادلة تريودوس (Triodos Fair Share Fund)	
مؤسسة تريودوس - دوين (Triodos-Doen Foundation)	
يونيتس (Unitus)	



## الملحق 2:

### المقابلات الهاتفية التي أجرتها المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء ومركز خدمة تبادل المعلومات حول التمويل الأصغر (MIX) وهيئة دعم التنمية الذاتية مع المستثمرين الأجانب

دانييلا لوبي. إتياموس	س. أفتاب أحمد. مؤسسة التمويل الدولية
ب. جيرهارد رايس. صندوق سارونا العالمي للاستثمار	بسام بن علي. صندوق بلانت للاستثمار الأصغر
جليرمو سالاسيدو. أويكوكريدت	جيل كراوفورد. ميكروفست لإدارة رؤوس الأموال
أليجاندر سيلفا. بروفاوند العالمية س.أ.	لوبيس دي كانيبير. إنكوفين
مارك فان دوسبرج. ANF و NOVIB	مايكل دي جروت. مؤسسة رابوبنك
ماريلو فان جولنشتاين بروارز. صندوق الأنصبة العادلة تريودوس. صندوق	جين-فيليب سكريفيل. BlueOrchard Finance
هيفوس - تريودوس. مؤسسة تريودوس - دوين	أكسل دي فيل. هيئة دعم التنمية الذاتية
ريك فيفرمان. BIO	إميلي جروت. FMO
كور واتل. المنظمة الكنائسية للتنمية والتعاون	ستيفان هارب. صندوق أفريكاب للتمويل الأصغر
جاكوب وينتر. المنظمة الكاثوليكية للمعونات الإغاثية والإيمانية	ستيفلي لورد. هيئة انتمانات التنمية التابعة للوكالة الأمريكية للتنمية الدولية



## ثبت المراجع

- Cavazos, R., J. Abrams, and A. Miles. *Foreign Exchange Risk Management in Microfinance*. Financial Products and Services Occasional Paper. New York: Women's World Banking, 2004.
- Chowdri, Siddhartha, and Alex Silva, eds. *Downscaling Institutions and Competitive Microfinance Markets: Reflections and Case Studies from Latin America*. Toronto: Calmeadow, 2004.
- Christen, Robert Peck, Richard Rosenberg, and Veena Jayadeva. *Financial Institutions with a "Double Bottom Line": Implications for the Future of Microfinance*. CGAP Occasional Paper, no. 8. Washington, DC: CGAP, 2004.
- Fernando, Nimal A. *Mibanco, Peru: Profitable Microfinance Outreach with Lessons for Asia*. Manila: Asian Development Bank, 2003.
- Featherston, Scott, Elizabeth Littlefield, and Patricia Mwangi. *Foreign Currency Exchange Risk in Microfinance*. CGAP Focus Note. Washington, DC: CGAP, forthcoming 2005.
- Goodman, Patrick, *International Investment Funds: Mobilising Investors towards Microfinance*. Luxembourg: Appui Développement Autonome, 2003.
- Ivatury, Gautam, and Xavier Reille. *Foreign Investment in Microfinance: Debt and Equity from Quasi-Commercial Investors*. CGAP Focus Note, no. 25. Washington, DC: CGAP, 2004.
- Izquierdo, Johanna, Fitch Ratings Per, and Apoyo & Asociados. "El Fondo de las Instituciones de Microfinanzas: Oportunidades y Desafios." Presentation at Inter-American Development Bank Forum, Cartagena, Colombia, September 2004.
- Jansson, Tor. *Financing Microfinance: Exploring the Funding Side of Microfinance Institutions*. Sustainable Development Department Technical Paper Series. Washington, DC: Inter-American Development Bank, 2003.
- Kaddaras, James, and Elisabeth Rhyne. *Characteristics of Equity Investment in Microfinance*. Council of Microfinance Equity Funds. Boston, Mass.: ACCION International, 2004.
- MicroBanking Bulletin 9 (2003).
- Schneider-Moretto, Louise. *Tool for Developing a Financial Risk Management Policy*, Financial Management Series, Tool No. 1. New York: Women's World Banking, 2005.

## مذكرة مناقشة

رقم 30

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

ترحب المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء بتعليقاتكم حول هذه الدراسة.

توافر جميع منشورات المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء على موقع المجموعة على شبكة الإنترنت: [www.cgap.org](http://www.cgap.org)

المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء (CGAP)  
H Street, NW 1818  
MSN Q4-400  
Washington, DC 20433 USA

هاتف: 202-473-9594  
فاكس: 202-522-3744

البريد الإلكتروني:  
[cgap@worldbank.org](mailto:cgap@worldbank.org)

موقع الإنترنت:  
[www.cgap.org](http://www.cgap.org)

