

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -  
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير  
قسم: علوم التسيير



مذكرة بعنوان:

تحليل تأثير تنوع المحفظة الاستثمارية في تخفيض المخاطر في المؤسسة  
- دراسة حالة مؤسسة التمويل الدولية -

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير  
تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ:  
آمال ينون

إعداد الطالبين:  
- درموشي محمد  
- لزرقي نجيب

لجنة المناقشة

الأستاذ(ة): بوتسطة لامية..... رئيسا  
الأستاذ(ة): ينون آمال..... مشرفا ومقررا  
الأستاذ(ة): محصول نعمان ..... مناقشا

السنة الجامعية: 2018/2017

# شكر و تقدير

"الحمد لله الذي هدانا لهذا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله"

إن هذا العمل هو ثمار جهد سنوات عديدة،

من الله فيه علينا بالصبر والإيمان والقوة والإرادة فالحمد لله ثم

الحمد لله ثم الحمد لله الذي أوصلنا إلى ما نحن عليه اليوم.

كما نتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساهم في هذا العمل،

ونخص بالذكر الأستاذة المشرفة " **آمال بنون** "

لتفضلها بالإشراف على هذه المذكرة التي أفادتنا بنصائحها

وتوجيهاتها القيمة،

في الأخير هي رسالة شكر واعتراف وامتنان بالجميل لورثة الأنبياء.

لكل أساتذتنا الكرام من الطور الابتدائي إلى الجامعي.

نتمنى أن يكون هذا العمل قد أوفى بالغرض، وما أوتينا من العلم

إلا قليلا

لذا نرجو من الله إرادة أقوى لتحقيق الأفضل، ونسأل الله التوفيق و

السداد.

## فهرس المحتويات

المحتويات	
	الإهداء
	الشكر والتقدير
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
<b>11-01</b>	<b>الفصل الأول: الإطار العام للدراسة</b>
02	مقدمة عامة
02	إشكالية الدراسة
03	فرضيات الدراسة
03	أهمية الدراسة
03	أهداف الدراسة
04	أسباب اختيار الموضوع
04	متغيرات الدراسة
08	منهجية الدراسة
08	الدراسات السابقة
10	هيكل الدراسة
<b>35 - 12</b>	<b>الفصل الثاني: رؤية تحليلية للمحفظة الاستثمارية ومخاطر المؤسسة</b>
<b>13</b>	<b>تمهيد</b>
14	1.2. التأصيل النظري للمحفظة الاستثمارية
14	1.1.2. ماهية المحفظة الاستثمارية
14	1.1.1.2. أهداف المحفظة الاستثمارية
14	2.1.1.2. مكونات المحفظة الاستثمارية
15	3.1.1.2. أنواع المحفظة الاستثمارية
18	2.1.2. إدارة المحفظة الاستثمارية
18	1.2.1.2. خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية
18	2.2.1.2. وظائف إدارة المحفظة الاستثمارية
19	3.2.1.2. سياسات إدارة المحفظة الاستثمارية
20	4.2.1.2. أنواع عائد المحفظة الاستثمارية

20	3.1.2. نظرية المحفظة
21	1.3.1.3. المحفظة الاستثمارية المثلى
21	2.3.1.3. فروض نظرية المحفظة
21	3.3.1.3. مبادئ بناء محفظة الاستثمارية
22	4.3.1.3. نماذج تقييم المحفظة الاستثمارية
24	2.2. تحليل أنواع المخاطر في المؤسسة
24	1.2.2. أنواع المخاطر
24	1.1.2.2. المخاطر المنتظمة
25	2.1.2.2. المخاطر غير المنتظمة
26	2.2.2. مصادر المخاطر
27	1.2.2.2. مصادر المخاطر المنتظمة
28	2.2.2.2. مصادر المخاطر غير المنتظمة
29	3.2.2. مقاييس مخاطر المحفظة الاستثمارية
31	3.2. تنوع محفظة الاستثمارية
31	1.3.2. تنوع محفظة القروض
32	2.3.2. أساليب تنوع محفظة القروض
32	1.3.2.2. أسلوب التنوع الساذج (البسيط)
33	2.3.2.2. أسلوب تنوع ماركويتز
33	3.3.2.2. أسلوب تنوع تواريخ الاستحقاق
35	خلاصة الفصل
71-36	الفصل الثالث: تحليل تأثير تنوع المحفظة الاستثمارية على تخفيض المخاطر لمؤسسة التمويل الدولية
37	تمهيد
38	1.3. مؤسسة التمويل الدولية مسارات التأسيس وإستراتيجيات العمل
38	1.1.3. التطور التاريخي لمؤسسة التمويل الدولية
40	2.1.3. الهيكل التنظيمي لمؤسسة التمويل الدولية
41	3.1.3. إستراتيجيات عمل مؤسسة التمويل الدولية
43	4.1.3. مبادئ مؤسسة التمويل الدولية
43	5.1.3. أهداف مؤسسة التمويل الدولية

44	2.3. استعراض المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية
44	1.2.3. مجالات عمل مؤسسة التمويل الدولية
46	2.2.3. تشكيلة المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية
48	3.3. دراسة المخاطر المصاحبة لعمل مؤسسة التمويل الدولية
48	1.3.3. مخاطر الائتمان
49	2.3.3. مخاطر السوق
49	3.3.3. مخاطر الصرف الأجنبي
49	4.3.3. مخاطر العمليات
50	4.3. تنوع المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية
50	1.4.3. أساليب تنوع المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية
50	1.1.4.3. تنوع أصول المحفظة
51	2.1.4.3. التنوع القطاعي
53	3.1.4.3. التنوع الجغرافي
54	2.4.3. التنوع وأولويات الاستثمار في المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية
56	5.3. مجالات تأثير تنوع المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية على تخفيض المخاطر
57	1.5.3. ملامح عامة حول الأداء المالي وعمليات أنشطة مؤسسة التمويل الدولية
60	2.5.3. إدارة المخاطر
65	3.5.3. حوكمة الشركات
<b>69</b>	<b>خلاصة الفصل</b>
70	الخاتمة
73	قائمة المراجع
75	الملخص

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
38	أهم المحطات التاريخية في مسار تطور مؤسسة التمويل الدولية	(1.3)
43	ملخص لأهم أهداف مؤسسة التمويل الدولية	(2.3)
45	مجالات تركيز عمل مؤسسة التمويل الدولية	(3.3)
46	مكونات المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية	(4.3)
53	القروض، المنح، الاستثمارات في أسهم رأس المال والضمانات المقدمة حسب المناطق (الوحدة: مليون دولار)	(5.3)
55	تطور محفظة الاستثمار لمؤسسة التمويل الدولية (الوحدة: النسبة المئوية)	(6.3)
55	عائد محفظة مؤسسة التمويل الدولية (الوحدة: مليون دولار)	(7.3)
57	أبرز ملامح الأداء المالي لمؤسسة التمويل الدولية لأعوام مختارة	(8.3)
59	أبرز عمليات أنشطة المؤسسة (الوحدة: مليون دولار)	(9.3)
63	الاقتراض في الأسواق الدولية في السنة المالية 2015 و 2016	(10.3)
66	حصص الدول في الخدمات الاستشارية لعامي 2016 و 2017 (الوحدة: النسبة المئوية)	(11.3)

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
32	أشكال تنويع المحفظة الاستثمارية قياس على محفظة القروض	(1.2)
41	أجهزة الإشراف على مؤسسة التمويل الدولية	(1.3)
42	أسلوب عمل مؤسسة التمويل الدولية	(2.3)

الفصل الأول  
الإطار العام للدراسة

## مقدمة عامة

شهد الاقتصاد العالمي في العقود الأخيرة، موجة من الأحداث والتغيرات في النظم الاقتصادية، الاجتماعية والسياسية التي كانت لها التأثير الكبير في مسار العلاقات الاقتصادية بين الدول، وغيرت ملامح الخريطة الاقتصادية العالمية ليس فقط في مجال التبادل التجاري العالمي ولكن أيضا في مجال المبادلات المالية.

لقد وجدت منظمات الأعمال نفسها في بيئة سريعة التغير، ودائمة الحركية في ظل تسارع وتيرة التطور والابتكار في مجال المبادلات المالية والتجارية، والتي كانت للعلومة بكل أبعادها الدور الرئيسي في تغير المعطيات، وهذا ما وسع من دائرة المخاطر التي يمكن أن تواجهها هذه المنظمات خاصة تلك التي تنشط في أكثر من دولة وتعمل ضمن أكثر من قطاع، والدفع بهذه المنظمات للبحث عن بدائل أو أدوات أكثر تناعما مع النسق الجديد لحركة الاقتصاد العالم، فكانت المحفظة الاستثمارية إحدى الأدوات المهمة التي غيرت من اتجاهات الاستثمار المالي والمادي للعديد من الاقتصاديات، واتسمت كنموذج قادر على مواجهة مختلف المخاطر التي يمكن أن تواجه أي منظمة.

المحفظة الاستثمارية، التي شكلت أداة رئيسية في عمل العديد من المنظمات خاصة مع اتساع حجم المبادلات التجارية الدولية، وتطور الأسواق المالية التي أوجدت منتجات متنوعة في شكل أوراق مالية مختلفة من حيث الطبيعة والمصدر، بالإضافة إلى منتجات تمثلها القروض بمختلف أنواعها فضلا عن الأصول المادية التي صارت تمثل بالنسبة للعديد من المنظمات رأس مال كبير.

أعتبر تنويع المحفظة الاستثمارية أسلوبا إستراتيجيا في عمل منظمات الأعمال في امتصاص صدمات العديد من المخاطر التي تواجهها خاصة تلك المتعلقة بأسعار الفائدة والسوق،....الخ. وهذا ما أسس لفكرة مفادها، أن تنويع المحفظة الاستثمارية يمكن أن يكون له تأثير إيجابي في تدنية المخاطر التي تواجه المنظمات سواء ضمن إقليمها الداخلي أو إقليمها الخارجي.

أولاً: إشكالية الدراسة

تعد مؤسسة التمويل الدولية، من أهم مؤسسات التمويل على المستوى العالمي، وهي الابنة الثالثة لمجموعة البنك الدولي. هذه المؤسسة التي تملك محفظة استثمارية بمليارات الدولارات، وتنوع مكوناتها، وتعدد مجالات أنشطتها التمويلية في أزيد من (100) بلد حول العالم. ومن هذا المنطلق نتساءل:

ما هي مجالات تأثير تنويع المحفظة الاستثمارية على تخفيض المخاطر لدى مؤسسة التمويل

الدولية؟

تتمحور حول الإشكالية المطروحة، مجموعة من الأسئلة الفرعية:

- (1) على ماذا تركز المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية؟
- (2) فيما تتمثل المخاطر التي تواجه عمل مؤسسة التمويل الدولية؟
- (3) هل تنوع المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية مجرد خيار أوجدته طبيعة عمل المؤسسة أم أنه إستراتيجية محددة لتخفيض مخاطر المؤسسة ؟

#### ثانياً: فرضيات الدراسة

- (1) تتنوع مجالات تأثير تنوع المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية في تخفيض المخاطر بين مجالات مالية، اجتماعية وبيئية تركزها الأغراض الرئيسية لعمليات أنشطة المؤسسة.
- (2) تركز المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية على الأصول المالية والمادية على حد سواء.
- (3) تتنوع المخاطر التي تواجه عمل مؤسسة التمويل الدولية تبعا لعدة مسارات مرتبطة بطبيعة القطاع الذي تموله، أو تستثمر فيه.
- (4) يعد تنوع المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية إستراتيجية اعتمدها المؤسسة لتخفيض مخاطرها المتعددة .

#### ثالثاً: أهمية الدراسة

كانت لمؤسسة التمويل الدولية دورا رئيسيا في تمويل التنمية في أزيد من (100) اقتصاد حول العالم، هذه المؤسسة اكتست سمعة حسنة على المستوى الدولي خاصة في الدول النامية، وتمكنت من فرض وجودها كأهم مؤسسة تمويل إنمائي في العالم في ظل تنوع منجاتها المالية، والمجالات التي تنشط فيها. وهذا ما جعل من دراسة محفظتها الاستثمارية، وتحليل مكوناتها من جميع الجوانب فضلا عن تقديم قراءة في المخاطر التي تواجهها من أهم القنوات للوقوف على العلاقة القائمة بين تنوع المحفظة الاستثمارية وتخفيض المخاطر للمؤسسة.

#### رابعا: أهداف الدراسة

تتمثل أهداف الدراسة في ما يلي:

- (1) تحديد المفاهيم المرتبطة بالمحفظة الاستثمارية، بطريقة مبسطة وقابلة للفهم.
- (2) معرفة أهم الأسس التي يتم على أساسها تشكيل المحفظة الاستثمارية.
- (3) التعرف على كيفية تجنب مخاطر المحفظة الاستثمارية مع تحديد السياسات التي تتبعها إدارة المحفظة الاستثمارية.

(4) إلقاء نظرة عامة حول مؤسسة التمويل الدولية، ومحاولة تحديد تشكيلة المحفظة الاستثمارية المكونة لها وكذلك المخاطر التي تواجهها.

(5) محاولة إبراز أهمية إستراتيجية التتبع في عمل مؤسسة التمويل الدولية.

### خامسا: أسباب اختيار الموضوع

تكمن أهم الأسباب وراء اختيارنا لهذا الموضوع في:

(1) حداثة الموضوع من حيث الدراسة وارتباطه بمتغيرات مهمة لها التأثير الكبير في أداء منظمات الأعمال الباحثة عن التميز والتفوق؛

(2) جاذبية الموضوع من حيث المحتوى والقيمة العلمية بالنظر لقلّة الدراسات التي تناولته على مستوى كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير لجامعة جيجل؛

(3) توافق اختيار الموضوع مع التخصص الذي درسناه في مستوى الماستر "إدارة مالية"؛

(4) الرغبة في تقديم اضافة علمية بسيطة ذات قيمة بالنسبة للطالب في المستقبل في تخصص الإدارة المالية والتخصصات ذات الصلة؛

(5) محاولة اكتشاف ومعرفة أهمية مؤسسة التمويل الدولية على المستوى العالمي بالنظر لكونها من ركائز النظام المالي الدولي.

(6) السعي للتعرف على أسلوب التمويل الإنمائي الذي تعتمده مؤسسة التمويل الدولية، والوقوف على مميزات وسمات هذه المؤسسة في إدارة محفظتها الاستثمارية ومخاطرها.

### سادسا: متغيرات الدراسة

تبعاً لموضوع الدراسة، ومن أجل تبسيط المفاهيم وتجنب الحشو. سيتم تجزئة متغيرات الدراسة إلى المتغيرين الأساسيين بالإضافة إلى المتغيرات الفرعية المرتبطة بكل متغير، وتحديد مفهوم كل متغير تبعاً لما هو متعارف عليه.

• المتغير المستقل، يمثله: تتابع المحفظة الاستثمارية؛

• المتغير التابع، يمثله: تخفيض المخاطر.

### **أ. مفاهيم مرتبطة بالمتغير المستقل**

تتمثل أهم المفاهيم المرتبطة بالمتغير المستقل، والتي تعد رئيسية في الدراسة النظرية والتطبيقية في:

#### **(1) المحفظة الاستثمارية**

• " توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية على غرار: الأسهم، السندات، المشتقات والودائع. كما تضم أدوات حقيقية: كالعقارات، المعادن النفيسة، الذهب. وتقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة،

تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من استثمار الأدوات المعينة في ظل المناخ استثماري مناسب".<sup>(1)</sup>

• "أداة مركبة من الأدوات الاستثمارية تتكون من أصلين أو أكثر، تخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة. وقد يكون مدير المحفظة مالكا لها كما قد يكون مأجورا، وحينئذ ستتفاوت صلاحياته في إدارتها وفق شروط العقد المبرم بينه وبين مالكي المحفظة. وتختلف المحافظ الاستثمارية في تنوع أصولها، أصول حقيقية: مثل الذهب والعقار، وأصول مالية: كالأسهم والسندات،...الخ. لكن في أغلب الأحوال تكون أصول المحفظة من النوع المختلط أي أنها تجمع بين الأصول الحقيقية والأصول المالية معا".<sup>(2)</sup>

ومن التعريفين السابقين، يمكن أن نعطي تعريفا شاملا للمحفظة الاستثمارية: خليط غير متجانس من الأدوات الاستثمارية، التي تتنوع بين المالية على غرار: الأسهم، السندات، قروض،...الخ، والحقيقية على غرار: العقارات، المعادن النفيسة،...الخ، والتي تهدف إلى تحقيق أكبر عائد بأقل خطر.

## 2) محفظة الأوراق المالية

• "مجموعة اختيارات من الأوراق المالية، تشكل مزيجا متجانسا من هذه الأوراق، يتم اختيارها بعناية بدقة فائقة، لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، والتي تدار بطريقة تعمل على زيادة قيمتها، لذلك نجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك...) تتباين وتختلف من حيث القيمة، معدل العائد المتولد عنها، مدة استحقاقها".<sup>(3)</sup>

• " مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة، التي يمسكها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثلها هذه الأصول من أموال".<sup>(4)</sup> وعليه يمكن القول بأن محفظة الأوراق المالية هي: "توليفة لمجموعة أوراق مالية تختلف في قيمة عائدها، مدة استحقاقها، نوعها،...الخ. يتم اختيارها بدقة بالاعتماد على خاصية التنوع، وذلك بغرض تعظيم عائدها وتخفيض خطرها أي تحسين العلاقة (عائد - خطر). ولذلك نجد أن المحفظة المالية عادة ما تتكون

(1). محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة: الأسهم - السندات - أوراق المالية، الطبعة الأولى، دار مكتبة الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص: 21.

(2). محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة السابعة، دار وائل، الأردن، 2015، ص: 107.

(3). جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محفظة الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، مصر، 2010، ص: 16.

(4). محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم والسندات، مؤسسة النشر الجامعية، مصر، 2005، ص: 267.

من عدد مناسب من الأوراق المالية ( أسهم، سندات، مشتقات مالية...الخ)، تتباين وتختلف فيما بينها من حيث قيمتها، معدل العائد المتولد عنها، ومدة استحقاقها.

### 3) محفظة القروض

"التشكيلة المحددة من قروض عدة مختلفة النوع، وتواريخ الاستحقاق، تحتفظ بها المنظمة وتقوم بإدارتها إدارة كفاءة والمحافظة على الاختيار الناجح لتشكيلة القروض، مما يسمح بتخفيض المخاطر دون التضحية بالعائد المتوقع من ذلك الاستثمار".<sup>(1)</sup>

### 4) إدارة المحفظة الاستثمارية

"الأنشطة التي تعمل على جذب وتوظيف الموارد المالية بطريقة تؤدي إلى تعظيمها من خلال الاستثمار في الأدوات الاستثمارية، تتلاءم مع أهداف المحفظة التي هي أساسا ترجمة لأهداف المستثمر. إن طبيعة هذه الأنشطة تتمثل في كيفية الحصول على رأس المال للمحفظة، وزيادته وتحديد أهداف المحفظة من عملية الاستثمار".<sup>(2)</sup>

### 5) المحفظة الاستثمارية المثلى

تعددت مفاهيم المحفظة الاستثمارية المثلى، إذ لا يوجد مفهوم مطلق للمحفظة الاستثمارية المثلى، إنما مفهوم قائم باختلاف وجهات النظر الشخصية للمستثمر، ويمكن تعريفها كما يلي:

- "المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول والأدوات الاستثمارية، وبكيفية تجعلها أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها".<sup>(3)</sup>
- "المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر، أو التي تحقق أقل درجة من الخطر في ظل مستوى معين من العائد المتوقع".<sup>(4)</sup>

### 6) عائد المحفظة الاستثمارية

- "التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة، حيث يتم التعبير عنه بشكل نسبي من تكلفة الاستثمار في بداية الفترة، ويسمى بالعائد لفترة الاقتناء".<sup>(5)</sup>

(1). أمين فائق، اثر تنوع محفظة القروض في العائد ومخاطر المحفظة، مذكرة الماجستير (غير منشورة) في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، سوريا، 2015، ص: 29 (بتصرف).

(2). دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 2010، ص: 37.

(3). متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2010، ص: 210.

(4). كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية تكوينها مخاطرها، العدد الثالث، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية، والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.

(5). فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، ص: 128.

- "مجموع المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي والذي يؤدي إلى تعظيم الثروة، بمعنى آخر هو مقدار التغير في ثروة المحفظة خلال فترة زمنية معينة".<sup>(1)</sup>

### 7) تنوع المحفظة الاستثمارية

- "القرار الذي يسمح باختيار تشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة والذي من شأنه تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير على حجم ذلك العائد".<sup>(2)</sup>
- "التنوع الذي ينجم عنه تخفيض المخاطر التي يتعرض لها العائد دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد".<sup>(3)</sup>

### ب. مفاهيم مرتبطة بالمتغير التابع

تتمثل أهم المفاهيم المرتبطة بالمتغير التابع في:

#### 1) المخاطرة

- "احتمال أن تكون نتائج التنبؤات خاطئة، فإذا كان هناك احتمال مرتفع بأن تكون التنبؤات خاطئة، إن هذا يدل على أن درجة مخاطرة عالية أيضا أما إذا كان الاحتمال منخفض فإن درجة المخاطرة ستكون منخفضة أيضا".<sup>(4)</sup>
  - "احتمال أو إمكانية عدم تحقق العائد، وربما احتمال وقوع الخسائر الرأس مالية، ومن المبادئ المعروفة في الاستثمار أن المخاطرة تكون مرافقة للعائد حتى أن البعض يقول أن العائد هو ثمن المخاطرة".<sup>(5)</sup>
- وعادة ما يقترن مفهوم الخطر بحالة عدم التأكد، لذا لا بد أن نميز بين مفهومي الخطر وعدم التأكد، الخطر يمكن قياسه عن طريق توفر معلومات تاريخية، أما عدم التأكد، فتتسأ عند عدم توفر هذه المعلومات وبالتالي يتم اللجوء إلى وضع تقديرات و تخمينات حول العائد.

(1). نفس المرجع، ص: 61.

(2). كمال بن موسى، مرجع سبق ذكره، ص: 42.

(3). منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص: 318 .

(4). محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، مصر، ص: 270.

(5). طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 1997، ص: 95.

## 2) خطر المحفظة

"درجة الانحراف والبعد عن العائد، أي أنه عبارة عن دالة لتقلب العوائد المتوقعة من جراء توظيف موارد مالية في محفظة استثمارية معينة".<sup>(1)</sup>

## 3) إدارة المخاطر

- "الأداة التي تعني بشكل نظامي ومستمر بادراك وتحديد وتقديم وتقييم العوامل التي تهدد أصول وقدرات وأهداف المؤسسة، وسمعته أو محاولة السيطرة عليها لتجنب الأزمات مستقبلا للمؤسسات".<sup>(2)</sup>
- "مجموعة الإجراءات المستمرة والدائمة التي تتبعها المؤسسة بشكل منظم ومنهجي لمواجهة كل الأخطار التي تصاحب أنشطتها داخليا أو خارجيا بهدف ضمان بقائها وتحقيق مزايا المستدامة من كل نشاط داخل المؤسسة".<sup>(3)</sup>

سابعاً: منهجية الدراسة

بغية الإلمام والإحاطة بمختلف جوانب الموضوع وتحليل أبعاده والإجابة عن الإشكالية المطروحة واختبار الفرضيات المقترحة، سيتم الاعتماد على **المنهج الوصفي التحليلي**، لأنه يناسب موضوع الدراسة في الجانبين النظري والتطبيقي على حد سواء. بالإضافة إلى **المنهج التاريخي** في الجانب التطبيقي، والذي يرتبط بعرض المسار التاريخي لمؤسسة التمويل الدولية أساساً.

ثامناً: الدراسات السابقة

1) عبد كريم قندوز، **التحوط وإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية**، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف - الجزائر، 2012.

انطلق الباحث من الإشكالية التالية: كيف يمكن للمؤسسات المالية الإسلامية وضع منهج واضح لتحوط وإدارة المخاطر يفي من جهة بالمتطلبات الشرعية وكذا بالكفاءة الاقتصادية والالتزامات الدولية كمتطلبات لجنة بازل للرقابة والإشراف المصرفي؟

(1). سارة بوزيد، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري - دراسة حالة بنك BNP PARIBAS، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري - قسنطينة - الجزائر، 2007، ص: 34.

(2). زيد منير عبودي، إدارة التأمين والمخاطر، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، 2006، ص: 21.

(3). عبد الكريم قندوز، التحوط وإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف - الجزائر، 2012، ص: 38.

تناولت هذه الدراسة أساسيات المخاطر وكذا إدارة المخاطر، بشكل عام. حيث هدفت هذه الدراسة إلى التوصل إلى معرفة طبيعة المخاطر التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية. حيث اختبرت الدراسة عدة فرضيات وتوصلت إلى النتائج التالية:

- تميز المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية الإسلامية، عن مخاطر مؤسسات المالية التقليدية؛
- تعرض المؤسسات المالية الإسلامية للمخاطر على اختلاف أنواعها أقل مقارنة بالمؤسسات المالية التقليدية، ولا يعني بضرورة كفاءة إدارة المخاطر بل بسبب السياسات الائتمانية التي تتبعها والتي تنسم بتجنب الدخول في استثمارات عالية الخطر.

(2) آفين فائق، أثر تنوع محفظة القروض في عائد مخاطر المحفظة (دراسة تطبيقية)، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم المالية والمصرفية، جامعة حلب، سوريا، 2015.

انطلقت الباحثة من الإشكالية التالية: ما هو أثر تنوع محفظة القروض في عائد محفظة القروض لكل المصارف عينة الدراسة؟

حيث هدفت هذه الدراسة إلى تبين آثار تنوع محفظة القروض في عائد ومخاطر المحفظة في كل عينة من المصارف السورية. بالإضافة إلى محاولة إبراز سبل تخفيف مخاطر محفظة القروض عبر تنوعها، وتوضيح ذلك في أداء المصارف محل الدراسة.

خلصت هذه الدراسة إلى أنه: لا يؤثر تنوع محفظة القروض للمصارف السورية محل الدراسة في عائد ومخاطر محفظة القروض المكونة منها.

(3) توفيق عوض شبير، بناء المحافظ الاستثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم - دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين -، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية - غزة -، فلسطين، 2015.

انطلق الباحث من الإشكالية التالية: ما مدى ملائمة نماذج تقييم أداء الأسهم في بناء المحفظة الاستثمارية

تناولت هذه الدراسة بشكل عام المحافظ الاستثمارية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، حيث هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على نماذج تقييم الأسهم (ترينور، شارب، جنسن)، في بناء المحافظ الاستثمارية في بورصة فلسطين.

حيث توصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- المحافظ المبنية وفقاً لنموذج شارب هي أفضل المحافظ الاستثمارية من حيث العائد ثم تليها المحافظ المبنية وفقاً لنموذج جنسن وفي الأخير المحفظة المبنية وفق نموذج ترينور.

(3) سارة بوزيد، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري- دراسة حالة بنك BNP PARIBAS ، مذكرة ماجستير(غير منشورة) ، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري - قسنطينة-، الجزائر، 2007.

انطلقت الباحثة من الإشكالية التالية: ما هو الدور الذي تقوم به البنوك التجارية في مجال إدارة محفظة الأوراق المالية؟

تناولت هذه الدراسة إدارة محفظة الأوراق المالية بالنسبة للبنوك التجارية والنماذج المتعلقة بها، حيث هدفت هذه الدراسة إلى التوصل إلى أفضل النماذج لتقييم أداء محفظة الأوراق المالية. ويمكن إبراز أهم النتائج التي توصلت إليها الباحثة:

- العائد والمخاطرة هما الأساس الذي يبني عليه المستثمر سياسته الاستثمارية؛
- الاستثمار في الأوراق المالية بمثابة توظيف متجانس لمجموعة من البدائل الاستثمارية التي تقوم على فكرة المزج بين مجموعة من الأوراق المالية؛
- النماذج التي يمكن استخدامها في قياس أداء محفظة الأوراق المالية هي نموذج شارب، نموذج ترينور، نموذج جونسن.

### تاسعا: هيكل الدراسة

تبعاً للإشكالية العامة للدراسة، وللتساؤلات الفرعية المرتبطة بها وانطلاقاً من الفرضيات المقترحة بغرض الوصول إلى الأهداف المرجوة منها، قمنا بتقسيم دراستنا إلى ثلاث فصول:

**(1) الفصل الأول**، والذي يندرج تحت عنوان: "الإطار العام للدراسة"، وتضمن هذا الفصل تقديم عام لموضوع الدراسة انطلاقاً من مقدمة عامة تناولت رؤية عامة للموضوع من زواياها الأساسية، مع استعراض أهم العناصر التي توضح هذه الزوايا من إشكالية، فرضيات، مروراً بأهداف الدراسة، أهميتها، متغيرات الدراسة، وصولاً إلى الدراسات السابقة وخاتمتها هيكل الدراسة.

**(2) الفصل الثاني**، والذي يندرج تحت عنوان: "رؤية تحليلية للمحفظة الاستثمارية ومخاطر المؤسسة"، ويتم من خلاله التطرق إلى التأصيل النظري للمحفظة الاستثمارية مع استعراض مكوناتها والسياسات المتبعة في إدارتها وأهدافها وصولاً للمحفظة الاستثمارية المثلى. ثم تقديم أنواع المخاطر، وإدارة المخاطر فضلاً عن إستراتيجية التنويع ودلالاتها.

3) الفصل الثالث، والذي يندرج تحت عنوان: "تحليل تأثير تنويع المحفظة الاستثمارية في تخفيض المخاطر لدى مؤسسة التمويل الدولية"، ويتناول هذا الفصل تقديم مؤسسة التمويل الدولية من خلال مسارات التأسيس وإستراتيجيات العمل، وصولاً إلى دراسة المحفظة الاستثمارية والمخاطر المصاحبة لعمل مؤسسة التمويل الدولية، وفي الأخير إبراز مجالات تأثير تنويع المحفظة الاستثمارية في تدنية المخاطر.

## الفصل الثاني

رؤية تحليلية للمحفظة الاستثمارية ومخاطر المؤسسة

## تمهيد

تعد المحفظة الاستثمارية من أدوات الاستثمار المركبة، وأضحت من أكثر الركائز اعتماداً لدى منظمات الأعمال التي تسعى لامتلاك أكبر الحصص السوقية وبسط نفوذها في بيئة عمل تتميز بالحركية والتغير المستمر، بالنظر لما تمثله من قاعدة رئيسة للتأثير في درجة المخاطر التي تتحملها هذه المنظمات. وبين التطور التاريخي الذي شهدته المحفظة الاستثمارية، والتنوع الذي صار يلزم أصولها ازدادت درجة المخاطر التي تتحملها منظمات الأعمال في ظل ارتفاع درجة التنافسية وعولمة الأسواق وظهور أصول جديدة كان لها الأثر البالغ في تغيير معطيات استثمارية عديدة أوجدت حلقة متصلة بين المخاطر التي تواجهها منظمات الأعمال ومقدار التنوع الذي تنطوي عليه المحفظة الاستثمارية لهذه المنظمات. واعتماداً على هذه النقاط، سيتم التطرق للمباحث التالية:

- التأصيل النظري للمحفظة الاستثمارية
- تحليل مخاطر المؤسسة
- تنوع المحفظة الاستثمارية

## 1.2. التأسيس النظري للمحفظة الاستثمارية

يعتبر ماركويتز<sup>(1)</sup> من الأوائل الذين كتبوا في المحفظة الاستثمارية، وهو أحد الرواد الاقتصاديين الذين كانت لهم اليد الطويلة في بلورة هذا المفهوم وإخراجه إلى النور عام 1952، وجاء من بعده كتاب آخريين تبنا هذا المفهوم وكتبوا فيه بشكل مرن على غرار: Sharpe<sup>(2)</sup>.

### 1.1.2. ماهية المحفظة الاستثمارية

تتبدى دلالة المحفظة الاستثمارية من خلال الأهداف المرجوة من وراء تشكيلها، والمكونات التي تنطوي عليها بالإضافة إلى أنواعها المختلفة.

#### 1.1.1.2. أهداف المحفظة الاستثمارية

تتمثل أهم الأهداف المزمع تحقيقها من تشكيل المحفظة الاستثمارية، والتي تعكس وجهة نظر المستثمر في:<sup>(3)</sup>

- **المحافظة على رأس المال الأصلي**، فالاستثمار في ظروف عدم التأكد يحمل مخاطر تتجاوز فقدان العائد المطلوب باتجاه تآكل رأس المال. لذلك، فإن المحفظة تساعد في الحفاظ على رأس المال الأصلي عن طريق تنويع أصولها مثلا (الأوراق المالية نموذجاً)، والتي تنتوع تبعاً لدرجة المخاطر والعوائد المرجوة؛
- **تحقيق مستوى مقبول من السيولة**، إن اختيار مكون نسبي مستقر من الأوراق المالية ذات دخل ثابت (مثلاً السندات)، فضلاً عن الأوراق سريعة التسويق (أسهم الشركات الكبرى) في أسواق التداول، كفيل بتوفير تدفق نقدي مستمر عند الحاجة إلى تغيير في المحفظة الاستثمارية؛
- **نمو رأس المال المستثمر**، يهدف مديرو المحافظ إلى زيادة حجم رأس المال المستثمر من خلال عملية التنويع واختيار أوراق المؤسسات ذات النمو المحتمل مستقبلاً، فالعائد الذي تحققه محفظة لا يعكس نزعة تدنية المخاطر بل تنمية العوائد في الوقت نفسه.

#### 2.1.1.2. مكونات المحفظة الاستثمارية

تعتمد مكونات المحفظة الاستثمارية على الأدوات الاستثمارية المتاحة في السوق؛ هذه الأدوات التي شهدت تطوراً وتنوعاً ملحوظاً نتيجة الانفتاح الذي شهده السوق العالمي من جهة، وانتشار مظاهر العولمة بكل أنواعها من جهة أخرى.

(1). اقتصادي أمريكي ولد سنة 1927، حائز على جائزة نوبل للاقتصاد عام 1990.

(2). اقتصادي أمريكي ولد سنة 1934، حائز على جائزة نوبل للاقتصاد عام 1990.

(3). محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الشروق، 2005، ص: 204.

لذلك، فإن هذه الأدوات قد تتنوع بين أدوات السوق المحلية، وبين أدوات السوق الدولية تبعاً للجهة المستثمرة.

وفي ما يلي توضيح لطبيعة الأدوات المكونة للمحفظة الاستثمارية: (1)

**1) أصول مادية:** هي أصول حقيقية ملموسة، تمثل: الاستثمار في العقارات، المشاريع الصناعية والزراعية، أو المتاجرة بالمعادن النفيسة كالذهب والفضة.

ويمكن أن تكون الإيرادات الناجمة عبارة عن إيرادات جارية فقط مثل: الإيرادات الناجمة عن الاستثمار في المشاريع الصناعية، أو إيرادات جارية ورأسمالية، مثل: العوائد الناجمة عن الاستثمار في العقارات، أو إيرادات رأسمالية فقط، كالعوائد الناجمة عن الاستثمار في الذهب والفضة.

ومن أهم خصائصها: انخفاض درجة سيولتها، وحاجاتها إلى خبرات متنوعة لعدم تجانسها، وتحمل كلفة الخزن والنقل أو التحويل.

**2) أصول مالية:** هي عبارة عن أوراق مالية، تمنح شهادة بملكية هذه الأوراق تبين حقوق حاملها وتخوله حق المطالبة بكل أو جزء من قيمة الأصل الحقيقي الصادرة عنه شهادة الملكية أو قيمة الورقة المالية، والأرباح الرأسمالية والجارية الناجمة عنها. وتتميز هذه الأوراق بتمثلها النسبي في طريقة تحرك الأسعار وطبيعة الأرباح التي تحققها وإدارتها من خلال عمليات التداول.

ما يلاحظ على جل الدراسات التي تناولت المحفظة الاستثمارية، أنها ركزت أساساً على محفظة الأوراق المالية. وكل حديث عن المحفظة الاستثمارية يدل مباشرة على محفظة الأوراق المالية. وربما السبب كان نتيجة التطور الذي شهدته الأسواق المالية، وتوجه مؤسسات الأعمال لهذه الأسواق لتغطية احتياجاتها المالية.

بيد أن الأمر ليس حكراً على محفظة الأوراق المالية فقط، حيث أن الأصول المالية قد تتجاوز الأوراق المالية في شكل سيولة متاحة تجسدها مختلف القروض التي تمنحها مؤسسات الأعمال وتحقق من وراءها عائداً كما هو الشأن بالنسبة للقروض السندية.

### 3.1.1.2. أنواع المحفظة الاستثمارية

توجد ثلاث معايير رئيسية لتصنيف المحفظة الاستثمارية، وتبعاً لكل معيار يمكن أن نميز بين الأنواع الآتية:

(1). دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 30-31.

## أولاً: حسب معيار مكونات المحفظة الاستثمارية

تبعاً لهذا المعيار، توجد:<sup>(1)</sup>

**1) المحفظة المتخصصة،** وهي غالباً حالة نادرة أو مؤقتة معينة والذي يميز هذه المحفظة لا يتلاءم عادة

مع أهم مبدأ للمحفظة الاستثمارية وهو التنويع. وتظهر المحفظة المتخصصة لأسباب عديدة أهمها:

- تفضيل السيولة في ظروف اقتصادية (أو سوقية) معينة على الاستثمار في الأوراق المالية أو الموجودات لاستثمارية الأخرى؛

- عدم توافر المعلومات الكافية حول الفرص الاستثمارية المتاحة؛

- قلة الإمكانيات المتاحة للمستثمر؛

- عدم تقبل للمخاطرة والبحث عن الأمان والشفافية في العمل.

**2) المحفظة المتوازنة،** تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها، وهو ما يمكن

انجازه من خلال ربط التوازن القصير الأجل (في مجال الأدوات التي تصنف بالتحول السريع إلى سيولة)

طويلة الأجل (في مجال البحث عن التدفقات للعوائد)، وهذا ما يتطلب توافقاً دقيقاً بين العائد والمخاطرة، وبما

يتجاوز حالات الإفراط في التحول أو المخاطرة .

**3) المحفظة المتنوعة،** تعمل إدارة المحفظة الاستثمارية بشكل عام على تنويع محتويات المحفظة الخاصة

بها، لتشمل غالبية الأدوات الاستثمارية التي من المتوقع أن تعطى عوائد إيجابية، وذلك في تشكيلات تنسم

بالتوازن، حيث يمكن خلال العمليات الجارية أن تعوض الخسائر المتأتية من بعض الأدوات بالأرباح التي

تحقق من استثمار أدوات أخرى، فيكون التوازن مستمر. وتهدف المحفظة المتنوعة إلى تحقيق عائد فوق

المتوسط السائد في السوق المالية، ولكن دون تجاوز المتوسط العام للمخاطرة السائدة في هذه السوق.

## ثانياً: حسب معيار أهداف المحفظة الاستثمارية

يمكن تصنيفها حسب هذا المعيار إلى:

**1) محافظ الدخل أو العائد،** هي المحافظ التي تهدف إلى تحقيق دخل جاري، وذلك في إطار محدود من

المخاطر. وعادة ما تشمل هذه المحفظة على سندات حكومية وغير حكومية متوسطة وطويلة الأجل، وعلى

أسهم شركات كبيرة.<sup>(2)</sup>

<sup>(1)</sup>. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص ص: 227-

229.

<sup>(2)</sup>. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية - البورصة -، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص: 205.

**2) محافظ النمو أو الربح،** هي المحافظ التي تهدف إلى تحقيق ربح رأسمالي وتحسين القيمة السوقية كالاستثمار في أسهم المضاربة التي تتغير أسعارها في السوق المالي، وتحقق نموا متواصلا في الأرباح الرأسمالية للمحفظة نتيجة ارتفاع الأسعار من خلال المضاربات، أو الاستثمار في صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للمحفظة.<sup>(1)</sup>

**3) محافظ استثمارية متنوعة (محافظ الدخل والنمو)،** هي المحافظ التي تضم مجموعات متنوعة من الأوراق المالية مختلفة العائد والمخاطر، وقد تحقق إيرادات جارية ورأسمالية أو إيرادات جارية فقط أو إيرادات رأسمالية فقط. وعادة تسمى إدارة هذه المحافظ بالإدارة الرشيدة، ويفضلها المستثمر الرشيد الذي يوازن بين العائد والمخاطر.<sup>(2)</sup>

### ثالثا: حسب معيار أسلوب الإدارة

يمكن تصنيفها حسب هذا المعيار إلى:<sup>(3)</sup>

**1) المحافظ المرنة،** هي المحافظ التي تخضع في تكوينها لقواعد مرنة، ويقصد بالقواعد المرنة تلك المعايير التي تترك للإدارة الحرية والسلطة المطلقة في اختيار مكونات المحفظة. ومن مزايا هذه المحافظ، أنها تسمح لإدارتها بإجراء المقارنات المناسبة بين الأوراق المالية واستبعاد الرديئة منها وإضافة الأنواع الجيدة، ومن سلبياتها أنها تترك لمدير المحفظة في اختيار ما يراه صالحا ولا يحكمه سوى الضمير الاستثماري.

**2) المحافظ الجامدة،** هي المحافظ التي ينص في عقدها بإلزام الإدارة بتكوين المحفظة بقائمة محددة للأوراق المالية ولا يخرج عنها إلا إذا كانت هناك إجراءات تعديل نص العقد، ومن إيجابيات هذا النوع وضع رقابة سابقة على نشاط إدارتها سواء في التكوين أو الإدارة.

**3) المحافظ ذات التكوين شبه الثابت،** هي نوع وسيط بين النوعين السابقين كأن تتكون المحفظة من قائمة أوراق مالية محددة لكن يجوز للإدارة استبعاد بعض الأوراق المالية عند انخفاض عائدها لمستوى معين، وكذا جواز ضم بعض الأنواع التي ليست من ضمن القائمة إذا كان هناك توقع بارتفاع عائدها.

**4) المحافظ ذات الإدارة التقليدية،** حيث يقتصر دور إدارة المحفظة على اختيار الأدوات الاستثمارية التي يراها أكثر تطابقا مع أهداف المستثمر. وذلك وفقا لتوقعات كل من اتجاهات البورصة، أسعار الفائدة وأسعار الصرف.

(1). دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص ص: 21-22.

(2). مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار رسلان للطباعة و النشر، سوريا، 2009، ص: 241.

(3). عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار - دراسة تجارب دولية - أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف، الجزائر، 2016، ص ص: 147-148.

(5) المحافظ ذات الإدارة الكمية، يتم إدارة المحفظة بأساليب كمية تعتمد على استخدام النماذج الرياضية لقياس كفاءة مكونات المحفظة ومتابعة أدائها.

### 2.1.2. إدارة المحفظة الاستثمارية

إذا كانت عملية تشكيل المحفظة الاستثمارية ترتبط بشكل رئيسي بالأهداف التي يسعى المستثمر إلى تحقيقها. ومن ثم، فإن عملية اختيار الأدوات المكونة لهذه المحفظة تعد من الإجراءات والقنوات الإستراتيجية، التي تتطلب كفاءة ودراية بالأمور الواجب التركيز عليها في مجال انتقاء الأدوات الاستثمارية الضرورية. في هذا المنحى، تعد إدارة المحفظة الاستثمارية أهم المداخل التي يعتمد عليها في كيفية اختيار الأدوات الاستثمارية، وإدارة عملياتها المختلفة بما يتلاءم مع طبيعتها، خصائصها والعوامل المؤثرة فيها.

#### 1.2.1.2. خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية

تمر عملية إدارة المحفظة الاستثمارية بمجموعة من الخطوات، يمكن اختصارها في الآتي:<sup>(1)</sup>

- 1) **تحديد حجم رأسمال المحفظة**، تتكون المحافظ الاستثمارية عادة من رأسمال يتم تحديده في ضوء الأهداف التي يرغب المستثمر في تحقيقها، ويفضل أن يكون رأس مال المحفظة ممول بالملكية وليس بالاقتراض؛
- 2) **التخطيط**، يظهر من خلال تحديد أهداف المحفظة في تحقيق أقصى عائد بأقل درجة مخاطر مع تحقيق السيولة بالإضافة إلى المحافظة على رأس المال، والحصول على تدفقات داخلية مستمرة، وتحقيق المزج بين الأصول المكونة للمحفظة وفق المخاطر التي يقبل بها المستثمر؛
- 3) **تحليل الاستثمارات**، قيام إدارة المحفظة بالتحليل الاقتصادي الشامل، وتشخيص أولي للأصول الحقيقية أو المالية التي سيتم ضمها إلى مكونات المحفظة، ثم يتبع بالتحليل المالي لكل أصل يتم اختياره؛
- 4) **اتخاذ القرار**، وذلك من خلال اختيار مكونات المحفظة أي اختيار الأدوات الاستثمارية والتشكيلة المناسبة، وبعد ذلك اتخاذ قرار المزج الرئيسي للأصول التي تتكون منها المحفظة.

#### 2.2.1.2. وظائف إدارة المحفظة الاستثمارية

تتمثل أهم وظائف إدارة المحفظة الاستثمارية في:<sup>(2)</sup>

- 1) **تحديد أنواع الأصول الاستثمارية وإسهاماتها النسبية في المحفظة الكلية**، وكل ذلك بناء على مسوحات أولية للأسواق المالية والفرص المتاحة؛

(1). عمر عبو، مرجع سبق ذكره، ص ص: 40-42.

(2). محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفيات، مرجع سبق ذكره، ص ص: 21-22.

(2) تعزيز قيم موجودات المحفظة الاستثمارية، وذلك من خلال الحفاظ على ربحية هذه الموجودات والعمل على إعداد الخطط الدقيقة لانتقاء البدائل التي تعطي ربحية أكثر؛

(3) توفير الأمان للمحفظة الاستثمارية من خلال الربط الهادف بين سلوكي التحوط والعقلانية مع القبول بهامش ضروري للمخاطرة، وذلك بالاستناد إلى تنوع الموجودات المتسمة بكفاءة عالية والعمل في ظروف تتميز بالشفافية؛

(4) اقتراح السياسة الاستثمارية التي تتناسب مع محتويات المحفظة وظروف السوق والبيئة السائدة؛

(5) دراسة التغذية الخلفية للقرارات الاستثمارية مع تمييز كافة النتائج المادية الملموسة السلبية والإيجابية لهذه القرارات؛

(6) توفير السيولة النقدية في حدود مقبولة تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق وانجاز المتطلبات الأساسية لوظائف الأداء والتداول الحر للأدوات الاستثمارية؛

(7) بناء إستراتيجية الاستثمار والتي تختلف من إدارة إلى أخرى، وحسب ظروف السوق.

### 3.2.1.2. سياسات إدارة المحفظة الاستثمارية

تتطلب عملية إدارة المحفظة الاستثمارية بشكل كفاء اعتماد مجموعة من السياسات تتمثل في:

(1) **السياسة الهجومية**، تقوم هذه السياسة على تحصيل أرباح رأسمالية من الفروقات في الأسعار السوقية لمكونات المحفظة، وهو الهدف الرئيسي الذي يسعى إليه مدير المحفظة من خلال هذه السياسة. لذلك تسمى هذه المحافظ بالمحافظ الرأسمالية أو محافظ النمو.

وتعد الأسهم العادية من أفضل الأدوات الاستثمارية المناسبة لهذا النوع من المحافظ، أين تشكل من (80%) على (90%) من قيمة المحفظة.<sup>(1)</sup>

(2) **السياسة الدفاعية**، تقوم هذه السياسة مع نهج الأمان في تعاملاتها على حساب العائد، وذلك تلبية لرغبة المستثمرين المحافظين.

ويرتكز عمل إدارة المحفظة على اختيار الأدوات الاستثمارية ذات الدخل الثابت أو شبه الثابت، لذلك يطلق على هذا النوع من المحافظ بمحافظ الدخل.

وفي هذا النوع من السياسات، تعطي إدارة المحفظة أهمية بنسبة كبيرة للأدوات الاستثمارية ذات المخاطر المنخفضة عند مشاركتها في رأس المال.<sup>(2)</sup>

(1). طاهر حيدر حردان، مرجع سبق ذكره، ص: 81.

(2). دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 42.

3) السياسة المتوازنة، تحقق هذه السياسة استقرارا نسبيا في العائد عند مستويات مقبولة من المخاطر، لذلك يوزع رأس المال المستثمر على أدوات الاستثمار المتنوعة، تتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة دون أن تحرمه فرصة تحقيق أرباح رأسمالية في حالة توفرها.

تكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار، إذ أن مكونات المحفظة في إطار هذه السياسة هي أدوات استثمار قصيرة الأجل وعالية السيولة، مثل: أدوات الخزينة واستثمار طويل الأجل، مثل: العقارات والأسهم العادية.<sup>(1)</sup>

#### 4.2.1.2. أنواع عائد المحفظة الاستثمارية

تبعاً للتصنيف الشائع للعوائد، يتم التمييز بين الأنواع الثلاثة التالية:

- 1) العائد الفعلي، هو العائد الذي يحققه المستثمر جراء اقتنائه أو بيعه لأدوات الاستثمارية.
- 2) العائد المطلوب، ذلك العائد الذي يسعى ويرغب المستثمر في الحصول عليه كنتيجة للتضحية بأمواله الحالية، وعادة ما يكون ملائم لمستوى المخاطر المقابلة له، أو التي يتعرض لها المشروع أو أداة الاستثمار. ويتكون العائد المطلوب من جزأين هما: العائد الخالي من المخاطرة، وعلاوة المخاطرة.<sup>(2)</sup>

- العائد الخالي من المخاطرة، هو ذلك العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه وجه أمواله إلى مجالات لا تتعرض للمخاطر نهائياً، أي المجالات الخالية من الخطر؛
- علاوة المخاطرة، هو معدل العائد الذي يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر الذي ينطوي عليها الاستثمار في الأوراق المالية.

3) العائد المتوقع، يعبر عن الاحتمال غير الأكيد لحدوث هذا العائد، إذ يستحيل التأكد من وقوعه فيتم تقديره عن طريق نسب احتمالية. وعليه، لا يستطيع المستثمر معرفة معدل العائد الذي يحققه في ورقة مالية معينة مثلاً، وبالتالي، فإنه يستطيع صياغة توزيع احتمالي بمعدلات عائد محتملة.<sup>(3)</sup>

#### 3.1.2. المحفظة الاستثمارية المثلى

يعد الوصول إلى التوليفة المثلى من الأدوات الاستثمارية المكونة للمحفظة الاستثمارية من بين الأهداف الإستراتيجية التي تسع إليها المؤسسة صاحبة المحفظة، سواء كانت لأوراق مالية، أو قروض، أو

(1). طاهر حيدر حردان، مرجع سبق ذكره، ص: 82.

(2). أحمد السيد أحمد لطف، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في بورصة، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص:

11.

(3). محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحفظة الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، الأردن، بدون سنة نشر، ص: 32.

غيرها. لذا، فإن مدير المحفظة يسعى إلى تحقيق تناسب بين مكونات هذه المحفظة من حيث مستويات السيولة، والعائد والأهم الأمان الملائم للمؤسسة.

وبناء محفظة استثمارية مثلى ومتوازنة ليس من اليسير بالنظر لبنية ومكونات كل محفظة، ومن ثم، فإن التنوع مصدرا رئيسيا لتحقيق ذلك خاصة بالنسبة للمؤسسات التي تتعامل مع قطاعات مختلفة.

### 1.3.1.2. نظرية المحفظة

تعرف نظرية المحفظة بأنها: "محفظة معيارية تعنى بالقرارات المالية الرشيدة التي يتخذها المستثمرون لإيجاد التوازن بين عائد ومخاطر الاستثمار في موجودات معينة مالية أو مادية".<sup>(1)</sup>

تصف هذه النظرية المستثمر بالرشيد، من خلال ممارسة عملية الاختيار أو المفاضلة بين الاستثمارات؛ فالمستثمر الرشيد، هو المتجنب للمخاطرة، المتوجه للاستثمارات التي تحقق أعلى احتمال معدل العائد عند درجة معينة من المخاطرة، أو أدنى احتمال للمخاطرة عند معدل معين من العائد.

كما تعتبر نظرية المحفظة بأنها نظرية الاختيار بين المشاريع الخطرة، وبالتالي، فهي نظرية للمخاطر تهتم بضرورة تكوين محافظ أقل خطورة. وهذا بالاعتماد على مبدأ التنوع إلا أن هذا لا يعني أبدا إزالة الخطر كله إنما التقليل منه فقط.

### 2.3.1.3. فروض نظرية المحفظة

تقوم نظرية المحفظة على عدة فروض أساسية أهمها ما يلي:<sup>(2)</sup>

- البديل الاستثماري، عبارة عن توزيع احتمالي للعوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ بالأدوات الاستثمارية؛
- تقدير المستثمرين للمخاطر التي تواجه المحفظة على أساس تغير العوائد المتوقعة؛
- محاولة المستثمرين تعظيم العوائد المتوقعة لفترة واحدة؛
- يتميز المستثمرون بالسلوك العقلاني، وبالتالي، فإنهم يفضلون العوائد الأعلى من العوائد الأدنى عند نفس مستوى من المخاطرة أو أنهم يفضلون المخاطر الأدنى على المخاطر الأعلى عند نفس المستوى من العوائد؛
- تشكيل المستثمر للمحفظة الاستثمارية اعتمادا على موارده الذاتية.

### 3.3.1.2. مبادئ بناء محفظة الاستثمارية

تقوم عملية بناء المحفظة الاستثمارية المثلى للمستثمر على مبادئ رئيسيين هما:<sup>(3)</sup>

(1). فلاح حسين مؤيد، عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك، دار وائل للنشر، 2000، ص: 24.

(2). هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص: 240.

(3). عبد الغفار خنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 160.

## أولاً: مبدأ السيطرة

يتحدد القرار الذي يتخذه مدير المحفظة الاستثمارية على ضوء متغيرين أساسيين هما: العائد والمخاطرة.

ويتحقق مبدأ السيطرة في الحالتين الآتيتين:<sup>(1)</sup>

- إذا خیر المستثمر بين محفظتين استثماريتين (محفظة القروض مثلاً)، تحققان نفس العائد ولكن مع اختلاف درجة المخاطرة المصاحبة لكل منهما فإنه ستختار المحفظة ذات المخاطر الأقل؛
- إذا خیر المستثمر بين محفظتين بنفس درجة المخاطر، ولكن مع اختلاف العائد المتوقع من كل منهما، إنه سيختار حينئذ المحفظة ذات العائد الأعلى.

## ثانياً: مبدأ المنفعة والتفضيل

يرتكز هذا المبدأ على فكرة مفادها أن قرارات المؤسسات تختلف تبعاً لتفضيلاتهم من جهة، وأن تفضيل المؤسسة نفسها يختلف تبعاً للمواقف التي تتبناها من جهة أخرى.

فالمؤسسة تسعى جاهدة إلى تعظيم المنفعة، إذ يتطلب ذلك من المؤسسة تمييز موقعها اتجاه المخاطر حيث يختلف معيار المحفظة المثلى بالنسبة لمؤسسة باحثة عن المخاطر أو مؤسسة كارهة للمخاطر.<sup>(2)</sup>

## 4.3.1.2 نماذج تقييم المحفظة الاستثمارية

تتعدد مداخل تقييم أداء المحفظة الاستثمارية وسوف نتطرق للنماذج الأساسية التالية:

- **نموذج تراينور:** يقصد بنموذج تراينور نسبة الفائض في العائد على المحفظة للمخاطر المنتظمة أي المخاطر غير القابلة للتنويع. وتقاس هذه الأخيرة بمعامل بيتا وكلما كانت النسبة مرتفعة كلما كان أداء المحفظة أفضل.

ويقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة حيث يفترض النموذج أن المحافظ تم تنويعها تنويعاً جيداً، وبالتالي، تم القضاء على المخاطر غير المنتظمة.

(1). آفين فائق، مرجع سبق ذكره، ص: 72.

(2). نفس المرجع، ص: 73.

وعلى هذا الأساس، يتم قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا كمقياس لمخاطر المحفظة.<sup>(1)</sup>  
ويحسب نموذج ترانينور بالصيغة الرياضية التالية:<sup>(2)</sup>

$$T_n = \frac{R_n - R_f}{B_n}$$

حيث:

$T_n$ : مقياس ترانينور لأداء المحفظة؛

$R_n$ : معدل عائد المحفظة؛

$R_f$ : عائد خالي من المخاطر؛

$B_n$ : معامل بيتا (مخاطر المحفظة).

• **نموذج شارب:** قدم وليام شارب مقياس لأداء المحفظة، حيث يقوم على أساس العائد والمخاطرة عند تقييم أداء المحفظة. وتوضح العلاقة الآتية نموذج شارب:<sup>(3)</sup>

$$I_p = \frac{K_p - K_f}{S_p}$$

حيث:

$I_p$ : قيمة النموذج؛

$K_p$ : متوسط عائد المحفظة (العائد المتوقع)؛

$K_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

$K_p - K_f$ : العلاوة؛

$S_p$ : الانحراف المعياري لعائد المحفظة.

إن نموذج شارب يقوم على أساس المخاطرة الكلية للمحفظة باستخدام الانحراف المعياري، والتي تتضمن كل من المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة.

وعلى ذلك، فإن مؤشر شارب يحدد في الواقع العائد الإضافي التي تحققه المحفظة نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة.

(1). محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الطبعة الثالثة، الدار الجامعة الإبراهيمية، مصر، 2000، ص: 285.

(2). دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 216.

(3). محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص: 281.

- **نموذج جنسن:** اقترح جنسن نموذج في عام 1968، لقياس أداء المحافظ الاستثمارية. ويقوم هذا النموذج على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد: الأول، يمثل الفرق بين متوسط العائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي. أما الثاني، فيتمثل في حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، ويسمى علاوة السوق. ويعبر على هذا النموذج بالمعادلة التالية: (1)

$$A=(R_p-R_f)-B(R_m-R_f)$$

حيث:

A: معامل ألفا؛

RP: عائد المحفظة الاستثمارية؛

RF: العائد الخالي من المخاطرة؛

B: معامل بيتا؛

Rm: عائد محفظة السوق.

فإذا، كان معامل ألفا موجبا فهذا يعني أن الأداء جيد، أما إذا كان سالبا فهذا يعني أن الأداء منخفض.

## 2.2. تحليل أنواع المخاطر في المؤسسة

تعمل مؤسسات الأعمال في بيئات غير مستقرة اقتصاديا، ودائمة التغير وسريعة التقلب خاصة في الأسواق المالية وفي مجال تأمين الاحتياجات المالية الضرورية لأداء أعمالها وأنشطتها المختلفة. وازدادت التحديات أمام هذه المؤسسات مع الانفتاح الذي شهدته الأسواق العالمية، وإزالة الحواجز أمام حركية تنقل السلع والخدمات والأهم رؤوس الأموال. وهذا ما ضاعف من درجة المخاطر التي تواجه هذه المؤسسات، خاصة التي تنشط في أكثر من اقتصاد وضمن أكثر من مجال.

ومع هذه التغيرات، ظهرت إدارة المخاطر كأهم المسارات الإستراتيجية في عمل منظمات الأعمال بالنظر للمرتكزات التي تقوم عليها، وللوظائف التي تنطوي عليها. وأضحت من الإدارات الإستراتيجية لدى أي مؤسسة اقتصادية تريد الموازنة بين عوائدها ومخاطرها، وتغليب جانب تدنية المخاطر على جانب زيادتها

(1). دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 217.

من منظور اقتصادي ومالي أساسا.

### 1.2.2. أنواع المخاطر

دأبت العادة على تصنيف المخاطر إلى عدة أنواع تبعا لمجموعة من المعايير التي تصب في النهاية في اتجاه واحد، وتؤدي إلى نفس النتيجة وإن اختلفت المسميات. لكن أكثر التصنيفات اعتمادا، تلك التي تعتمد التصنيف القائم على مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة التي تشكل في مجموعها ما يسمى بالمخاطر الكلية.

#### 1.1.2.2. المخاطر المنتظمة

وتسمى أيضا بمخاطر السوق غير القابلة للتنوع والمخاطر التي لا يمكن تجنبها. تعرف المخاطر المنتظمة بأنها: "ذلك الجزء من التغيرات الكلية في العائد التي تنتج من خلال العوامل المؤثرة على أسعار كافة الأوراق المالية، لذا فهي تتجاوز إطار المحفظة الاستثمارية لتصل إلى إطار السوق، ومن ثم فمصدرها ظروف عامة اقتصادية كالكساد أو ظروف سياسية مثلا، مما يصعب على المستثمر التخلص منها أو التحكم فيها".

لكن من الممكن التقليل منها عن طريق: تنويع وتوزيع الأوراق المالية، كالاستثمار في أسواق عالمية أي اقتناء أوراق مالية صادرة عن عدة دول وليس من سوق دولة معينة. هذا الأمر يتطلب من المستثمر أن يكون على دراية بظروف عدد كبير من الأسواق الدولية، أو أن تكون لديه اتصالات قوية مع سماسرة هذه الأسواق ومستشارين ماليين فيها، أو الاستثمار في صناعات وقطاعات مختلفة.

ولهذه المخاطر عدد من الخصائص:

- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام؛
- لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين؛
- ترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، مثل: الكساد والتضخم، ارتفاع أسعار الفائدة، الأزمات الاقتصادية، الاستقرار السياسي في المنطقة... الخ<sup>(1)</sup>.

#### 2.1.2.2. المخاطر غير المنتظمة

يطلق عليها تسميات متعددة منها المخاطر التي يمكن تجنبها أو المخاطر القابلة للتنوع، المخاطر الخاصة، أو مخاطر الاستثمار في ورقة مالية أو شركة معينة، أو قطاع معين.

(1). سارة بوزيد، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

وتعرف بأنها: " ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تكون فريدة وخاصة بشركة أو بقطاع معين" (1)، وهذه المخاطر مستقلة عن محفظة السوق أي مرتبطة بتكوين محفظة أوراق مالية معينة.

ويمكن للمستثمر التخلص من المخاطر المنتظمة بتتويج المحفظة الاستثمارية الخاصة به تنوعاً قطاعياً، أو تنوعاً في الأوراق المالية المكونة للمحفظة الاستثمارية بحيث يتم الاستثمار في عدد مختلف من الأوراق المالية الصادرة عن عدة قطاعات، وفي نفس الوقت تنوع الأوراق داخل القطاع الواحد، وعدم الاقتصار على أوراق قطاع واحد أو شركة واحدة.

كما سبق الإشارة إليه، فإن التركيز دائماً أثناء الحديث عن المحفظة الاستثمارية هو تناول لمحفظة الأوراق المالية كأن المحفظة الاستثمارية هي نفسها محفظة الأوراق المالية. وهذا الطرح، بجانب الحقيقة في مواطن عديدة لأن المحفظة الاستثمارية هي تحصيل مجموعة من الأصول سواء مالية أو مادية، والمخاطر التي تتطوي عليها مرتبطة بنوع الأصول المكونة لها. لذلك، فإن التصنيف أعلاه ركز على جانب الأوراق المالية لكن في حقيقة الأمر فإن الأمر يتعدى ذلك بشكل كبير.

وبأخذ نموذج محفظة القروض من أصول المحفظة الاستثمارية نجد عدة مخاطر ترتبط بها حيث تتركز المخاطر المحيطة بها في القروض الداخلة في تكوينها، بسبب حالات العسر المالي التي يتعرض لها المقترض، وبالتالي، بإمكاننا عرض مخاطر محفظة القروض وفقاً لمصدرها فيما يلي: (2)

#### • المخاطر المتعلقة بالعميل

ينشأ هذا النوع بسبب السمعة الائتمانية للمقترض ومدى ملاءته المالية وسمعته الاجتماعية، ووضعته المالي وبسبب حاجته إلى القرض والغرض منه.

#### • المخاطر المرتبطة بالقطاع الذي ينتمي إليه العميل

ترتبط هذه المخاطر بطبيعة النشاط الذي يعمل فيه المقترض، إذ من المعروف أن لكل قطاع اقتصادي درجة من المخاطر تختلف باختلاف الظروف التشغيلية والإنتاجية والتنافسية لوحدات هذا القطاع. ويمكن التحوط من هذه المخاطر بإجراء دراسة تحليلية للظروف، وتوقع احتمال وقوعها ودرجة شدتها وفي ضوء النتائج تقرر المؤسسة إذا تمنح القرض أو تحجم عنه.

(1). محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص: 75-76.

(2). آفين فائق، مرجع سبق ذكره، ص: 60-61.

• المخاطر المرتبطة بالنشاط الذي تم تمويله

ترتبط هذه المخاطر بالظروف المحيطة بالعملية الإقراضية والضمانات المقدمة والتطورات المستقبلية المتوقعة والمرتبطة بأبعاد العمليات المطلوب تمويلها في المستقبل.

• المخاطر المتعلقة بالغير

ترتبط هذه المخاطر بمدى تأثير العميل بأية أحداث أو تغيرات خارجة عن إرادته، فمثلا إفلاس أحد العملاء ذو المديونية العالية.

• المخاطر المتعلقة بالظروف العامة للبلد

ترجع هذه المخاطر إلى اختلاف العوامل السياسية والأنظمة والقوانين والسياسات الاقتصادية للبلاد، لذا تختلف من بلد لآخر.

2.2.2. مصادر المخاطر الكلية

حسب تصنيف المخاطر إلى منتظمة وغير المنتظمة، فإن المصادر المسببة لهذين النوعين من المخاطر تتوزع إلى مجموعتين.

1.2.2.2. مصادر المخاطر المنتظمة

أكثر المصادر شيوعا في هذا المنحى نجد: مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر السوق، مخاطر التضخم.<sup>(1)</sup>

أولاً: مخاطر سعر الفائدة

هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات الفائدة المتوقعة ومعدلات الفائدة الفعلية بسبب تغير في أسعار الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية.

ثانياً: مخاطر التضخم

يطلق عليها أيضا مخاطر تغير القوة الشرائية لوحدة النقد، فاحتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للمدخلات أو للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة التضخم في الاقتصاد ينعكس على القيمة الشرائية لوحدة النقد فتتخفص قيمتها، أو بعبارة أخرى هي حالة عدم التأكد المحيطة بمستقبل القوة الشرائية للمبلغ المستثمر؛

(1). محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص ص: 60-62.

## ثالثا: المخاطر السوقية

احتمال وقوع بعض الحوادث المهمة على المستوى المحلي أو الدولي تؤدي إلى التأثير في الاقتصاد المحلي كإجراء تغييرات جوهرية في النظام الاقتصادي للدولة مما يؤدي إلى تأثير الحالة الاقتصادية العامة للدولة. وبالتالي، تؤثر التدفقات النقدية للاستثمارات في المؤسسات كافة كما ينتقل التأثير إلى السوق مما يترتب عليه تغير في سلوك المستثمرين أو نتيجة لوقوع حوادث غير متوقعة يترتب عليها انخفاض في أسعار الأوراق المالية إلى أقل من قيمتها الحقيقية.

## 2.2.2.2. مصادر المخاطر غير المنتظمة

من أكثر المصادر شيوعا في هذا المنحى، تلك المخاطر الناتجة عن الإدارة والمخاطر الناتجة أيضا عن الصناعة.<sup>(1)</sup>

## أولا: مخاطر الإدارة

من الممكن أنت تسبب أخطاء الإدارة في شركة معينة في اختلاف معدل العائد الفعلي عن العائد المتوقع من الاستثمار على الرغم من جودة منتجاتها وقوة مركزها المالي. لذلك، تدخل المخاطر الناتجة عن الأخطاء الإدارية ضمن المخاطر غير المنتظمة، لأنها قد تحدث انخفاضا في معدل العائد في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي؛

## ثانيا: مخاطر الصناعة

وهي المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضح وملحوس، دون أن تكون لها تأثير خارج هذا القطاع.

وقد تتبع مخاطر الصناعة عن عوامل عديدة منها:

- عدم توفر المواد الخام للصناعة؛
- ظهور قوانين تمس صناعات معينة، مثل: قوانين حماية البيئة؛
- تغير أذواق المستهلكين؛
- التوقف عن استخدام منتج معين نتيجة ظهور اختراعات.

(1). محمد مطر، فايز تميم، مرجع سبق ذكره، ص ص: 47-48.

## 3.2.2. مقاييس مخاطر المحفظة الاستثمارية

يمكن قياس مخاطر المحفظة الاستثمارية وفق الطرق التالية:

أولاً: الانحراف المعياري

يقيس الانحراف المعياري مدى انحراف القيم عن وسطها الحسابي أي تقلب العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي. وفقاً لهذا المقياس، كلما كانت قيمة الانحراف المعياري كبيرة كلما كان ذلك مؤشراً على ارتفاع درجة تقلب عوائد الورقة حول متوسطها. وبالتالي، أصبح الاستثمار في هذه الورقة محفوفاً أكثر بالمخاطرة وأقل جاذبية. ورياضياً يعبر عن الانحراف المعياري بالجذر التربيعي للتباين.<sup>(1)</sup>

$$\delta = \sqrt{var}$$

يقيس التباين مقدار تشتت أو انحراف العوائد عن وسطها الحسابي:

$$var = \sum_i^n p_i (R_i - R)^2$$

حيث:

$p_i$ : هي احتمال الحصول على العائد  $i$ ؛

$R_i$ : العائد المحتمل  $i$ ؛

$R$ : يمثل القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة؛

$n$ : عدد العوائد المحتملة.

ثانياً: معامل الاختلاف (المقياس النسبي للمخاطر)

يمكن أن تظهر بعض المشاكل في استخدام الانحراف المعياري كمقياس للخطر بحيث يمكن أن يتساوى الانحراف المعياري لأصليين ماليين، وبالتالي، تتساوى الخطورة مع العلم أن النسبة المئوية لانحراف العوائد لأحدهما أكبر من الآخر أو تختلف. ويمكن تجنب هذه المشكلة لو استخدمنا معامل الاختلاف كمقياس للخطر بدلاً من الانحراف المعياري.<sup>(2)</sup>

(1). مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2009، ص:

230.

(2). دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 72.

ويعطى معامل الاختلاف بالعلاقة التالية:

$$cov\ var = \frac{\delta}{R}$$

أي أن حجم المخاطر المقابلة لكل وحدة واحدة من القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية ( العوائد ) لاستثمار . وعليه، يمكن تفضيل الورقة المالية ذات الاختلاف الأقل. وبالتالي، فإن معامل الاختلاف يستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد الاستثمار .

### ثالثاً: التباين (Covariance)

يرتبط التباين ارتباطاً مباشراً بالمخاطر المنتظمة، وكلما زادت قيمة التباين كان ذلك دليلاً على أن الحجم المطلق للمخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الورقة المالية كبيراً. وهذا المعامل يحدد اتجاه العلاقة بين عائد الأصل المالي وعائد السوق.<sup>(1)</sup>

وهو متوسط حاصل ضرب انحراف كل من عائد السوق وعائد السهم عن قيمتهما المتوقعة، ويحسب

كما يلي:

$$cov(R_j, R_M) = \sum_{i=1}^n \sum_{k=1}^n (P_{ji} - R - r_j)(R_{mk} - R - m)$$

حيث:

$cov(R_j, R_M)$ : تمثل التباين بين عائد الورقة المالية  $J$  وعائد السوق  $m$  ؛

$R_{ji}$ : معدل عائد الورقة المالية  $Z$  في الزمن  $i$  ؛

$R_j$ : القيمة المتوقعة لعائد الورقة  $Z$ ؛

$R_{MJ}$ : معدل عائد السوق  $m$  في الزمن  $K$  .

$R_M$ : القيمة المتوقعة للسوق .

### رابعاً: معامل بيتا (مقياس المخاطر المنتظمة)

يقيس معامل بيتا حجم المخاطر المنتظمة، ويعبر هذا المعامل عن مقدار التغير الحاصل في عوائد

الورقة المالية محل الاستثمار نتيجة التغير في مؤشرات أسعار السوق، والذي يعبر بدوره عن عائد محفظة السوق.

(1). منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 251-253.

ويمكن حساب معامل بيتا على النحو التالي:<sup>(1)</sup>

$$B = \frac{cov(R_x, R_m)}{\partial_{R_m}^2} = \frac{r(R_x, R_m) \partial_{R_x} \partial_{R_m}}{\partial_{R_m}^2} = \frac{r(R_x, R_m) \partial_{R_x}}{\partial_{R_m}}$$

حيث:

B: معامل بيتا؛

r: معامل الارتباط بين العائدين؛

R<sub>x</sub>: عائد الورقة المالية؛

R<sub>m</sub>: عائد السوق؛

δ<sub>R<sub>x</sub></sub>: الانحراف المعياري لعائد الورقة المالية؛

δ<sub>R<sub>m</sub></sub>: الانحراف المعياري لعائد السوق.

ووفقا لنموذج السوق، إذا كانت قيمة المعامل "بيتا" أكبر من الواحد فيعني ذلك أن مخاطر الورقة المالية أكبر من مخاطر السوق، أما إذا كانت قيمة "بيتا" مساوية للواحد فيدل ذلك على أن مخاطر الورقة مساوية لمخاطر السوق. وعندما تكون قيمة المعامل أقل من الواحد، فيعني ذلك أن مخاطر الورقة أقل من مخاطر السوق.

### 3.2. تنويع المحفظة الاستثمارية

يعتبر التنويع أهم القنوات الإستراتيجية التي تحكم تكوين محفظة استثمارية ناجحة، وذلك لأنه يسهم مساهمة كبيرة في تخفيض مخاطرها. وقياسا على مكونات المحفظة الاستثمارية، سيتم التطرق لتنويع محفظة القروض لتوضيح مبادئ التنويع. وهي المبادئ نفسها المعتمدة في تنويع محفظة الأوراق المالية.

#### 1.3.2. تنويع محفظة القروض

تتمثل أهم التعريف التي قدمت لتنويع محفظة القروض في:

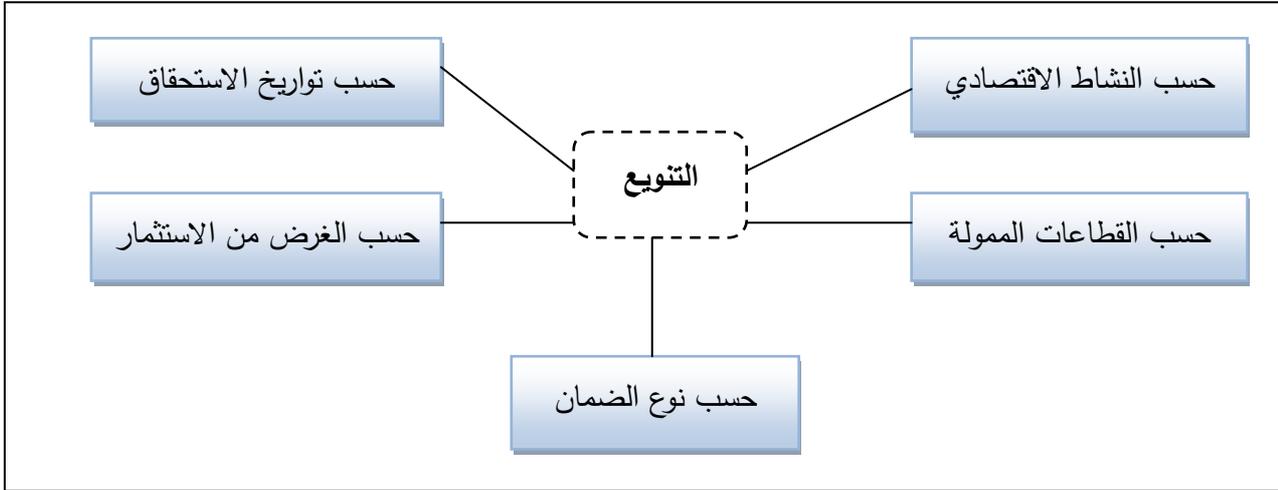
(1) " مجموعة من الأصول والتي تكون عوائدها لا تتحرك معا، ومخاطرها الكمية تكون في حدودها الدنيا بالمقارنة مع الأصول الفردية، ويسمح للمؤسسات المالية بتقليل تكلفة العمليات بالمقارنة مع عمليات تجميع محفظة القروض".<sup>(2)</sup>

(1). دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، 90.

(2). خالد وهيب، إدارة العمليات المصرفية، الطبعة الثالثة، دار المناهج لنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص: 166

(2) "تكوين تشكيلة جديدة من القروض تسهم في خفض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم العائد".<sup>(1)</sup>

الشكل رقم(1.2): أشكال تنويع المحفظة الاستثمارية قياسا على محفظة القروض



المصدر: إعداد الطالبين اعتمادا على: أفين فائق، اثر تنويع محفظة القروض في العائد ومخاطر المحفظة (دراسة تطبيقية)، مذكرة ماجستير (غير منشورة) ، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، سوريا، 2015، ص: 65.

### 2.3.2. أساليب تنويع محفظة القروض

عند تشكيل توليفة القروض يتعين تنويعها بأسلوب ناجح يأخذ بعين الاعتبار التركيز على أهداف المحفظة، بما يضمن ذلك تحقيق الموازنة بين العائد والمخاطر.

#### 1.2.3.2. أسلوب التنويع الساذج(البسيط)

يقوم أسلوب التنويع الساذج على فكرة مفادها: "أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تتشكل منها المحفظة، كلما انخفضت المخاطر التي تتعرض لها". ما يؤخذ على هذا الأسلوب، أنه يؤدي إلى خفض المخاطر غير المنتظمة بينما لا يسهم على الإطلاق في تخفيض المخاطر المنتظمة.

حيث يمكن التخلص كليا من المخاطر غير المنتظمة بزيادة عدد الأصول الداخلة في المحفظة. وقد يأخذ التنويع الساذج صورة تتمثل في وضع حد أقصى للمبالغ المستثمرة في نوع معين من القروض.<sup>(2)</sup>

(1). عادل رزق، الإدارة الإستراتيجية للاستثمار، إتحاد المصارف العربية، الأردن، 2006، ص: 155.

(2). نفس المرجع، ص: 168.

## 2.2.3.2 أسلوب تنويع ماركويتز

يقوم أسلوب ماركويتز على الاختيار الدقيق للاستثمارات المكونة للمحفظة وذلك بمراعاة درجة الارتباط بين عائد تلك الاستثمارات. فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الأصول التي تتكون منها المحفظة، فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة. يضاف إلى ذلك، أن هذا الأسلوب قد ينجح ليس فقط في التخلص من المخاطر غير المنتظمة بل والتخلص من جزء من المخاطر المنتظمة.

وقد استنتج ماركويتز أنه كلما انخفض معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات الفردية انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، ويعتبر أفضل استثمار مقترح<sup>(1)</sup>.

## 3.3.2.2 أسلوب تنويع تواريخ الاستحقاق

يقوم هذا الأسلوب على حقيقة تتمثل في أن: "تقلب أسعار الفائدة على القروض يترتب عليه تقلبا أكبر في قيمة القروض طويلة الأجل بالمقارنة مع القروض قصيرة الأجل". حيث ترتبط درجة المخاطرة ارتباطا وثيقا بتاريخ الاستحقاق فكلما زادت المدة كلما زادت احتمالات التغير في معدلات الفائدة السائدة ومن المؤكد أن ذلك له تأثير على تذبذب عائد المحفظة. وهناك طريقتان لهيكلة استحقاقات المحفظة:<sup>(2)</sup>

## أولاً: الاستحقاقات المتتابعة

يقوم هذا الأسلوب على تنويع الاستثمارات باستحقاقات متتابعة بحيث لا تكون هناك فجوة بين الاستحقاقات المختلفة. ويقتضي هذا الأسلوب قيام الإدارة بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق توزع على أساسه الموارد المالية المتاحة للاقتراض.

وتمكن هذه الطريقة من احتفاظ المؤسسة بمجموعة قروض قصيرة لأجل باستمرار تساعد على تحسين معايير السيولة لديها. ويتميز هذا الأسلوب بثبات العائد خلال مدة طويلة الأجل.

## ثانياً: الاستحقاقات المتتالية

يعتمد هذا الأسلوب على التخصيص في الاستثمارات: أحدهما قصير الأجل، والآخر طويل الأجل، وبهذا يستبعد القروض ذات الأجل المتوسط؛ إذ أن القروض قصيرة الأجل، تركز على توفير السيولة المطلوبة بأقل المخاطر الممكنة. في حين، تركز القروض ذات الأجل الطويل على تحقيق الربحية.

(1). آفين فائق، مرجع سبق ذكره، ص: 67.

(2). نفس المرجع، ص: 68.

ويقتضي التطبيق السابق لهذا الأسلوب من التنوع أن توزع اعتمادات المحفظة مناصفة بين القروض قصيرة وطويلة الأجل. غير أن الواقع العملي، يشير إلى أن توزيع المخصصات يعتمد على توقعات المؤسسة بشأن اتجاه أسعار الفائدة، وعلى مدى الحاجة إلى توفير السيولة.

لا تختلف أساليب تنويع محفظة القروض عن أساليب تنويع محفظة الأوراق المالية، حيث المبادئ هي نفسها كذلك الغرض من التنوع. وربما ما يميز الأدوات الاستثمارية التي تكون محفظة القروض عن نظيرتها في محفظة الأوراق المالية هو الفارق. وهذا لا يغير من حقيقة أن الأساس من تنويع المحفظة الاستثمارية بشكل عام، هو الوصول إلى محفظة استثمارية متوازنة تضمن للمستثمر البقاء في السوق والمحافظة على مركزه المالي في مواجهة كم ونوع المخاطر التي تواجه أنشطته المختلفة.

## خلاصة الفصل

تتجلى أهمية المحفظة الاستثمارية في تنوع الأصول التي تحتوي عليها، والتي تختلف من حيث طبيعتها، تشكيلتها والعناصر المحددة لكيفية المفاضلة بين مكوناتها. هذه المكونات شهدت تطورا ملحوظا بالتوازي مع التطور الذي شهده الاقتصاد العالمي، والذي خلق بيئة متنوعة المخاطر كان لها تأثيرا ملموسا على أداء المؤسسة.

ولأن المخاطر تتنوع تبعا لتنوع تشكيلة المحفظة الاستثمارية، والمجال الذي تنشط فيه المؤسسة فإن تنوع المحفظة الاستثمارية كان أحد الإستراتيجيات التي اعتمدت من قبل المؤسسات خاصة تلك التي تنشط على مستوى الأسواق العالمية. ويبقى الوصول إلى محفظة استثمارية مثلى قائما على المفاضلة بين العائد والمخاطرة، واعتماد أحد المداخل في تشكيل وتكوين هذه المحفظة.

### الفصل الثالث

تحليل تأثير تنويع المحفظة الاستثمارية في تخفيض المخاطر  
لمؤسسة التمويل الدولية

## تمهيد

تعد مؤسسة التمويل الدولية، واحدة من المؤسسات الخمسة المكونة لمجموعة البنك الدولي وتأتي ثالثا في الترتيب بعد البنك الدولي للإنشاء والتعمير والمؤسسة الدولية للتنمية. هذه المؤسسة، التي صنعت الفارق في مسار تمويل التنمية في الدول النامية منذ تأسيسها، وجمعت بين أهداف تنموية مهمة في رؤيتها الاستثمارية المتعددة الأبعاد والجوانب، والقائمة على تنمية روح المبادرة بالمشروعات الخاصة، وتشجيع القطاع الخاص، ولوج عالم التمويل لمختلف المشروعات ضمن مسار قائم على المواءمة بين الأبعاد التنموية للاستدامة.

ولأنها طرفا رئيسا وأساسيا في معادلة التمويل الدولية، وعنصرا إستراتيجيا في مجموعة البنك الدولي فإن محفظتها الاستثمارية متنوعة تبعا لتنوع المجالات التي تركز عليها في أدائها، وتبعا أيضا لارتباطاتها المختلفة مع الجهات المانحة، الحكومات، ومنظمات الأعمال. ومن ثم، فإن المخاطر التي تواجهها متنوعة تبعا لتنوع محفظتها الاستثمارية، وتعدد مجالات أنشطتها. لذلك كانت إدارة المخاطر وحوكمة الشركات من بين القنوات الرئيسية التي ارتكز عليها عمل هذه المؤسسة التي تنشط في أزيد من (100) دولة، ومع أكثر من جهة، والتي أسست لاستراتيجيات عديدة لمواجهة مختلف المخاطر التي تعترض عملها سواء كانت هذه المخاطر مرتبطة بمكونات محفظتها الاستثمارية أو بخصائص الاقتصادات التي تتعامل معها.

وضمن هذا الرؤية، يتناول هذا الفصل النقاط الآتية:

- مؤسسة التمويل الدولية: مسارات التأسيس وإستراتيجيات العمل
- استعراض المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية
- دراسة المخاطر المصاحبة لعمل مؤسسة التمويل الدولية
- تنوع المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية
- مجالات تأثير تنوع المحفظة الاستثمارية في تخفيض المخاطر لمؤسسة التمويل الدولية

### 1.3. مؤسسة التمويل الدولية: مسارات التأسيس وإستراتيجيات العمل

يرجع ميلاد مؤسسة التمويل الدولية إلى خمسينيات القرن العشرين أثناء احتدام الصراع بين المعسكرين الشرقي والغربي ضمن الحرب الباردة. ومثل ميلادها بداية جديدة في عهد العلاقات الاقتصادية الدولية وخاصة في مجال تمويل التنمية في الأسواق الصاعدة والناشئة آنذاك في ظل التغيرات التي أفرزتها الحرب العالمية الثانية سواء السياسية، الاقتصادية أو الاجتماعية أين كان العالم بحاجة إلى ترميم مسالكه التمويلية وضمان تجفيف منابع الإفقار التي تعيشها الاقتصادات النامية .

وعكست رؤية المؤسسة والمبادئ والقيم التي قامت عليها تلك المسارات التي أوجدت مكانا متميزا لهذه المؤسسة لدعم الدول النامية تحديدا بخلاف كل الآراء المنتقدة لها شأن باقي مؤسسات التمويل الدولية.

#### 1.1.3. التطور التاريخي لمؤسسة التمويل الدولية

مرت مؤسسة التمويل الدولية، بمراحل عديدة منذ تأسيسها منتصف خمسينات القرن العشرين. عكست مختلف التطورات التي شهدتها الاقتصاد العالمي، والتي كانت لها تأثيرا بينا في توجهات المؤسسة العملية.

#### الجدول رقم (1.3): أهم المحطات التاريخية في مسار تطور مؤسسة التمويل الدولية

السنة	الحدث	
1956	إنشاء مؤسسة التمويل الدولية تحت قيادة غارنر برأس مال قدره (100) مليون دولار .	النشأة الأولى
1957	أول قرض من مؤسسة التمويل الدولية بقيمة (02) مليون دولار لمساعدة مؤسسة تابعة لشركة لصناعة المعدات الكهربائية بالبرازيل.	
1959	أول قرض جماعي قامت مؤسسة التمويل الدولية بتعبئته بقيمة (02) مليون دولار من مجموعة من البنوك لصالح شركة البرازيلية لإنتاج لباب الورق والورق.	مزاولة الأعمال
1961	تعديل اتفاقية المؤسسة للسماح بعمليات الاستثمار في أسهم رأس المال - في الوقت المناسب-، وهي ركيزة أساسية الآن في قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح.	
1962	أول استثمار للمؤسسة في أسهم رأس المال بحوالي (500) ألف دولار في شركة اسبانية لتصنيع قطع الغيار .	توسيع عمل نطاق المؤسسة
1971	إنشاء إدارة الأسواق الرأسمالية بالمؤسسة بغرض تقوية البنوك المحلية وأسواق الأسهم ومؤسسات الوساطة المالية الأخرى - التي أصبحت في نهاية المطاف أكبر مجال تركيز لعمل المؤسسة-	
1972-	الخدمات الاستشارية والمكاتب الميدانية: لأول مرة في تاريخها، المؤسسة ترسل خبراء إلى جاكارتا للمساعدة في إنشاء أول سوق للأوراق المالية في البلاد.	المؤسسة
1974	أول مشروع لتمويل الإسكان قامت به المؤسسة، أصبحت مساهما في شركة كولومبية ناشئة مع اعتماد النموذج نفسه عام 1978 مع شركة هندية.	
1974	استثمار بقيمة (17.3) مليون دولار وخدمات استشارية من المؤسسة مقدمة لشركة	

كوريا إل جي إلكترونيكس، ما ساعدها في أن تصبح واحدة من أولى الشركات القادرة على المنافسة في العالم.		
أول مشروع لتمويل منشآت الأعمال الصغيرة والمتوسطة، منح قرض بقيمة (02) مليون دولار لبنك كينيا التجاري لإعادة إقراضه للشركات المحلية الأصغر حجماً.	1976	
أول استثمار في مجموعة تاتا الهندية: شركة تاتا للحديد والصلب تقترض (38) مليون دولار من المؤسسة.	1980	
<ul style="list-style-type: none"> <li>المؤسسة تبتكر عبارة الأسواق الصاعدة أو الناشئة مما أدى إلى تغيير فهم عالم المال والأعمال للبلدان النامية، وتحديد فئة جديدة من الأصول؛</li> <li>المؤسسة تنشئ قاعدة بيانات الأسواق الصاعدة - لتشكل أساس لأول مؤشر للأسهم في الأسواق الصاعدة في العالم-</li> </ul>	1981	التأثير على الابتكار
تدشين المؤسسة لأول صندوق خاضع للتداول العام ببلدان الأسواق الصاعدة، وهو صندوق كوريا المسجل في بورصة نيويورك.	1984	
تقديم المؤسسة لخدمات استشارية لإصلاح مناخ الاستثمار في الصين.	1985	
المؤسسة تتلقى أول درجة تصنيف ائتماني من الفئة الممتازة (AAA)، وهو ركيزة أساسية في برنامج اقتراض رئيسي بعملات متعددة تجاوز بحلول عام 2016 مبلغ (15) مليار دولار سنوياً.	1989	
<ul style="list-style-type: none"> <li>ابتكار المؤسسة لعبارة الأسواق الوليدة؛</li> <li>قيادة المؤسسة لأحد أوائل برامج الخصخصة في روسيا، مع إدارة أعمال في نيزني نوفغورود.</li> </ul>	1992	
<ul style="list-style-type: none"> <li>دخول المؤسسة قطاع التمويل الأصغر بحصة قدرها (3) مليون دولار في مؤسسة بروفاند التي يتركز عملها على منطقة أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي.</li> <li>في أحد أولى استثماراتها في دولة متأثرة بالصراعات، ساعدت مؤسسة التمويل الدولية في إطلاق بنك رائد للتمويل الأصغر في البوسنة، يعرف الآن باسم بنك ProCredit Bank .</li> <li>قيادة المؤسسة لأكبر عملية خصخصة في أفريقيا.</li> </ul>	1996	تزايد التأثير العالمي
<ul style="list-style-type: none"> <li>تبني المؤسسة لإجراءات مراجعة بيئية واجتماعية وسياسات وقائية جديدة؛</li> <li>في إطار التصدي للالتزام المالية الأسيوية، المؤسسة تبدأ عملية استثمار على مدى خمس سنوات تصل قيمتها إلى (01) مليار دولار</li> </ul>	1998	
في خضم تفاقم الأوضاع الاقتصادية في الأرجنتين، تنفيذ المؤسسة لسلسلة من الاستثمارات في مواجهة التقلبات الدورية، بدأت بمبلغ (60) مليون دولار مع مؤسسة AGD وهي إحدى شركات الصناعات الزراعية المتعاملة معها.	2002	تعزيز الأثر الإيجابي
بنوك تجارية كبرى تعتمد مبادئ التعادل.	2003	
<ul style="list-style-type: none"> <li>إطلاق أول مبادرة واسعة النطاق لها للمساواة بين الجنسين لتشجيع المشاريع على مساعدة مؤسسات الأعمال المحلية المملوكة للنساء؛</li> </ul>	2004	

• الإشراف على إقامة اتحاد الشركات غير المدرجة في البورصة في الأسواق الصاعدة.		
اعتماد معايير جديدة للأداء.	2006	
عملية استثمار للمؤسسة بقيمة (05) مليون دولار في مؤسسة FINO، وهي شركة هندية ناشئة تعمل في مجال تكنولوجيا المعلومات، تساعد على زيادة فرص الحصول على التمويل للسكان في المناطق الريفية.	2007	
• مجموعة العشرين تطلق مبادراتها لتعميم الخدمات المالية، وتختار المؤسسة لتكون مستشارها في مجال تمويل منشآت الأعمال الصغيرة والمتوسطة؛ • في إطار التصدي للأزمة المالية العالمية، المؤسسة تتيح (02) مليار يورو لجهد دولي للحفاظ على إقراض البنوك التجارية في وسط أوروبا وشرقها؛ • بعد تطبيق مبدأ اللامركزية لتكون بالقرب من الجهات المتعاملة معها، ارتفع عدد موظفي المؤسسة بالمكاتب الميدانية في البلدان الأعضاء إلى أكثر من (50%)؛ • المؤسسة تنشئ شركة إدارة الأصول التابعة لها وبحلول عام 2016، ستدير الشركة حوالي (09) مليار دولار من أموال المستثمرين.	2009	
المؤسسة تطلق نافذة للقطاع الخاص بـ (12.5) مليار دولار.	2010	
إطلاق هدفي مجموعة البنك الدولي - إنهاء الفقر المدقع وتعزيز الرخاء المشترك -	2013	تعزيز الأثر
المؤسسة تلعب دورا محوريا في تسليط الضوء على أهمية القطاع الخاص في انجاز أهداف التنمية المستدامة.	2015	الإيمائي

المصدر: إعداد الطالبين اعتمادا على: مؤسسة التمويل الدولية، أهمية الخبرة، التقرير السنوي 2016، واشنطن، 2016، ص: 06-08.

### 2.1.3. الهيكل التنظيمي لمؤسسة التمويل الدولية

على عكس المؤسسات الأخرى، لا تحضى مؤسسة التمويل الدولية بهيكل تنظيمي مستقل لكونها مؤسسة تابعة لمجموعة البنك الدولي. ومن ثم، فإن الأجهزة التي تشرف على عمل البنك الدولي للإنشاء والتعمير هي نفسها التي تتولى الإشراف على المؤسسة، وتتمثل في: (1)

#### أولاً: مجلس المحافظين

يتولى الإشراف على السياسة العامة للمؤسسة، ويتألف من محافظي البنك الدولي ونوابهم الذين يمثلون الدول الأعضاء في المؤسسة مدة خمس سنوات، ويجتمع المجلس مرة كل عام، كما تصدر قراراته بأغلبية ثلثي الأصوات عدا الحالات التي تتطلب أغلبية خاصة.

#### ثانياً: مجلس المديرين

يتألف من المديرين التنفيذيين للبنك الدولي للإنشاء والتعمير الذين يمثلون الدول الأعضاء في المؤسسة، وعددهم (21) عضواً. يتم تعيين خمسة منهم من قبل الدول الأكثر مساهمة في المؤسسة، ويتم

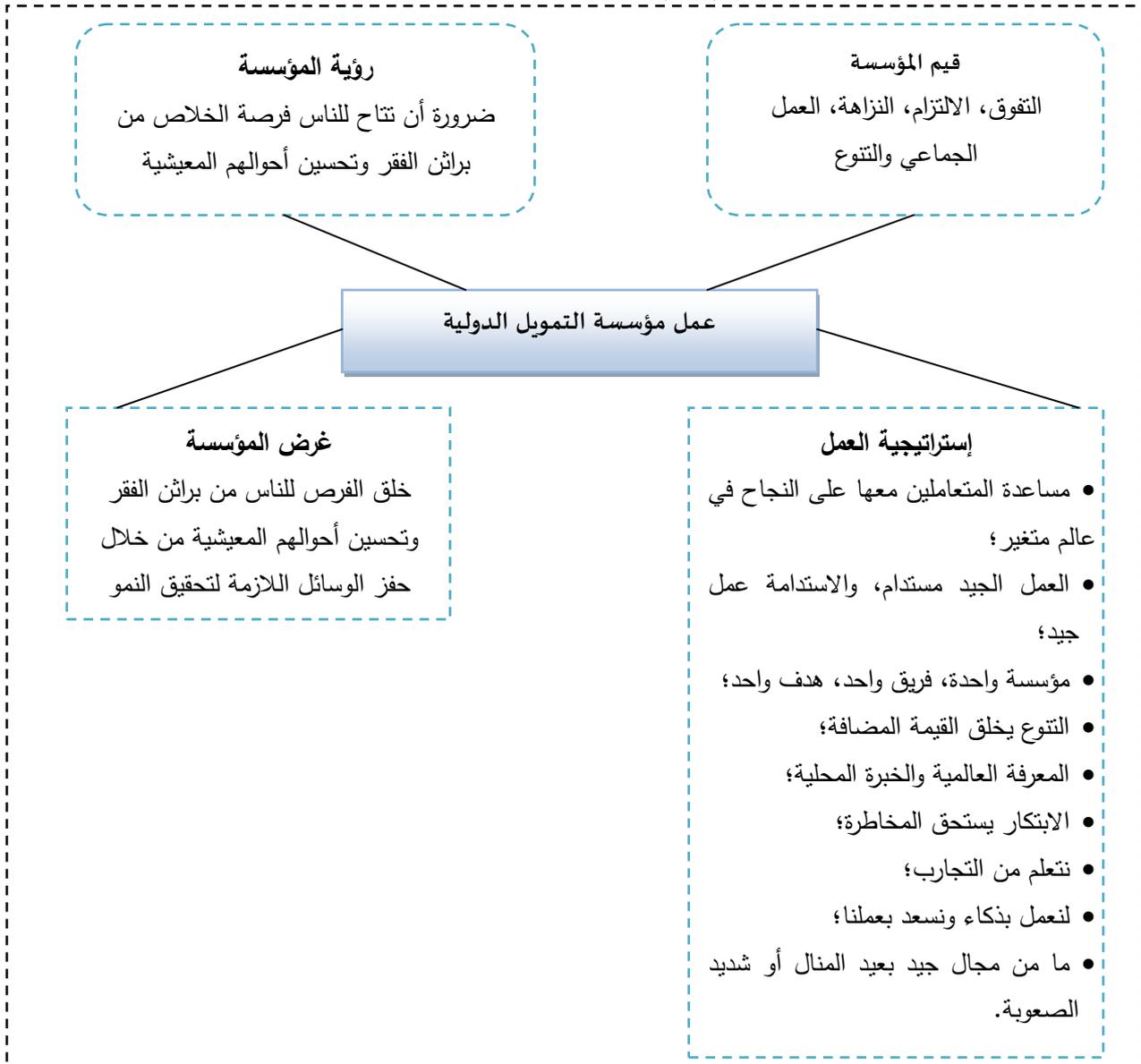
(1). محمد أحمد السيرتي، المنظمات الاقتصادية الدولية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص: 135-136.



- الشراكة من أجل الابتكار؛
- الشراكة من أجل التأثير؛
- الشراكة من أجل الإيضاح والبرهان؛
- الشراكة من أجل الأثر الإنمائي.

هذه الأبعاد، ترسم ملامح عمل مؤسسة التمويل الدولية ضمن رؤيتها، قيمها وأهدافها التي تتلاءم مع الغاية الأهم من وجودها وهي تحقيق النمو المستدام.

### الشكل رقم (2.3): أسلوب عمل مؤسسة التمويل الدولية



المصدر: إعداد الطالبين اعتمادا على: مؤسسة التمويل الدولية، تهيئة الأسواق، التقرير السنوي 2017، واشنطن، 2017، ص: 79.

### 4.1.3. مبادئ مؤسسة التمويل الدولية

- يرتكز عمل مؤسسة التمويل الدولية على مجموعة من المبادئ التي تعكس الغرض من إنشائها. يمكن تلخيص هذه المبادئ من منظور المؤسسة في:<sup>(1)</sup>
- خوض غمار المخاطرة المدروسة التي لا يستطيع القطاع الخاص خوضها بمفرده؛
  - إتاحة الفرصة على نحو تجريبي، في الدول والقطاعات الجديدة، لتعظيم الأثر الإيضاحي والدور التحفيزي لمشاريعنا؛
  - الابتكار من خلال تنمية أدوات وخدمات جديدة تلبى احتياجات عملائنا بصورة أفضل؛
  - تقديم مشورة جيدة النوعية عندما لا يكون القطاع الخاص راغبا أو قادرا على تقديمها؛
  - تبادل المعارف من أجل تعزيز الاستثمار الناجح للقطاع الخاص، وروح المبادرة بالأعمال الخاصة؛
  - الاندماج الكامل لأفضل الممارسات البيئية، والاجتماعية وتلك المتعلقة بنظام إدارة الشركات في جميع أعمالنا؛
  - الاستجابة لاحتياجات تلك الدول والقطاعات الخاصة المتعاملة معنا، في التوقيت الملائم.

### 5.1.3. أهداف مؤسسة التمويل الدولية

لأنها الابنة الثالثة لمجموعة البنك الدولي، فإن جزء كبير من أهدافها يتلاءم مع أهداف البنك الدولي، فيما باقى الأهداف تحددها طبيعة عمل المؤسسة وتخصصها في التمويل في الدول النامية أساسا.

#### الجدول (2.3): ملخص لأهم أهداف مؤسسة التمويل الدولية

الأهداف الخاصة	الأهداف العامة
<p>يتمثل الهدف الرئيسي للمؤسسة في تحقيق النمو المستدام عن طريق تمويل التنمية في الدول النامية تحديدا اعتمادا على سلسلة من القنوات التي تعكس إستراتيجيتها العامة والقائمة على الموائمة بين أربعة أبعاد رئيسية:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• الشراكة من أجل الابتكار؛</li> <li>• الشراكة من أجل التأثير؛</li> <li>• الشراكة من أجل الإيضاح والبرهان؛</li> <li>• الشراكة من أجل الأثر الإنمائي.</li> </ul> <p>وهذه الأبعاد ترسم خريطة الأهداف الفرعية التي تسعى المؤسسة من خلالها لتحقيق الهدف الأهم السابق ذكره. هذه الأهداف تتمثل في:</p> <p>(1) زيادة فرص الزراعة المستدامة أو تحسينها؛</p>	<p>تتمثل في:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) إنهاء الفقر المدقع وتعزيز الرخاء المشترك بأسلوب مستدام؛</li> <li>(2) تشجيع النمو المنصف الشامل للجميع؛</li> <li>(3) تحسين جودة البنية التحتية عبر شركات القطاعين العام والخاص؛</li> <li>(4) ضمان الاستدامة في المحركات الرئيسة للتنمية؛</li> <li>(5) مساعدة البلدان على التكيف مع تغير المناخ؛</li> <li>(6) تشجيع الفرص عبر الاستثمار في رأس المال البشري؛</li> <li>(7) سد الفجوات بين الجنسين لزيادة الفرص الاقتصادية؛</li> </ol>

(1). محمد أحمد السيرتي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 134-135.

<p>(2) تحسين خدمات الصحة والتعليم؛  (3) زيادة فرص الحصول على الخدمات المالية لعملاء التمويل الأصغر؛  (4) زيادة الحصول على الخدمات المالية لعملاء منشآت الأعمال الصغيرة والمتوسطة؛  (5) زيادة خدمات البنية التحتية أو تحسينها؛  (6) خفض انبعاث غازات الدفيئة.</p>	<p>(8) مواجهة أسباب وتبعات الصراع والهشاشة .  هي أهداف عامة توحد رؤية مجموعة البنك الدولي بمؤسساته الخمس.</p>
--	---

المصدر: إعداد الطالبين اعتمادا على:

1. البنك الدولي، التقرير السنوي 2016، الطبعة العربية، واشنطن، 2016، ص: 16-21.
2. مؤسسة التمويل الدولية، تهيئة الأسواق، التقرير السنوي 2017، واشنطن، 2017، ص: 72.

### 2.3. استعراض المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية

من أكثر المحافظ الاستثمارية صعوبة للدراسة والتحليل محفظة مؤسسة التمويل الدولية، بالنظر لطبيعة مكوناتها وتعدد المنتجات المالية التي تقدمها وتستثمر فيها. ولأنها مؤسسة ذات طبيعة إنمائية وأسلوبها أسلوب تمويل إنمائي، فإن مكونات محفظتها الاستثمارية تعكس هذه الميزة التي جعلت محفظتها من أهم المحافظ الاستثمارية الدولية في مجال التمويل والتنمية على حد سواء.

#### 1.2.3. مجالات عمل مؤسسة التمويل الدولية

تعمل مؤسسة التمويل الدولية في ثلاثة مجالات، هي: خدمات الاستثمار، والخدمات الاستشارية، وإدارة الأصول، وهي مجالات يعزز بعضها بعضا مما يتيح تقديم خبراتها العالمية إلى المتعاملين معها في البلدان النامية.

وتوفر هذه المجالات للمؤسسة ميزة خاصة في مساعدة القطاع الخاص على خلق الفرص حيث يمكن تصميم ما تقدمه المؤسسة من استثمارات وخدمات استشارية بما يناسب الاحتياجات الخاصة بالمتعاملين معها، وعلى نحو يحقق القيمة المضافة لأنشطتها. وتحقق قدرة المؤسسة على اجتذاب المستثمرين الآخرين مزايا ومنافع إضافية، مما يتيح للمتعاملين معها مصادر جديدة لرأس المال وسبلا أفضل لإنجاز الأعمال على نحو مستدام.

وتتمثل هذه المجالات في مجموع الخدمات التي تقدمها المؤسسة، والتي تتوزع إلى: (1)

(1) الخدمات الاستشارية، ونقوم على إسداء المشورة للحكومات الوطنية والمحلية حول كيفية تحسين مناخ الاستثمار وتدعيم البنية التحتية الأساسية بالإضافة إلى مساعدة الشركات على تحسين حوكمتها، وتقوية نظم إدارة المخاطر لها وعلى أن تكون أكثر قدرة على الاستمرار مالياً.

(2) الخدمات الاستثمارية، تقديم مجموعة من المنتجات المالية للشركات المتعاملة معها بالإضافة إلى الحكومات بما يساعدها على إدارة المخاطر، وتوسيع قدرتها على الوصول إلى أسواق رأس المال الخارجية والمحلية.

(3) شركة إدارة الأصول، شركة ذات مسؤولية محدودة تابعة ومملوكة بالكامل للمؤسسة، تقوم بتعبئة رؤوس الأموال وإدارتها لأغراض الاستثمار في أسواق البلدان النامية والأسواق الوليدة.

وتسترشد المؤسسة بخمس أولويات إستراتيجية في عملها، تتيح لها تقديم المساعدة حيث ما تكون الحاجة ماسة إليها، لما تحقق هذه المساعدات أفضل النتائج.

### الجدول رقم (3.3): مجالات تركيز عمل مؤسسة التمويل الدولية

المحتوى	مجال التركيز
البلدان المؤهلة للاقتراض من المؤسسة الدولية لتنمية، والبلدان الهشة والمتأثرة بالصراعات، مناطق عالية المخاطر أو الجديدة في التعامل في بلدان متوسطة الدخل.	تدعيم التركيز على الأسواق عالية المخاطر أو الجديدة في التعامل.
وضع نماذج جديدة لأعمال وأدوات جديدة للتمويل، وتحديد المعايير ورفع مستواها.	التصدي لتغير المناخ وضمان الاستدامة البيئية والاجتماعية.
زيادة القدرة على الحصول على الخدمات الأساسية وتدعيم سلسلة القيمة في الصناعات الزراعية.	التصدي للقيود التي تعوق نمو القطاع الخاص في مجالات البنية التحتية، والصحة، والتعليم، وسلاسل توريد المواد الغذائية.
بناء المؤسسات وتعبئة الموارد واستحداث أدوات مالية مبتكرة.	تنمية الأسواق المالية المحلية.
استخدام كامل منتجات المؤسسة وأدواتها وخدماتها في توجيه تطور المتعاملين معها والمساعدة في تحقيق النمو الاقتصادي عبر الحدود.	بناء علاقات طويلة الأمد مع المتعاملين مع مؤسسة في بلدان الأسواق الصاعدة.

المصدر: مؤسسة التمويل الدولية، قوة الشراكات (يمكننا إنهاء الفقر المدقع بحلول عام 2030 وتحقيق الرخاء المشترك)، التقرير السنوي 2013، واشنطن، 2013، ص: 66.

تعكس مجالات عمل مؤسسة التمويل الدولية الأهداف الرئيسية من إنشائها. كما يلاحظ تنوع أساليب عملها، وربما المجال الأكثر أهمية في عمل المؤسسة هو تركيزها على الأسواق ذات درجة المخاطر العالية والجديدة في التعامل.

(1). نفس المرجع، ص ص: 69-71.

### 2.2.3. تشكيلة المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية

تعد المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية من أكثر المحافظ الاستثمارية صعوبة للدراسة بالنظر لمكوناتها المختلفة، ولأطراف المتعاملة معها. وقياساً على خدماتها الثلاثة التي تقدمها، سنحاول استقراء أهم مكونات هذه المحفظة في الجدول أدناه.

#### الجدول رقم(4.3): مكونات المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية

إدارة الأصول	الاستثمار
<p><b>(1) صندوقا المؤسسة لإعادة الرسمة</b> يتألف صندوق المؤسسة المعني بإعادة الرسمة الذي تبلغ موارده (03) مليار دولار، من:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• صندوق لمساهمات في أسهم رأس المال بمبلغ (1.3) مليار دولار.</li> <li>• وصندوق للديون الثانوية بمبلغ (1.7) مليار دولار.</li> </ul> <p>ويساعد الصندوق الذي دشنته المؤسسة عام 2009، في تدعيم البنوك المهمة في الجهاز المصرفي في بلدان الأسواق الصاعدة، وتعزيز قدرتها على مواجهة الأزمات المالية والاقتصادية. ويشارك في مساندة هذا الصندوق كل من البنك الياباني للتعاون الدولي بارتباط رأسمالي قدره (02) مليار دولار، والمؤسسة باستثمارات قدرها (01) مليار دولار.</p> <p><b>(2) صندوق المؤسسة المعني بأفريقيا وأمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي</b> تأسس صندوق المؤسسة المعني بأفريقيا وأمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي برأس مال قدره (01) مليار دولار في سنة 2010. ويستثمر الصندوق في أسهم رؤوس أموال الشركات وفي أسهم ذات الصلة في القطاعات عريضة في منطقة أفريقيا جنوب الصحراء ومنطقة أمريكا اللاتينية و البحر الكاريبي.</p> <p><b>(3) صندوق إعادة رسمة أفريقيا</b> تأسس صندوق إعادة رسمة أفريقيا في السنة المالية 2010 برأسمال قدره (182) مليون دولار للاستثمار في المؤسسات المصرفية التجارية المهمة للجهاز المصرفي في أفريقيا. ومن بين المستثمرين في هذا الصندوق: صندوق أبو ظبي للتنمية، والبنك الأفريقي للتنمية، ومجموعة CDC، وبنك الاستثمار الأوروبي، وصندوق الأوبك للتنمية الدولية، ومؤسسة سوميتومو ميتسو المصرفية.</p>	<p><b>(1) القروض</b> تقوم مؤسسة التمويل الدولية بتمويل المشاريع والشركات من خلال تقديم قروض من حسابها الخاص لمدة تتراوح ما بين 07 إلى 12 سنة، كما تقدم قروضا إلى البنوك الوسيطة، وشركات التأجير التمويلي، وغيرها من المؤسسات المالية التي تقوم بإعادة إقراضها.</p> <p><b>(2) الاستثمارات في أسهم رأس المال</b> تقوم المؤسسة بالاستثمار مباشرة في أسهم رأس مال الشركات، من خلال صناديق الاستثمار في الشركات غير المدرجة في البورصة أيضا.</p> <p>تستثمر المؤسسة عموما في ما يتراوح من 05% إلى 20% من أسهم رأس مال الشركة. وتشجع المؤسسة الشركات المستفيدة من استثماراتها على توسيع نطاق ملكية الأسهم من خلال قيد اسم الشركة في البورصة.</p> <p><b>(3) تمويل التجارة</b> يكفل تمويل التجارة العالمية التابع لمؤسسة التمويل الدولية وفاء المؤسسات المالية المعتمدة في بلدان الأسواق الصاعدة بالتزامات السداد المتعلقة بالتجارة. ويعمل البرنامج على توسيع قدرات البنوك وتكميلها لتقديم تمويل التجارة من خلال التخفيف من حدة المخاطر على أساس كل معاملة على حدة لأكثر من 200 بنك في أكثر من 80 بلد.</p> <p><b>(4) القروض المشتركة</b> وهو أقدم برنامج إقراض مشترك على مستوى بنوك التنمية المتعددة الأطراف، أداة مهمة من أجل تعبئة رأس المال اللازم لتلبية احتياجات التنمية. ومنذ إنشائه في عام 1957، قام هذا البرنامج بتعبئة أكثر من 32 مليار دولار من أكثر من 560 مؤسسة مالية لصالح مشاريع في أكثر من 100 بلدا.</p> <p><b>(5) التمويل المنظم</b></p>

**(4) صندوق المؤسسة المعني بإعادة رسملة المصارف الروسية**

تأسس صندوق المؤسسة المعني بإعادة رسملة المصارف الروسية عام 2012 برأسمال قدره (550) مليون دولار للاستثمار في المؤسسات المصرفية التجارية في روسيا.

**(5) صندوق التحفيز التابع للمؤسسة**

يستثمر صندوق التحفيز التابع للمؤسسة في صناديق توفر رأس المال اللازم لنمو الشركات التي تقوم بتطوير طرق مبتكرة للتصدي لتغير المناخ في بلدان الأسواق الصاعدة، ويمكن للصندوق أيضا الاستثمار مباشرة في هذه الشركات.

**(6) الصندوق العالمي للبنية التحتية التابع للمؤسسة**

يقوم الصندوق العالمي للبنية التحتية التابع للمؤسسة بتنفيذ استثمارات مشتركة مع المؤسسة في أسهم رؤوس أموال الشركات وفي الأسهم ذات الصلة في قطاع البنية التحتية في بلدان الأسواق الصاعدة.

**(7) صندوق الصناديق العالمي للأسواق الصاعدة التابع للمؤسسة**

يستثمر صندوق الصناديق العالمي للأسواق الصاعدة التابع للمؤسسة برأس مال قدره (800) مليون دولار، على نحو رئيسي في صناديق أسهم الشركات غير المدرجة في البورصة التي ينصب تركيزها على الشركات سريعة النمو في مختلف القطاعات.

**(8) صندوق الشرق الأوسط وشمال أفريقيا التابع للمؤسسة**

يقوم بالاستثمارات في أسهم الشركات ذات الصلة بالمنطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا.

**(9) صندوق ديون رائدات الأعمال**

يمنح الصندوق قروضا ممتازة للبنوك التجارية لإعادة إقراضها لمنشآت الأعمال الصغيرة والمتوسطة المملوكة لنساء في الأسواق الصاعدة.

**(10) صندوق آسيا الصاعدة التابع للمؤسسة**

يقوم الصندوق باستثمارات في أسهم الشركات في جميع القطاعات في الأسواق الصاعدة في آسيا.

**(11) صندوق الصين - المكسيك**

هو صندوق خاص ببلد محدد برأس مال (1.2) مليار دولار، ويقوم باستثمارات في أسهم الشركات في المكسيك، ويرتكز عمله على قطاعي البنية التحتية والنفط والغاز، بما

تستخدم المؤسسة المنتجات المنظمة المهيكله والمورقة لتقديم أشكال مجدية من التمويل، وهي أدوات لم تكن لتصبح متاحة بسهولة للمتعاملين معها لولا إتباعها هذا النهج التمويلي .

**(6) خدمات إدارة مخاطر المتعاملين مع المؤسسة**  
تقدم المؤسسة منتجات مشتقة للمتعاملين معها لتمكينهم من التحوط ضد مخاطر أسعار الصرف أو العملات أو أسعار السلع.

**(7) التمويل المختلط**

تجمع مؤسسة التمويل الدولية أحيانا بين التمويل الميسر الذي يأتي عادة من الشركاء المانحين ومواردها الخاصة لتمويل المبادرات وتحقيق الأثر الإنمائي الذي قد لا يتحقق بغير ذلك، وقد طبقت المؤسسة هذا النهج في ثلاثة مجالات ذات أولوية إستراتيجية، هي: تغير المناخ، والصناعات الزراعية والأمن الغذائي، وتقديم التمويل لمؤسسات الأعمال الصغيرة والمتوسطة.

في ذلك الصناعات التحويلية والصناعات الزراعية والخدمات والأعمال المصرفية.  
**(12) صندوق نمو المؤسسات المالية التابع للمؤسسة**  
 يقوم هذا الصندوق باستثمارات في أسهم الشركات والأسهم ذات الصلة في المؤسسات المالية، برأس مال قدره (505) مليون دولار.

المصدر: إعداد الطالبين اعتمادا على: مؤسسة التمويل الدولية، تهيئة الأسواق، التقرير السنوي 2017، واشنطن، 2017، ص ص: 69 - 73.

إن قراءة بسيطة لمحتوى الجدول، يلاحظ أن مكونات المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية تركز على الأصول المالية التي تمثلها مختلف القروض وأنماط التمويل المختلفة (المهيكل والمنظم) بالإضافة إلى أسهم رأس المال التي تتبدى أكثر في تعامل المؤسسة مع الشركاء والمانحين. كما تظهر شركة إدارة الأصول، هذا الجانب أكثر من نوع الصناديق التي أنشأتها المؤسسة والمملوكة بالكامل لها. كما لا يمكن تجاهل ما تمثله الأصول السائلة في شكل نقود، تقدمه المؤسسة نظير خدماتها الاستشارية والتي تعد من بين أهم الاستثمارات الفنية التي لها قوة خدمات الاستثمار وشركة إدارة الأصول. وهذا ما يثبت خطأ الفرضية الثانية في جزئها الثاني المرتبط بتركيز المحفظة الاستثمارية للمؤسسة على الأصول المادية.

### 3.3. دراسة المخاطر المصاحبة لعمل مؤسسة التمويل الدولية

بالنظر لطبيعة عمل مؤسسة التمويل الدولية، وتركز مجالات هذا العمل في أكثر من قطاع وفي أزيد من مائة اقتصاد في العالم، من ناحية. بالإضافة، لتخصصها الرئيس في التمويل لكافة الأنشطة انطلاقا من رؤيتها لتي تصب ضمن رؤية مجموعة البنك الدولي من ناحية أخرى. فإن هذا، جعل المخاطر التي تواجهها ذات طبيعة مزدوجة: مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، تركزها طبيعة المحفظة الاستثمارية التي تجسدها ارتباطاتها المختلفة والتي تأتي القروض في مقدمتها، أيضا طبيعة الصناعات والقطاعات الاقتصادية التي تمويلها والتي تتخذ أشكالا عديدة وتجمع بين تمويل اقتصادي، اجتماعي وبيئي.

#### 1.3.3. مخاطر الائتمان

تتعامل مؤسسة التمويل الدولية مع أطراف عديدة في الدول النامية والمتقدمة على حد سواء كانت حكومات أو منظمات أو مع مؤسسات القطاع الخاص، وتمويلها للمشروعات المختلفة في اقتصادات مختلفة يمكن أن يسبب لها مخاطر ائتمانية عديدة تظهر أكثر عندما يتعلق الأمر بتعثر الجهة المتعاملة معها  
 نتيجة:<sup>(1)</sup>

<sup>(1)</sup>. مؤسسة التمويل الدولية، تهيئة الأسواق، التقرير السنوي 2017، واشنطن، 2017، ص ص: 92.

• تخلفها عن السداد؛

• أو تخفيض درجة تصنيفها.

ويتبدى هذا أكثر في الاقتصادات التي تتميز بعدم الاستقرار الاقتصادي، والتي تكون عرضة لمجموعة من التغيرات غير المتوقعة والمفاجئة والذي قد ينعكس على الجهات المتعاملة مع المؤسسة والتي يظهر تأثيرها في الجانبين أعلاه.

### 2.3.3. مخاطر السوق

نظرا لكون نشاط أو عمل مؤسسة التمويل الدولية منتشر في مختلف أقاليم العالم، وبفعل التغيرات التي تطرأ على المؤشرات والمنتجات السوقية، وكذلك التحول الكبير الذي تشهده مختلف أسواق العالم والانتقال السريع للمعلومات بين هذه الأسواق جعل مؤسسة التمويل الدولية تواجه العديد من المخاطر المتعلقة بالسوق، كمخاطر أسعار الفائدة ومخاطر أسعار الصرف وكذلك مخاطر أسهم رأس المال بالإضافة إلى مخاطر القوة الشرائية.

هذه المخاطر، التي تعد مصدرا مهددا لمختلف تعاملات المؤسسة بالنظر لارتكاز محفظتها الاستثمارية على القروض أساسا؛ هذه القروض، التي تنتوع تبعا لنتوع القطاعات الموجهة إليها.<sup>(1)</sup>

### 3.3.3. مخاطر الصرف الأجنبي

تتعامل مؤسسة التمويل الدولية مع العديد من العملاء من مختلف دول العالم، والذين تعمل على توفير التمويل اللازم لهم. ونظرا لوجود القسم الأكبر من عملاء المؤسسة في الدول النامية، فإن قيمة العملة لها دور رئيسي في العملية التمويلية والذي يكون لانخفاضها تأثير سلبي في وقوع المؤسسة في مخاطر الصرف الأجنبي.

### 4.3.3. مخاطر العمليات

يؤدي التنظيم غير المحكم وغير المسبق الإجراءات والأنظمة المعتمدة من طرف مؤسسة التمويل الدولية، وكذا نتيجة لإخفاق العمليات الداخلية والخارجية وكذلك تلاعب الأشخاص القائمين عليها كل هذا يخل بعمل المؤسسة ويجعلها عرضة لهكذا مخاطر. وتمس مخاطر العمليات جميع أنشطة المؤسسة من استثمار وخدمات استشارية، وكذلك خدمات إدارة الأصول.

ربما المخاطر أعلاه هي تحصيل حاصل لطبيعة عمل مؤسسة التمويل الدولية، والتي ترتبط بها مخاطر متعددة تعكس مجالات تركيز عمل المؤسسة. لكن ما يميز هذه المخاطر بدرجة رئيسية، هو الطابع

(1). مؤسسة التمويل الدولية، تهيئة الأسواق، مرجع سبق ذكره، ص: 92..

الدولي الذي يحكم عمل المؤسسة والذي يضيف صبغة الدولية على مختلف المخاطر التي تواجهها خاصة تلك المرتبطة بالائتمان وأسعار الصرف. والذي تحدده أيضا رؤوس الأموال التي تقوم المؤسسة بتعبئتها من الأسواق المالية، والتي تتأثر بالعديد من المتغيرات التي تحدد عمل هذه الأسواق.<sup>(1)</sup>

إن المخاطر التي تواجه مؤسسة التمويل الدولية الواردة أعلاه، ليست حكرًا فقط على القطاعات التي تمويلها، لكنها تتجاوز ذلك لتشمل طبيعة الدول التي تستثمر فيها وتنوع الشركاء والمانحين الذين تتعامل معهم. وهذا ما يثبت خطأ الفرضية الثالثة.

### 4.3. تنوع المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية

بين الانتقادات التي وجهت لمؤسسة التمويل الدولية في أداء أعمالها في العديد من الدول النامية، وافتقار بعض مشاريعها إلى الكفاءة ومعايير الاستدامة التي أعدتها هذه المؤسسة. لم يمكن لأي طرف من إنكار الدور الإيجابي الذي أسهمت به هذه المؤسسة إلى جانب البنك الدولي للإنشاء والتعمير، والمؤسسة الدولية للتنمية في خلق فرص للاستثمار، وبناء قطاع خاص متنوع في اقتصاديات تنصدها الهشاشة الاقتصادية، الاجتماعية والأهم السياسية.

وقد كان هذا النجاح مرتبط بالخطوط الإرشادية التي اعتمدها المؤسسة في عملها، والتي كانت أهمها على الإطلاق: تنوع المحفظة الاستثمارية، التي كانت بمثابة القناة الرئيسية لمواجهة التحديات المرتبطة بالمخاطر والرهانات التي تحكم تمويلها في أزيد من (100) دولة حول العالم.

#### 1.4.3. أساليب تنوع المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية

لم يكن تنوع المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية قائمًا على ردم الفجوة بين المخاطر التي تواجهها والعوائد التي تسعى لتحقيقها، وإنما كان أسلوبًا قائمًا على الموازنة بين أهدافها الاقتصادية، الاجتماعية والبيئية في ظل إستراتيجية مجموعة البنك الدولي التي تهدف أساسًا إلى القضاء على الفقر المدقع وتحقيق النمو المستدام بحلول عام (2030)، قبل أن تكون أهداف الألفية الإنمائية وأهداف قمم الأرض التي سبقتها أهم المرتكزات التي غطت على مسارات التنوع لدى المؤسسة.

ولأن عمل المؤسسة يمثل الجوانب جميعها، فإن التنوع الذي اعتمده كان مثاليًا إلى حد كبير. ويمكن تحديد ذلك اعتمادًا على ما تم ذكره سابقًا. في تفصيل أساليب التنوع لدى المؤسسة لمحفظتها الاستثمارية.

#### 1.1.4.3. تنوع أصول المحفظة

يعد هذا الأسلوب، من أهم أساليب التنوع المعتمد لدى مؤسسة. وهو أسلوب كان له تأثير إيجابي في أدائها المالي لسنوات طويلة وكما تم استعراضه في الجدول رقم (4.3) حول أصول المحفظة الاستثمارية.

(1). مؤسسة التمويل الدولية، تهيئة الأسواق، مرجع سبق ذكره، ص: 92.

والتي يمكن تلخيصها في: (1)

**1) القروض:** تعد القروض من الأصول المالية الرئيسية المكونة للمحفظة الاستثمارية للمؤسسة. هذه القروض التي تتميز بالتنوع من حيث تواريخ استحقاقها (متوسطة وطويلة الأجل)، من حيث عملاتها (بنوك، شركات، مؤسسات مالية... الخ).

**2) أسهم رأس المال:** يعد الاستثمار في أسهم الشركات من أهم الأصول المالية التي تعتمد عليها المؤسسة، والذي تتراوح نسبته بين (5%) و (20%) من أسهم رأس مال الشركة.

**3) السندات:** وهي من قبل الأوراق المالية التي اعتمدها المؤسسة في تمويل مشاريعها والشركات المتعاملة معها. ويتخذ هذا الجانب أهمية كبيرة في مجال الاستثمار لدى المؤسسة، وقد تضاعف استخدام المؤسسة لهذه الأصول من سنة إلى أخرى، وتنوعت تبعاً لتنوع القطاعات على غرار: السندات الخضراء، والسندات العقارية،... الخ.

ويمكن التنويه، إلى أن المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية خليط متنوع بشكل رئيسي من حيث الأدوات والمنتجات المالية، كما تم الإشارة إليه سابقاً. مع أن عملية التحديد الدقيق لهذه الأدوات، تتطلب الإلمام بشكل كبير بعمليات هذه المؤسسة وارتباطاتها المختلفة مع الجهات المتعاملة معها خاصة الشركات المانحة، منظمات الأعمال،... الخ.

وعليه، فإن التمويل المختلط، التمويل المنظم (أو المهيكّل). يعكس نوع جديد من الأدوات المالية التي اعتمدها مؤسسة التمويل الدولية.

### 2.1.4.3. التنوع القطاعي

تتعلق مؤسسة التمويل الدولية في عملها، باعتماد على: "تسترشد أنشطة المؤسسة بتصميمها على تقديم المساعدة حينما تشد إليها الحاجة، وإن على المساعدة التي تقدمها تحقيق أفضل النتائج". (2) وهذا يدل، على أن أنشطتها شاملة لجميع القطاعات التي لها دور في تحقيق التنمية الشاملة وتعزيز الرخاء المشترك وتبني مؤسسة التمويل الدولية مجموعة من الأنشطة في مجال عملها.

وتشمل مجالات أنشطة مؤسسة التمويل الدولية: (3)

(1). مؤسسة التمويل الدولية، تهيئة الأسواق، مرجع سبق ذكره، ص: 69.

(2). مؤسسة التمويل الدولية، أهمية الخبرة، التقرير السنوي 2016، واشنطن، 2016، ص: 72.

(3). مؤسسة التمويل الدولية، تهيئة الأسواق، مرجع سبق ذكره، ص: 73-75.

• الصناعات الزراعية والغابات، والتي ترتبط بتوفير الغذاء وتحقيق التنمية الزراعية، وهي إحدى الركائز الرئيسية في برنامج التمويل لهذه المؤسسة، والأمر ينطبق على حماية الغابات، والمحافظة على نظمها المختلفة؛

• الصحة والتعليم، يعد هذين المجالين أكثر المجالات حساسية في مجال التنمية. وحظيت بالاهتمام الأكبر في إستراتيجية المؤسسة خاصة مع الوضع الهش الذي يميز القطاعين في الدول النامية؛

• المؤسسات المالية، وتعد قاعدة ارتكاز مهمة في تعبئة المؤسسة لجزء معتبر من مواردها المالية؛

• البنى التحتية الاتصالات السلكية واللاسلكية وتكنولوجيا المعلومات، وهي المجالات الحساسة ولها دور محوري في تحقيق التنمية للأفراد؛

• الصناعات التحويلية، النفط والغاز والتعدين؛

• السياحة وتجارة التجزئة والعقارات... الخ.

تعد هذه المجالات رئيسية في عمل المؤسسة، وتحظى بالأولوية القصوى، ومحورها الأساسي هو القطاع الخاص الذي يقود قاطرة البناء وتحقيق الأثر الإنمائي.

وبشكل أكثر تحديدا، تتخذ مسارات التمويل لدى المؤسسة، ثلاث قنوات:

### 1) التمويل الاقتصادي، الذي يظهر من خلال:<sup>(1)</sup>

• تمويل الجهاز المصرفي؛

• تعبئة رأس المال من أجل التنمية من مستثمرين آخرين- بنوك، صناديق سيادية، صناديق معاشات

التقاعد وشركاء آخرين-؛

• بناء أسواق رأس مالية ذات كفاءة؛

• التعاون مع المؤسسات لتدعيم منشآت الأعمال.

### 2) التمويل الاجتماعي، ويظهر من خلال:<sup>(2)</sup>

• زيادة الإمكانات الاقتصادية للمرأة ( المساواة بين الجنسين)؛

• زيادة الفرص المتاحة أمام صغار المزارعين، الأمن الغذائي؛

• تدعيم رأس المال البشري.

### 3) التمويل البيئي، ويظهر من خلال:<sup>(3)</sup>

(1). مؤسسة التمويل الدولية، تهيئة الأسواق، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

(2). مؤسسة التمويل الدولية، قوة الشراكات ( يمكننا إنهاء الفقر المدقع بحلول عام 2030 وتعزيز الرخاء المشترك)، مرجع سبق ذكره،

ص: 56.

(3). مؤسسة التمويل الدولية، تهيئة الأسواق، مرجع سبق ذكره، ص: 23.

- استحداث منتجات مالية لتدعيم التوجه البيئي للمشاريع على غرار: إصدار السندات الخضراء؛
- إعداد دراسات جدوى بيئية وتمويل المشاريع التي تسهم في المحافظة على البيئة: التنوع البيولوجي، النظم الغابية،...الخ.

### 3.1.4.3. التنوع الجغرافي

مند نشأتها منتصف خمسينيات القرن العشرين، توسعت دائرة عمل مؤسسة التمويل الدولية لتمثل أقاليم العالم الخمس التي تمثلها الدول التي تعمل فيها المؤسسة.

وتشمل هذه الأقاليم:<sup>(1)</sup>

- شرق آسيا والمحيط الهادي؛
- أوروبا وآسيا الوسطى؛
- أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي؛
- الشرق الأوسط وشمال إفريقيا؛
- جنوب آسيا؛
- أفريقيا جنوب الصحراء.

ويبين الجدول التالي أهم القروض والمنح، الاستثمارات في أسهم رأس مال المقدمة من طرف مؤسسة التمويل الدولية.

الجدول رقم (5.3): القروض، المنح، الاستثمارات في أسهم رأس المال والضمانات المقدمة حسب المناطق

الوحدة: (مليار دولار)

جنوب آسيا	الشرق الأوسط وشمال أفريقيا	أفريقيا جنوب الصحراء	شرق آسيا والمحيط الهادي	أوروبا وآسيا الوسطى	أمريكا اللاتينية	
9.6	7.1	16.2	9.7	9.5	9.7	2017
11.3	6.3	13.3	11.4	10.3	11.4	2016
11	5	15	9	10	10	2015
13.6	4.8	16.1	10	11	9.8	2014
1.7	2	3.5	2.9	3.2	4.8	2013
1.3	2.2	2.1	2.5	2.9	3.7	2012
0.7	1.6	2.2	1.9	2.7	-	2011
1	1.6	2.4	1.5	3	3	2010

المصدر: إعداد الطالبين اعتماد على: تقارير مؤسسة التمويل الدولية للفترة (2010-2017).

<sup>(1)</sup>. مؤسسة التمويل الدولية، تهيئة الأسواق، مرجع سبق ذكره، ص: 63.

من خلال قراء الجدول، يلاحظ التغير في قيمة الاستثمارات التي قامت بها المؤسسة في المناطق الستة خلال الفترة (2010-2017)، تبعا لنوع المنتجات التي اعتمدها (قروض، منح، استثمار في رأس المال وضمانات). وتظهر الإحصائيات، أن إقليم أفريقيا جنوب الصحراء هو الذي يستحوذ على النصيب الأكبر من استثمارات المؤسسة وهذا يرجع لطبيعة دول هذا الإقليم التي يميزها الفقر المدقع، والهشاشة في جميع المجالات التنموية.

كما يظهر الجدول، أن عام 2016 شهد أكبر وتيرة في عمل المؤسسة في الأقاليم الستة، تعكسها مقدار الاستثمارات التي قامت بها المؤسسة. ولا يمكن تقديم تفسير حول الانخفاض والارتفاع في مقدار هذه الاستثمارات إلا بالعودة لنوع المنتجات التي تركزت في كل إقليم، ونهج المؤسسة في كل إقليم مع الإشارة إلى أن عمل المؤسسة في كل إقليم تحدده ضوابط مرتبطة بالبلد المستضيف لاستثمارات المؤسسة، دون تجاهل المتغيرات التي تحكم سوق التمويل الدولي والقطاعات التي تمولها المؤسسة فضلا عن الجهات المتعاملة معها.

ويظل تقييم هذه النواتج مرتبط بنظام المؤسسة. ومن تم، فإن التراجع الذي يسجل في إقليم من عام إلى آخر لا يعكس نتيجة سلبية، بل قد يكون إيجابيا من منظور الإستراتيجية التي وضعتها المؤسسة، تبعا لنظام النواتج الذي تعمل به.

### 2.4.3. التنوع وأولويات الاستثمار في المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية

تعمل المؤسسة كما سبق ورأينا على استثمار أموالها في محفظة متنوعة معتمدة في ذلك على مبدأ: العائد المحقق والمخاطر المصاحبة له.

ولكي تصل المؤسسة إلى التنوع الذي يخفف من حجم المخاطر المصاحبة لمختلف عمليات أنشطتها، فإن إستراتيجيتها قائمة على وضع أولويات استثمارية لمحفظتها الاستثمارية.

**الأولوية الأولى**، تستثمر المؤسسة أكبر قدر من أموالها على شكل قروض، وترجح المؤسسة الأولوية لهذا الاستثمار لما يحققه من ربحية مع الحصول على فوائد ثابتة؛

**الأولوية الثانية**، وتمثلها أسهم رأس المال، وقد ارتفعت حصة هذا الاستثمار بشكل تدريجي ضمن استثمارات المؤسسة في الأعوام الأخيرة بالنظر للتحسن المستمر في سوق الأسهم، وما انعكس على ارتفاع العوائد المحققة؛

**الأولوية الثالثة**، وتمثلها الاستثمار في الضمانات.

الجدول رقم (6.3): تطور محفظة الاستثمار لمؤسسة التمويل الدولية ( الوحدة: النسبة المئوية)

2017	2016	2015	2014	2013	
81.34	72.83	60.56	44	46.43	القروض
13.50	23.34	25.10	42.43	37.93	أسهم رأس المال
4.56	3.40	14.31	13.40	14.89	الضمانات
0.60	0.43	0.3	0.2	0.75	منتجات أخرى

المصدر: إعداد الطالبين اعتمادا على: تقارير مؤسسة التمويل الدولية للفترة (2013-2017).

من خلال قراءة الجدول، نلاحظ :

- 1) ارتفاع نسبة مساهمة القروض في إجمالي استثمارات المؤسسة خلال الفترة (2013-2017)، حيث شهد عام (2017) أعلى نسبة بمقدار (81.34%)، لتليها أسهم رأس المال بنسبة (13.50%)، لتكون الضمانات والمنتجات الأخرى هي الأقل بنسبة (4.56%) و(0.60%) على التوالي؛
- 2) انخفاض الاستثمار في أسهم رأس المال خلال الأعوام 2016، 2017، و2015، مع ارتفاع ملحوظ عام (2014) بنسبة (42.13%)؛

3) تسجيل انخفاض مستمر في ضمانات الاستثمار خلال الفترة (2013-2017).

إن تغير النتائج أعلاه، مرتبط بدرجة أولى بأولويات المؤسسة القائمة على المفاضلة بين أدواتها ومنتجاتها المالية التي تحقق لها أقل درجة من المخاطر (سواء كانت مخاطر مالية أو غير مالية) خاصة في الدول التي شهدت حراكا سياسيا وعدم استقرار اقتصادي وأمني على غرار: دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وهذا ما جعل من أولوية الاستثمار في القروض أنسب مقارنة بالأسهم.

من ناحية أخرى، سياسة المؤسسة الاستثمارية في القطاعات، والأقاليم تحكمها معايير عديدة تضبطها المؤسسة تبعا للنتائج المحققة والإخفاقات المسجلة.

وهذا ما يعني، أولويات الاستثمار لدى مؤسسة التمويل الدولية قائمة على تحقيق الهدف الأساسي للمؤسسة، وهو تعزيز الأثر الإنمائي في الدول التي تتعامل معها.

الجدول رقم (7.3): عائد محفظة مؤسسة التمويل الدولية ( الوحدة: مليون دولار)

2017	2016	2015	2014	2013	
1.298	1.126	1.123	1.065	996	عائد القروض والضمانات
707	518	427	1.289	732	عائد أسهم رأس المال
282	129	132	89	69	عائد سندات الديون

المصدر: إعداد الطالبين اعتمادا على: تقارير مؤسسة التمويل الدولية للفترة (2013-2017).

نلاحظ من خلال تحليل الجدول:

- (1) ارتفاع العائد المحقق على القروض والضمانات من عام إلى آخر، وسجل عام (2017) قيمة مليار و(298) مليون دولار مقابل (996) مليون دولار عام (2013)، أي بزيادة قدرها (302) مليون دولار؛
- (2) ارتفاع العائد المحقق على أسهم رأس المال عام (2014) إلى مليار و(289) مليون دولار، ليسجل تراجعاً معتبراً عام (2015)، ليرتفع مجدداً عامي (2016) و(2017) على التوالي؛
- (3) ارتفاع عائد سندات الديون من عام إلى آخر ليسجل عام (2017) أعلى قيمة بمقدار (282) مليون دولار بزيادة قدرها (213) مليون دولار مقارنة بعام (2013).

إن العوائد أعلاه، مرتبطة بحجم الاستثمارات التي قامت بها المؤسسة خلال هذه الفترة، وبكفاءة الأسواق المالية المستثمر فيها بالإضافة إلى جودة الأوراق المالية وتنوعها تبعاً للقطاعات المستثمر فيها. لقد كان تنويع المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية تحصيل حاصل لطبيعة عمل هذه المؤسسة، وللأغراض التي أنشئت من أجلها والتي تصب في اتجاه تحقيق الرخاء المشترك وتعزيز النمو المستدام في الدول النامية.

من ناحية أخرى، نجد أن مجال التركيز الأول لعمل المؤسسة هو الأسواق عالية المخاطر أو الجديدة في التعامل، وهذا ما يؤثر لفكرة مؤداها أن تنويع المحفظة الاستثمارية للمؤسسة كان سياسة ثنائية الجانب: **جانب غير مخطط**، استدعته طبيعة عمل المؤسسة وارتكازها على التمويل الإنمائي الذي ينطوي على درجة عالية من المخاطر، **جانب مخطط**، تمثله كمية الأدوات والمنتجات التي ابتكرتها المؤسسة منذ إنشائها لتعزيز آثارها الأربعة السالفة الذكر، وتحقيق أكبر قدر من العوائد سواء اقتصادية، اجتماعية أو بيئية لها وللدول التي تستثمر فيها وتخفيض المخاطر التي تصاحب عملها.

ومن هنا يمكن أن نقول، بأن تنويع المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية كان إستراتيجية أوجدتها طبيعة عمليات أنشطة المؤسسة، والدول التي تعمل فيها والأغراض الرئيسية التي تسعى إليها من خلال عملياتها قبل أن يكون إستراتيجية موجهة خصيصاً لتخفيض المخاطر. وهذا ما يجعل **الفرضية الرابعة خاطئة** ضمن حدود معينة.

### 5.3. مجالات تأثير تنويع المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية على تخفيض المخاطر

إن الوصول إلى إقرار العلاقة بين تنويع المحفظة الاستثمارية وتخفيض المخاطر لمؤسسة التمويل الدولية ليس من الأمر السهل، بل هو صعب جداً بالنظر لتعقيد مسارات عمل هذه المؤسسة، وتنوع أنشطتها. والأهم تعدد أدواتها ومنتجاتها، التي تزداد من عام لآخر.

يضاف إلى ذلك هيمنة المؤسسة على التمويل الإنمائي المقدم للقطاع الخاص في الدول النامية، وتوسع استثماراتها لتشمل جميع القطاعات ذات الصلة بقضايا التنمية، فضلا عن تنوع شركائها من حكومات، منظمات أعمال، صناديق استثمار، مؤسسات مالية... الخ. هذا ما أوجد حلقة بالغة التعقيد لتأكيد مسار هذه العلاقة.

وضمن هذا الإطار سنركز على محورين رئيسيين لتحليل هذه العلاقة ومعرفة قوة أو ضعف الارتباط بين هذين المتغيرين اعتمادا على ما تم تناوله آنفا من إحصائيات ومعلومات

(1) إدارة المخاطر

(2) حوكمة الشركات

### 1.5.3. ملامح عامة حول الأداء المالي وعمليات أنشطة مؤسسة التمويل الدولية

نظرا لكثافة حجم المعاملات المالية والإنمائية التي تقوم بها مؤسسة التمويل الدولية، وتوسع دائرة أنشطتها في أقاليم العالم فإن ذلك تطلب إيجاد نظام قادر على تتبع وتطور مختلف عمليات المؤسسة، وعلاقتها مع الشركاء، ورصد أداء الجهات المتعاملة معها خاصة الشركات. هذا النظام سمي بنظام تتبع النواتج الإنمائية.

هذا النظام، إطار لرصد أداء الشركات المتعاملة مع المؤسسة وتتبع نواتجها الإنمائية مباشرة. وتشكل التقديرات التصنيفية لنظام تتبع النواتج الإنمائية، في حالة عمليات الاستثمار، مزيجا مركبا من أربعة مجالات للأداء: الآثار المالية، والآثار الاقتصادية، والآثار البيئية والاجتماعية، والآثار الإنمائية الأوسع نطاقا للقطاع الخاص.<sup>(1)</sup>

الجدول رقم (8.3): أبرز ملامح الأداء المالي لمؤسسة التمويل الدولية لأعوام مختارة (الوحدة: مليون دولار)

البيان	2008	2009	2010	2011	2014	2015	2016	2017
صافي الدخل (الخسارة)	1.547	(151)	1,746	1,579	1,483	445	(33)	1,418
منح إلى المؤسسة الدولية للتنمية	500	450	200	600	251	340	330	101
الدخل قبل تقديم المنح إلى المؤسسة الدولية للتنمية	1.047	299	1,946	2,179	1,739	749	296	1,523
مجموع الأصول	49.471	51,483	61,075	68,490	84,130	87,548	90,434	92,254
صافي القروض والمساهمات في أسهم رأس المال وسندات الديون	22.214	22,214	25,944	29,934	38,176	37,578	37,356	40,519

(1). مؤسسة التمويل الدولية، تهيئة الأسواق، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

## الفصل الثالث تحليل تأثير تنويع المحفظة الاستثمارية في تخفيض المخاطر لمؤسسة التمويل الدولية

14,658	13,664	14,834	14,890	13,126	10,146	7,932	-	القيمة العادلة التقديرية للاستثمارات في رأس المال
<b>النسب الرئيسية</b>								
%1.60	%0.00	0.50%	%1.8	%2.4	%3.1	%0.3-	%3.4	العائد على متوسط الأصول (مبادئ المحاسبة المقبولة)
5.90%	- 0.10 %	1.80%	6.4 %	%8.2	%10.1	%0.9-	%9.6	العائد على متوسط رأس المال (مبادئ المحاسبة المقبولة)
82%	85%	81%	%78	83%	71%	75%	%62	الاستثمارات النقدية والسائلة كنسبة مئوية من صافي الاحتياجات النقدية المقدرة على مدى السنوات الثلاث التالية
1:2.7	1:2.8	1:2.6	1:2.7	2.6:1	2.2:1	2.1:1	1.6:1	نسبة الديون إلى المساهمات في رأس المال
19.4	19.2	19.2	18.0	14.4	12.8	10.9		إجمالي الموارد اللازمة
23.6	22.5	22.6	21.6	17.9	16.8	14.8		إجمالي الموارد المتاحة (بمليارات الدولارات)
%6.1	%7.4	%7.5	%6.9	%6.6	%7.4	%7.4	%5.5	مجموع احتياطي تغطية خسائر القروض إلى حافطة القروض المدفوعة

المصدر: إعداد الطالبين اعتمادا على: تقارير مؤسسة التمويل الدولية للأعوام الواردة في الجدول.

نلاحظ من خلال الجدول :

- 1) تباين قيمة صافي دخل المؤسسة خلال الأعوام المختارة. هذا التباين يتراوح من عام لأخر حيث:
  - بين عامي 2008 و 2009، تراجعت قيمة صافي دخل المؤسسة حيث قدر عام (2009) بخسارة (151) مليون دولار مقابل (2) مليار و(490) مليون دولار عام (2007)، وهذا راجع إلى زيادة تدخل المؤسسة في تقديم المنح للمؤسسة الدولية للتنمية ، وكذلك تأثر البيئة الاستثمارية بمختلف الأزمات؛
  - الفترة ( 2010 - 2014 )، زاد صافي دخل المؤسسة نظرا لتحسن ظروف السوق واستقراره، حيث بلغ عام (2010) حوالي (01) مليار و(746) مليون دولار؛
  - الفترة (2015-2017)، وتيرة الارتفاع والانخفاض ظلت مستمرة حيث حققت المؤسسة دخل صافي عام 2017 بحوالي (1) مليار و(418) مليون دولار، مع تسجيل انخفاض مستمر عام 2015 و 2016
- 2) ارتفاع أصول المؤسسة من عام إلى آخر، حيث سجلت عام 2017 قيمة 92 مليار و 254 مليون دولار مقابل 40 مليار و 599 مليون دولار أي بزيادة قدرها 51 مليار و 655 مليون دولار.

الجدول رقم (9.3): أبرز عمليات أنشطة المؤسسة (الوحدة: مليون دولار)

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	
<b>ارتباطات استثمارية طويلة الأجل</b>									
11.854	11.117	10.539	9.967	11.008	15.462	12.186	12.664	10.547	لحساب المؤسسة الخاص
342	334	406	364	388	576	518	528	447	عدد المشروعات
75	78	83	73	77	103	102	103	103	عدد البلدان
7.461	7.739	7.133	5.142	6.504	-	-	-	-	تعينة الموارد الأساسية
3.475	5.416	4.194	3.098	3.098	2.691	4.680	1.986	1.858	القروض المشتركة
2.207	1.054	1.631	1.106	1.696	1.727	1.340	2.358	1.927	مبادرات المؤسسة وغيرها
531	476	761	831	768	437	454	236	8	صناديق شركة إدارة الأصول التابعة للمؤسسة
1248	793	548	113	942	41	-	-	-	الشراكة بين القطاعين العام والخاص
19.316	18.856	17.672	15.109	17.512	4.896	6.474	5.377	3.962	إجمالي ارتباطات عمليات الاستثمار
<b>مدفوعات الاستثمار</b>									
10.355	9.953	9.264	8.904	9.971	7.981	6.715	6.793	-	لحساب المؤسسة الخاص
2.248	4.429	2.811	2.190	2.142	2.587	2.029	2.855	1.958	القروض المشتركة
12.602	14.382	12.075	11.094	12.113	-	-	-	-	إجمالي مدفوعات الاستثمار
<b>محفظة ارتباطات المؤسسة</b>									
2.005	2.006	2.033	2.011	1.948	1.825	1.737	1.656	1.579	عدد الشركات
55.015	51.994	50.402	51.735	49.617	45.279	42.828	38.864	34.502	لحساب المؤسسة الخاص
16.047	16.550	15.330	15.258	13.633	11.166	12.387	9.302	8.299	القروض المشتركة
71.062	68.544	65.732	66.993	63.250	-	-	-	-	إجمالي محفظة ارتباطات المؤسسة
<b>التمويل قصير الأجل</b>									
3.815	2.807	2.837	3.019	-	-	-	-	-	متوسط الرصيد غير المسدد
<b>الخدمات الاستشارية</b>									

245.7	220.6	202.1	234.0	231.9	197.0	181.7	166.4	157.8	نفقات برامج الخدمات الاستشارية
63%	62%	65%	66%	65%	65%	64%	62%	52%	حصة البرنامج في البلدان المؤهلة للاقتراض من المؤسسة الدولية للتنمية

المصدر: إعداد الطالبين اعتمادا على: تقارير مؤسسة التمويل الدولية للفترة (2009 - 2017).

نلاحظ من خلال الجدول :

(1) ارتفاع قيمة ارتباطات المؤسسة من عام لآخر حيث وصلت 19 مليار و 316 مليون دولار عام 2017 مقابل 3 مليار 962 مليون دولار عام 2009. وهذا راجع إلى الزيادة الملحوظة في عدد المشروعات وكذا زيادة ارتباط المؤسسة بعدد من الدول خلال لهذه الفترة.

(2) ارتفاع محسوس في إجمالي مدفوعات الاستثمار حيث بلغ عام 2009 حوالي 01 مليار و 958 مليون دولار مقابل 14 مليار و 382 مليون دولار عام 2016.

(3) ارتفاع نسبة برنامج الخدمات الاستشارية على مدار الفترة إلى أزيد (52%)، وهذا ما يبرز أهمية هذا الجانب في عمل مؤسسة التمويل الدولية.

إن قراءة بسيطة في دلالة الحسابات والمؤشرات التي تعتمدها المؤسسة في تقدير أداءها المالي، ومن ثم مدى الوفاء بالتزاماتها وتعهداتها اتجاه المانحين والعملاء يبرز درجة التشابك والتعقيد في تناول هذا الجانب خاصة عند تحديد المخاطر.

### 2.5.3. سياسة إدارة المخاطر والسياسة المالية

واحدة من أهم الإدارات في مؤسسة التمويل الدولية " إدارة السياسات المالية وسياسة المخاطر". هذه الإدارة يتزأسها نائب الرئيس لشؤون إدارة المحفظة والمخاطر، وهي إدارة مستقلة عن كافة مجموعات المعاملات ومسؤولة عن وضع توصيات بشأن: (1)

- السياسة المالية وقضايا إدارة المخاطر؛
- مناهج قياس المخاطر؛
- تخصيص رأس المال وتسعييره؛
- المبادئ التوجيهية الداخلية للسياسات المالية؛
- رصد الامتثال لهذه المبادئ؛

(1) مؤسسة التمويل الدولية، الاستثمار في تحقيق التقدم بالخبرة والابتكار والشراكة، التقرير السنوي 2005، واشنطن، 2005، ص:74.

• القضايا المتعلقة بوكالة تحديد المراتب الإنمائية.

للمؤسسة سياسات تحدد المبادئ التوجيهية المتعلقة بالتعويض للمخاطر القطرية، القطاعات، والمنتجات، المجموعات. وفي حين تفيد المبادئ التوجيهية في الحد من التعرض لمخاطر الأعمال وترصدها، فإن المؤسسة تجد أيضا من المخاطر المالية التي تتعرض لها من خلال الأخذ بسياسات مالية محافظة.

### 1.2.5.3. إدارة حافظة المشاريع

تشكل إدارة الحافظة جزءا أساسيا في إدارة عمل مؤسسة التمويل الدولية لضمان تحقيق نتائج مالية وإنمائية قوية لما تقوم به من مشاريع. يقوم جهاز إدارة مؤسسة التمويل الدولية باستعراض الحافظة العالمية بأكملها كل ثلاثة شهور ورفع تقرير سنوي عن أداء الحافظة إلى مجلس الإدارة، كما تقوم فرق الحوافظ التي يتمركز معظمها في المكاتب القطرية، بإجراء مراجعات شاملة للأصول كل على حدة لاستكمال المراجعات ربع السنوية.<sup>(1)</sup>

(1) **على الصعيد المؤسسي**، تمزج المؤسسة بين تحليل أداء حافظة مشاريعها مع استقراءات وتوقعات الاتجاهات الاقتصادية الكلية العالمية واتجاهات الأسواق لإثراء عمليات اتخاذ القرارات بشأن الاستثمارات في المستقبل. وتجري المؤسسة اختبارات بانتظام لأداء الحافظة في ظل المستجدات والتطورات الاقتصادية الكلية المحتملة في الأسواق الصاعدة لتحديد المخاطر والتصدي لها بصورة استباقية. وتستخدم منهجية اختبارات التحمل المالي أساسا لتحديد الأثر المحتمل للأحداث الاقتصادية الكلية على حافظة المؤسسة.

(2) **على مستوى المشاريع**، تنتشط المؤسسة في رصد مدى التقيد باتفاقيات الاستثمار وزيارة مواقع العمل للتحقق من أوضاع المشاريع والمساعدة في تحديد الحلول الضرورية للتصدي للمشكلات المحتملة، كما يتم تتبع الأداء البيئي والاجتماعي بانتظام وقياس النتائج المالية والإنمائية.

بالنسبة للمشاريع التي تواجه مشكلات مالية، تقرر إدارة العمليات الخاصة بالإجراءات التصحيحية الملائمة. وتسعى هذه الإدارة إلى التفاوض على اتفاقيات مع جميع الدائنين والمساهمين لتقاسم أعباء إعادة الهيكلة كي يتسنى حل المشاكل مع استمرار المشروع المعني في العمل.

### 2.2.5.3. كفاية رأس المال والقدرات المالية

تتيح الإدارة التحوطية للمخاطر والمركز المالي القوي للمؤسسة الحفاظ على قوتها المالية وإقراضها في أوقات الاضطرابات الاقتصادية والمالية. وتؤدي القوة المالية للمؤسسة إلى تخفيض تكاليف الاقتراض مما يمكنها من تقديم التمويل بتكلفة معقولة للجهات المتعامل معها.

(1). مؤسسة التمويل الدولية، أهمية الخبرة، مرجع سبق ذكره، ص: 99.

وتتجسد سلامة إدارة المخاطر والمركز المالي للمؤسسة وجودتهما في التصنيف الائتماني في فئة (AAA) التي حافظت عليها المؤسسة منذ بدء التغطية عام 1989.<sup>(1)</sup>

وفي هذا المنحى، تفرض المؤسسة حد أدنى لنسبة كفاية رأس المال يبلغ (30) في المائة من الأصول المرجحة بالمخاطر وحد أقصى لنسبة الديون زائد الأصول النوعية، بما في ذلك الضمانات القائمة إلى صافي قيمة الأصول يبلغ (01 إلى 04) مادامت المؤسسة مدينة بقروض مستحقة للبنك الدولي للإنشاء والتعمير.<sup>(2)</sup>

وتقيم المؤسسة الحد الأدنى لرأس مالها باستخدام إطار رأس المال الاقتصادي الخاص بها الذي يتسق مع إطار بازل وأفضل الممارسات الرئيسية في هذا المجال.

ويتم حساب رأس المال الاقتصادي لأنواع المخاطر التالية:

• مخاطر الائتمان، احتمال الخسارة نتيجة لتعثر الجهة المتعاملة معها وتخلفها عن السداد أو تخفيض درجة تصنيفها؛

• مخاطر الأسواق، احتمال الخسارة نتيجة للتغيرات التي تطرأ على المتغيرات السوقية (مثلا أسعار الفائدة وأسعار الصرف، وأسهم رأس المال، أو أسعار السلع الأولية)؛

• مخاطر العمليات، احتمال حدوث أخطاء إدارية بشأن اتخاذ القرارات في المؤسسة.

لقد كان لهذه السياسة دورا استراتيجيا في تحكم المؤسسة في مخاطرها اعتمادا على محفظتها الاستثمارية. أين يتشكل إجمالي الموارد المتاحة للمؤسسة من رأس مالها المدفوع والأرباح المحتجزة بعد خصم المخصصات والأرباح المؤكدة غير المحققة، وإجمالي احتياطات خسائر القروض.

ويسمح فائض رأس المال المتاح بالإضافة إلى ما هو مطلوب لمساندة العمل القائم بنمو حافظة المؤسسة في المستقبل وتوفير سد منيع للوقاية أمام الهزات والصدمات الخارجية غير المتوقعة.<sup>(3)</sup>

وفي 30 جوان 2016، بلغ إجمالي الموارد المتاحة (22.5) مليار دولار في حين بلغ الحد الأدنى لرأس المال المطلوب (19.2) مليار دولار.<sup>(4)</sup>

كانت هذه السياسة من أنجح السياسات التي سمحت لمؤسسة التمويل الدولية أن تتفوق على باقي مؤسسات التمويل الأخرى في مجال قدرتها على الموائمة بين كفاية رأس مالها ومخاطرها.

(1). مؤسسة التمويل الدولية، أهمية الخبرة، مرجع سبق ذكره، ص: 101.

(2). مؤسسة التمويل الدولية، الاستثمار في تحقيق التقدم بالخبرة والابتكار والشراكة، مرجع سبق ذكره، ص: 74.

(3). مؤسسة التمويل الدولية، أهمية الخبرة، مرجع سبق ذكره، ص: 101.

(4). نفس المرجع، ص: 101.

### 3.2.5.3. إدارة مخاطر الخزنة

تقوم مؤسسة التمويل الدولية بتعبئة الأموال من أسواق رؤوس الأموال الدولية لتقوم بإقراضها إلى القطاع الخاص، وضمان توفير سيولة كافية للحفاظ على درجة التصنيف الائتماني من الفئة (AAA) التي تتمتع بها.

وتتضمن عمليات الإصدار سندات قياسية بالعملة الرئيسية كالدولار الأمريكي، وعمليات إصدار خاصة بمحاور تركيز محددة لمساندة الأولويات الإستراتيجية كتغير المناخ، وعمليات إصدار بعملة الأسواق الصاعدة لمساندة تنمية أسواق رأس المال.

الجدول رقم (10.3): الاقتراض في الأسواق الدولية في السنة المالية 2015 و 2016

النسبة المئوية	المبلغ بالدولار الأمريكي لسنة 2016	العملة	النسبة المئوية	المبلغ بالدولار الأمريكي لسنة 2015	العملة
68.0	10.765.218.000.00	الدولار أمريكي	54.5	8.621.527.000.00	الدولار الأمريكي
8.0	1.271.759.000.00	الدولار الأسترالي	15.1	2.381.527.000.00	الدولار الأسترالي
5.0	795.733.627.30	الريال برازيلي	7.9	1.247.752.840.45	الريال برازيلي
3.8	605.158.263.39	الين ياباني	4.4	690.844.961.00	الين ياباني
1.3	199.031.378.30	الروبية الهندية	4.1	646.237.823.36	الروبية الهندية
2.3	365.749.248.51	الرينمبي الصيني	3.9	611.959.012.97	الرينمبي الصيني
1.8	282.263.000.00	اليورو	2.2	340.150.000.00	اليورو
9.8	1.546.206.880.01	مصادر أخرى	8.1	1.278.496.036.62	مصادر أخرى
100	15.831.119.397.51	المجموع	100	15.818.877.201.40	المجموع

المصدر: إعداد الطالبين اعتمادا على: مؤسسة التمويل الدولية، التقرير السنوي لعامي 2015 و 2016.

من خلال قراءة الجدول نلاحظ، ارتفاع نسبة الأموال المقترضة من طرف المؤسسة عام 2016 مقارنة بعام 2015 بنسبة حيث أن أكبر حصة من الأموال المقترضة كانت بالدولار الأمريكي بنسبة (54.5%) عام 2015 مقابل (68.0%) عام 2016.

نلاحظ أيضا أن المؤسسة تركز في عملية الحصول على الموارد على العملات المحلية للبلدان التي تعرف استقرارا في قيمة عملتها، وانخفاض في درجة تقلب أسعار صرف عملتها، وهذا ما يمكنها من تخفيض المخاطر الناتجة عن عمليات الاقتراض.

ويعد الاقتراض من الأسواق المالية بعملات محلية من الأساليب المبتكرة التي استخدمتها المؤسسة، وهي أول جهة متعددة الأطراف تصدر سندات بالعملة المحلية في بلدان الأسواق الصاعدة. ومعظم ما تقرضه المؤسسة مقوم بالدولار غير أنها تقترض بمجموعة متنوعة من العملات. وذلك بغرض تنويع مصادر الحصول على التمويل، وتخفيض تكاليف الاقتراض، والمساعدة على تنمية أسواق رأس المال المحلية.<sup>(1)</sup> وقد شهد هذا الأسلوب نموا من عام إلى آخر منذ اعتماده لأول مرة عام 2009، وكان له تأثير إيجابي في التخفيف من مخاطر أسعار الصرف والتضخم.

### 4.2.5.3. إدارة السيولة

في 30 جوان 2016، بلغ إجمالي الأصول السائلة المدرجة بالميزانية العمومية لمؤسسة التمويل الدولية 41.4 مليار دولار مقابل 39.5 مليار دولار عام 2015. وتحتفظ المؤسسة بمعظم الأصول السائلة بالدولار الأمريكي.<sup>(2)</sup>

ويستخدم الدولار الأمريكي لتغطية المخاطر الناشئة عن الأصول المقومة بعملة أخرى غير الدولار أو مقابلة الالتزامات والخصوم بالعملة نفسها لإزالة الخطر الكلي للعملات. ويتم تحديد مستوى هذه الأصول بما يضمن توفر موارد كافية لتلبية التزامات المؤسسة حتى في أوقات الضغوط الشديدة التي تتعرض لها الأسواق. وتحتفظ المؤسسة بأصول سائلة في أدوات تدر فائدة تدار بنشاط مقابل معايير مرجعية محددة.<sup>(3)</sup> ومتطلبات السيولة في المؤسسة تحكمها سياسة التمويل المناظر وسياسة السيولة. وبموجب سياسة التمويل المناظر ترحل المؤسسة السيولة الموحدة بالنسبة للقروض المعتمدة وليس المنصرفة. وبموجب سياسة السيولة، فإن المؤسسة مطالبة بأن تحتفظ في كل الأوقات بمستوى الأصول السائلة لا يقل عن (65%) من صافي متطلبات التدفقات النقدية المقدرة لسنوات الثلاثة التالية.<sup>(4)</sup>

وحيازات المؤسسة من الأصول السائلة مكونة من محافظ مموله من السوق. ومن محفظة مموله من صافي قيمة الأصول. وتتم إدارة مخاطر سعر الفائدة في ضوء مدد مرجعية لكل محفظة منها، وتتم إدارة مخاطر العملة باستخدام مشتقات لتغطية مخاطر العملة. وتتم إدارة مخاطر الائتمان من خلال شرط الجدارة

(1). مؤسسة التمويل الدولية، قصصهم وحكاياتهم خلق الفرص حينما تمس الحاجة إليها، التقرير السنوي 2009، واشنطن، 2009، ص: 113.

(2). مؤسسة التمويل الدولية، أهمية الخبرة، مرجع سبق ذكره، ص: 100.

(3). نفس المرجع، ص: 100.

(4). مؤسسة التمويل الدولية، الاستثمار في تحقيق التقدم بالخبرة والابتكار والشراكة، مرجع سبق ذكره، ص: 74.

للاستثمار والقيود المفروضة على جهة الإصدار استنادا إلى الحجم والمرتبة الائتمانية وكذلك حدود التركيز المفروضة على الأصول.<sup>(1)</sup>

كانت مؤسسة التمويل الدولية مدركة تماما أن عملها سيكون محفوف بمختلف المخاطر المالية وغير المالية، البيئية والاجتماعية بالنظر لطبيعة عملها ولكونها المؤسسة الإنمائية الأولى في العالم. ومن هنا نتساءل هل تنوع أصول المحفظة الاستثمارية للمؤسسة كان مرتبط ومنظم من أجل تخفيض المخاطر أم مجرد إجراء اتبعته المؤسسة لتغطية احتياجات كل الاقتصاديات التي تعمل فيها !!!

### 3.5.3. حوكمة الشركات: نحو تخفيض المخاطر في مؤسسة التمويل الدولية

كانت ارتباطات المؤسسة مع الجهات المانحة والشركاء، وتنوع أصولها وعمليات أنشطتها في أقاليم العالم عرضة لمخاطر الفساد بكل أشكالها خاصة وأنها تنشط في بيئات تتسم بعدم الاستقرار الاقتصادي، السياسي والاجتماعي قياسا على دول أفريقيا جنوب الصحراء وبعض دول شمال إفريقيا والشرق الأوسط. لذلك، كانت مكافحة الفساد من أهم السياسات التي اعتمدها المؤسسة والتي تتسق مع رسالتها القائمة على تشجيع استثمارات القطاع الخاص القابلة للاستمرار، وتحتوي إرشادات مؤسسة التمويل الدولية وممارساتها الخاصة بالاستثمار عمليات وإجراءات تستهدف التخفيف من حدة مخاطر الفساد ومشاريعها.<sup>(2)</sup> إن تنوع المحفظة الاستثمارية للمؤسسة، وتعدد المنتجات أفرزت ضغوطا شديدة على إدارة المؤسسة خاصة في سعيها لتوفير كافة المعلومات والبيانات المرتبطة بمكونات هذه المحفظة. والأهم من ذلك، معلومات وحقائق حول العملاء الذين تتعامل معهم.

من جهة ثانية، يعتمد عمل المؤسسة وشركائها سواء حكومات، قطاع خاص، منظمات أعمال، على الشفافية والإفصاح عن المعلومات بشأن المشاريع، والخطط الاستثمارية التي تجمعها بالمؤسسة خاصة في مجال الخدمات الاستشارية التي تستحوذ على نسبة معتبرة من سيولة المؤسسة (رأس مالها الخاص)، والتي تعد من المحددات الرئيسية التي تمنح الثقة لهؤلاء العملاء، وتوفر لهم مناخا شفافا للمخاطرة بأموالهم، وسمعتهم أيضا.

لقد اتسم نظام الحوكمة لدى المؤسسة بقدر هائل من الدقة والوضوح، وبمستوى عال من الجودة والكفاءة، والذي جعل شركائها على اختلاف أنواعهم لا يترددون في زيادة حصصهم في المشاريع التي تمويلها المؤسسة على شكل أسهم أو سندات، أو في تدعيم الخدمات الاستشارية التي تعد قناة رئيسية في عمل المؤسسة.

(1). مؤسسة التمويل الدولية، الاستثمار في تحقيق التقدم بالخبرة والابتكار والشراكة، مرجع سبق ذكره، ص: 74.

(2). مؤسسة التمويل الدولية، قصص وحكاياتهم يخلق الفرصة حيثما تمس الحاجة إليها، مرجع سبق ذكره، ص: 109.

الجدول رقم (11.3): حصص الدول في الخدمات الاستشارية لعامي 2016 و 2017 (الوحدة: النسبة المئوية)

البلدان	2017	2016
الولايات المتحدة	22.19	22.19
اليابان	6.33	6.33
ألمانيا	5.02	5.02
فرنسا	4.72	4.72
المملكة المتحدة	4.72	4.72
الهند	4.01	4.01
الاتحاد الروسي	4.01	4.01
كندا	3.17	3.17
إيطاليا	3.17	3.17
الصين	2.41	2.41
174 بلد آخر	40.25	40.25
المجموع	100	100

المصدر: إعداد الطالبين اعتمادا على:

1. مؤسسة التمويل الدولية، أهمية الخبرة، التقرير السنوي 2016، واشنطن، 2016، ص 95.
2. مؤسسة التمويل الدولية، تهيئة الأسواق، التقرير السنوي 2017، واشنطن، 2017، ص: 86.

لقد حقق نظام الحوكمة منافع عديدة للمؤسسة، تركز في بناء شبكة كثيفة من المتعاملين مع المؤسسة، ووسع من دائرة نفوذها في العالم نظير الثقة التي اكتسبتها. من ناحية أخرى، ساهم نظام الحوكمة في تخفيض المخاطر المصاحبة لعمليات أنشطة المؤسسة في أكثر من دولة، خاصة ما ارتبط بمخاطر الفساد على غرار: غسيل الأموال، الرشوة، التهرب الضريبي. التي تعد من قبل التدفقات المالية الدولية المحرمة، وهذا ما انعكس بشكل إيجابي في زيادة الأثر الإنمائي للمؤسسة من عام إلى آخر.

إن توفير المعلومات الكافية حول مكونات المحفظة الاستثمارية للمؤسسة: قروض، أسهم رأس المال، سندات، ضمانات،... الخ، سواء كانت معلومات مرتبطة بطبيعة هذه المكونات (أصول المالية، المادية... الخ)، أو بخصائصها (طويلة، قصيرة، متوسطة الأجل)، أو بنوع القطاعات التي تمولها لها تأثير إيجابي في اتجاه المخاطر نحو الانخفاض، أي كان نوع هذه المخاطر.

لقد تمكنت المؤسسة في الأعوام الأخيرة، من تحقيق أثر إيجابي في شتى المجالات وربما الأزمة المالية لعام 2008، وأزمة الغداء العالمي لعام 2007، وما تبعها من أزمات متلاحقة عصفت بالاقتصاد العالمي خير دليل على قدرة هذه المؤسسة على امتصاص الصدمات، والتعامل باحترافية مع هذه الأحداث.

والأداء المالي لهذه المؤسسة كما يوضحه الجدول (8.3) يبين ذلك بوضوح، حيث في خضم الأزمة المالية، ارتفعت العديد من الأصول المالية للمؤسسة، وتنوع شركائها بشكل أكبر كما قدمت المؤسسة منتجات جديدة للأسواق.

وتقوم إستراتيجية حوكمة الشركات لدى مؤسسة التمويل الدولية على خطوط توجيهية رئيسية:<sup>(1)</sup>

- 1) تقديم الاستثمارات والخدمات الاستشارية بشأن أفضل الممارسات من أجل تحسين ممارسات مجالس الإدارة، وتدعيم حقوق المساهمين، وتحسين إدارة المخاطر والرقابة الداخلية والإفصاح المؤسسي؛
  - 2) التعامل مع البنك الدولي لضمان تطوير التشريعات واللوائح التنظيمية في الأسواق الصاعدة باستخدام الخبرات التي اكتسبتها المؤسسة مباشرة باعتبارها جهة استثمار (مثلا: تقديم المشورة إلى الجهات التنظيمية ومديري أسواق الأوراق المالية وغيرها من الجهات المهمة بتحسين حوكمة الشركات)؛
  - 3) تدعيم الشركاء المحليين الذين سيواصلون تقديم خدمات خاصة بحوكمة الشركات في المجال الطويل، ويتضمن ذلك مواد تدريبية وأدوات بناء المؤسسات في مجالات: رابطات مؤسسات، حوكمة الشركات، وضع المدونات وبطاقات قياس الأداء، التدريب على القيادة في مجلس إدارة الشركات، تسوية المنازعات، تدريب الصحفيين الاقتصاديين، تنفيذ ممارسات الحوكمة الجديدة في الشركات؛
- إن نهج الحوكمة الذي اعتمده مؤسسة التمويل الدولية، والذي يعتبر النظام الأكثر تقدما من نوعه على مستوى مؤسسات التمويل الإنمائية، جعل من هذا النهج مرتكزا رئيسيا تقوم بتنفيذه حاليا أكثر من (30) مؤسسة تمويل إنمائية.<sup>(2)</sup>

لقد ساعدت مبادئ حوكمة الشركات التي اعتمدها المؤسسة بالإضافة إلى نظام المساءلة الذي تحدده هيئة التقييم المستقلة التابعة لمجموعة البنك، في تحقيق قيمة مضافة لعمل المؤسسة خاصة فيما يرتبط بقدرتها على تجنب الصدمات غير المتوقعة في الأسواق، وإدارتها الجيدة لتحليل المعلومات المرتبطة بكافة أنشطتها، عملائها، موظفيها. وهذا ما ضاعف من ثقة المتعاملين معها، وأوجد مناخ تعاون أكثر استقرارا قادرا على مواجهة التحديات ومختلف المخاطر.

لقد ساهم مجال حوكمة الشركات المعتمد من قبل المؤسسة التمويل الدولية في تحكّم المؤسسة في عديد من مخاطرها، وضبط اتجاهات بين الارتفاع والانخفاض خاصة في الأسواق عالية المخاطر. وكان الإفصاح عن المعلومات، والشفافية في التعامل، والرصد المستمر للتغيرات في الأسواق التي تنشط فيها، و

(1). مؤسسة التمويل الدولية، حلول كبيرة لتحديات كبيرة، التقرير السنوي 2014، واشنطن، 2014، ص: 93.

(2). نفس المرجع، ص: 93

القطاعات التي تتعامل معها أكبر الأثر في تخفيض المخاطر في الأعوام الأخيرة أين ارتفعت مساهمات الدول المانحة، وإنشاء صناديق لشركة إدارة الأصول جديدة.

وضمن هذا المنحى، يمكن أن نقول أن حوكمة الشركات من أهم مجالات تعزيز تخفيض المخاطر، لدى مؤسسة التمويل الدولية انطلاقاً من محفظتها الاستثمارية، أي أن تنوع المحفظة الاستثمارية مسارها الثاني لتخفيض المخاطر هو حوكمة الشركات.

لقد أسهمت إدارة المخاطر وحوكمة الشركات بشكل فعال في مواءمة المؤسسة بين مخاطرها وعوائدها، سواء كانت مخاطر اقتصادية، اجتماعية وبيئية وبين عوائدها في ذات البعد. وقد راعت إدارة المخاطر الخصوصية المرتبطة بكل نشاط تموله المؤسسة، وبنوع وخصائص الأصول المكونة لمحفظتها الاستثمارية فجمعت بين الأهداف التي تسعى المؤسسة لتحقيقها، والمحددات التي تؤثر في أصول محفظتها. فكانت التنوع في أصول المحفظة، التنوع الجغرافي والتنوع القطاعي تنوعاً قائماً على البعد الدولي لعمل المؤسسة.

كما أفرزت حوكمة الشركات مناخاً أكثر جاذبية للمانحين، ومنظمات الأعمال والمتعاملين مع المؤسسة من الدول المتقدمة والنامية على حد سواء الذين أغدقوا على المؤسسة بمنحهم ورؤوس أموالهم التي كانت سبباً رئيساً في توسيع دائرة عملاء المؤسسة فضلاً عن عملياتها. وهذا ما يجعل من الفرضية الأولى خاطئة من حيث الطرح لتصبح: "يظهر تأثير تنوع المحفظة الاستثمارية في تخفيض المخاطر لدى مؤسسة التمويل الدولية من خلال إدارة المخاطر وحوكمة الشركات".

### خلاصة الفصل

تميزت مؤسسة التمويل الدولية كأهم مؤسسة تمويل إنمائي في العالم نتيجة إستراتيجيتها القائمة على الموازنة بين قيم، ومبادئ تركز الأهداف الرئيسية لمجموعة البنك الدولي بدرجة أولى. وتمكنت المؤسسة من الاستحواذ على سوق التمويل الإنمائي وكسب ثقة العملاء في أزيد من (100) دولة، فضلا عن منظمات أعمال وحكومات نتيجة خبرتها الطويلة التي أكسبتها محفظة استثمارية هي الأغنى والأهم على المستوى العالمي.

المحفظة الاستثمارية التي عكست كم التحديات والرهانات التي تواجهها المؤسسة، والمخاطر المصاحبة لعمليات أنشطتها والتي أوجدت مزيجا متناغما من حيث أصول المحفظة وأساليب التنويع التي اعتمدها المؤسسة التي اتخذت طابعا دوليا تبعا لرؤية وأهداف المؤسسة. وكانت إدارة المخاطر وحوكمة الشركات، من المجالات التي أسهمت في تخفيض المخاطر لدى المؤسسة انطلاقا من تنويع محفظتها الاستثمارية.

الخاتمة

أسهمت المحفظة الاستثمارية في خلق بيئة تنافسية جديدة تقوم على أسس متنوعة، حيث كان لظهور المحفظة الاستثمارية دورا بالغا في تغيير خريطة الاستثمار العالمية، وخلق بيئة تنافسية أكثر كفاءة مع وجود مستثمرين يتقنون فن التنويع لمحافظهم الاستثمارية. هذا الفن، الذي أوجد أرضية مرنة ومتغيرة في عالم المال والأعمال. والذي أثبتته مؤسسة التمويل الدولية، هذه المؤسسة التي يختلف نهجها وتوجهاتها عن باقي منظمات الأعمال أكدت على نجاعة سياسة التنويع لمحفظتها الاستثمارية التي تعد من أهم المحافظ الاستثمارية على المستوى العالمي بالنظر لحجم هذه المؤسسة، وانتائها لمجموعة البنك الدولي.

#### أولاً: نتائج الدراسة

وبناء على ما تم تناوله، يمكن أن نخلص إلى مجموعة من النتائج:

- (1) تنوع مخاطر منظمات الأعمال مرتبط بتنوع مكونات محفظتها الاستثمارية بدرجة أولى، وبنوع القطاع الاقتصادي الذي تنشط فيه بالإضافة إلى الاقتصاد الذي تمارس فيه أنشطتها.
- (2) الوصول إلى محفظة استثمارية مثلى متوقف بدرجة أساسية على الكفاءة في اختيار الأدوات المكونة لهذه المحفظة من ناحية، وعلى جودة المعلومات التي توفرها بدرجة رئيسية إدارة المخاطر.
- (3) تعدد مجالات عمل مؤسسة التمويل الدولية، وارتكازها على عدة قطاعات في عدة اقتصاديات، مما جعلها عرضة لمجابهة العديد من المخاطر المالية، وغير المالية، التي كرس حجم التحديات والمسؤوليات التي تحملتها هذه المؤسسة في سبيل تحقيق أهدافها.
- (4) الخبرة الطويلة لمؤسسة التمويل الدولية في مجال الاستثمار، والتراكم المعرفي الذي يمتد لأزيد من (60) سنة أكسبها مرونة قوية في التعامل مع حجم المخاطر التي تواجهها في الأسواق الدائمة الحركية والمتغيرة، وفي اقتصاديات غير مستقرة سياسيا، اقتصاديا واجتماعيا.
- (5) تزايد التأثير الإيجابي لإدارة المخاطر في مؤسسة التمويل الدولية خاصة مع المسارات التي اعتمدت عليها في تحليل المخاطر، والدراسات المستفيضة لمختلف التغيرات، ورصد التحركات التي تحدث في الأسواق وبناء أنظمة توقعية لاتجاهات مختلف المنتجات.

#### ثانياً: اقتراحات الدراسة

على ضوء النتائج المتوصل إليها، يمكن الخروج بجملة من الاقتراحات يمكن إجمالها كالاتي:

- (1) تعميم إستراتيجية مؤسسة التمويل الدولية في تعاملها مع المخاطر المصاحبة لعملها، يكون له تأثير ايجابي بالنسبة لمنظمات الأعمال خاصة تلك التي تركز محفظتها الاستثمارية على نفس المنتجات.
- (2) تنويع المحفظة الاستثمارية يجب أن ينطلق من طبيعة الاقتصادات التي تنشط فيها منظمات الأعمال، والأهداف التي تسعى إلى تحقيقها بالإضافة الأخذ في الحسبان العائد والمخاطرة.

- (3) ضرورة وضع نموذج متعدد الجوانب للمحفظة الاستثمارية الحالية لمنظمات. هذا النموذج، يجب أن يأخذ مختلف التغيرات والتطورات التي شهدتها السوق العالمي.
- (4) إنشاء إدارة المخاطر على مستوى منظمات الأعمال ليس كافياً، إذا لم يكن متبوعاً بتوفر قاعدة بيانات مرتكزة على تكنولوجيا المعلومات القادرة على تحليل المعلومات، واستخلاص النتائج بشكل دقيق.
- (5) تطوير الدراسات الإستراتيجية، ونماذج التوقع والتنبؤ باتجاهات المخاطر التي تواجه منظمات الأعمال أمراً ضرورياً لإنجاح سياسة تنويع المحفظة الاستثمارية، وتحقيق كفاءة إدارة المخاطر.
- (6) بناء أنظمة شبكية تقوم على تبادل المعلومات بين إدارة المخاطر على مستوى منظمات الأعمال والجهات أو الأطراف الأخرى من بينها المستثمرين.
- (7) ضرورة تعزيز حوكمة الشركات والتطبيق الفعلي لمبادئها في منظمات الأعمال وخاصة لدى القطاع الخاص، لمجابهة مختلف المخاطر.

#### آفاق الدراسة

من أهم المواضيع التي يمكن اقتراحها للدراسة مستقبلاً تبعا لموضوعنا الذي تناولناه نجد:

- (1) أثر التنويع الدولي على تخفيض مخاطر المحفظة الاستثمارية
- (2) دور الإفصاح المالي في التنبؤ بمخاطر المؤسسة
- (3) تنويع المحفظة الاستثمارية من المنظور الإسلامي والوضعي - دراسة مقارنة-
- (4) تنويع المحفظة الاستثمارية بين العائد والمخاطرة
- (5) دور إدارة المخاطر في قياس الأثر الإنمائي لمؤسسة التمويل الدولية
- (6) حوكمة الشركات من منظور الموازنة بين العائد والمخاطرة

أولاً: الكتب

- (1) أحمد السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في بورصة، الدار الجامعية، مصر، 2007.
- (2) جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محفظة الأوراق المالي، دار التعليم الجامعي، مصر.
- (3) خالد وهيب، إدارة العمليات المصرفية، الطبعة الثالثة، دار المناهج لنشر والتوزيع، الأردن، 2003.
- (4) دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- (5) طاهر حيدر جردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 1997.
- (6) عادل رزق، الإدارة الإستراتيجية، إتحاد المصارف العربية، الأردن، 2006.
- (7) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية-البورصة-، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 205.
- (8) غفار خنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- (9) فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن.
- (10) فلاح حسين مؤيد، عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك، دار وائل للنشر، 2000.
- (11) متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2010.
- (12) محسن أحمد الخضير، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1999.
- (13) محمد أحمد السيرتي، المنظمات الاقتصادية الدولية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2004.
- (14) محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، مصر.
- (15) محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الطبعة الثالثة، الدار الجامعة الإبراهيمية، مصر، 2000.
- (16) محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مؤسسة النشر الجامعية، مصر، 2005.
- (17) محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة: الأسهم-السندات -أوراق المالية ، الطبعة الأولى، دار مكتبة الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- (18) محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة السابعة، دار وائل، الأردن، 2015.
- (19) محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحفظة الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، الأردن
- (20) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الشروق، 2005 ، ص: 204.
- (21) مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار رسلان للطباعة و النشر، سوريا، 2009.
- (22) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، مصر، 1999.
- (23) هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.

ثانياً: المقالات العلمية

- (1) كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية- تكوينها مخاطرها-، العدد الثالث، مجلة الباحث، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، الجزائر، 2005.

ثالثا: المذكرات

- 1) آفين فائق، أثر تنويع محفظة القروض في العائد ومخاطر المحفظة (دراسة تطبيقية)، مذكرة ماجستير (غير منشورة) ، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، سوريا، 2015.
- 2) بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري- دراسة حالة بنك BNP PARIBAS -، مذكرة ماجستير(غير منشورة) ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2007.
- 3) حمدي فيصل، تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع إشارة لحالة الجزائر والمغرب، مذكرة ماجستير(غير منشورة) ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر.
- 4) عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار- دراسة تجارب دولية-، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي- الشلف-، الجزائر، 2016.
- 5) عبد الكريم قندوز، التحوط وإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي- الشلف-، الجزائر، 2012.

رابعا: التقارير

- 1) البنك الدولي، التقرير السنوي 2016، الطبعة العربية، واشنطن، 2016.
- 2) مؤسسة التمويل الدولية، الاستثمار في تحقيق التقدم- بالخبرة والابتكار والشراكة-، التقرير السنوي 2005، واشنطن، 2005.
- 3) مؤسسة التمويل الدولية، قصصهم وحكاياتهم خلق الفرص حينما تمس الحاجة إليها، التقرير السنوي 2009، واشنطن 2009.
- 4) مؤسسة التمويل الدولية، قوة الشراكات (يمكننا إنهاء الفقر المدقع بحلول عام 2030 وتحقيق الرخاء المشترك)، التقرير السنوي 2013، واشنطن، 2013.
- 5) مؤسسة التمويل الدولية، حلول كبيرة لتحديات كبيرة، التقرير السنوي 2014، واشنطن، 2014.
- 6) مؤسسة التمويل الدولية، أهمية الخبرة، التقرير السنوي 2016، واشنطن، 2016.
- 7) مؤسسة التمويل الدولية، تهيئة الأسواق، التقرير السنوي 2017، واشنطن، 2017.

## ملخص الدراسة

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد مجالات تأثير تنويع المحفظة الاستثمارية لدى مؤسسة التمويل الدولية، من أجل معرفة تأثير ذلك على اتجاه هذه المخاطر نحو الانخفاض.

ولتحقيق هذا الهدف، تم التركيز على معرفة تشكيلة المحفظة الاستثمارية لمؤسسة التمويل الدولية وأساليب تنويعها ( تنويع أصول المحفظة، التنويع القطاعي، تنويع الجغرافي)، بالإضافة إلى دراسة المخاطر المصاحبة لعمل المؤسسة.

خلصت الدراسة، إلى أن كل من إدارة المخاطر وحوكمة الشركات من أهم مجالات تعزيز تخفيض المخاطر لدى مؤسسة التمويل الدولية انطلاقاً من محفظتها الاستثمارية، أي أن تنويع المحفظة الاستثمارية لدى مؤسسة التمويل الدولية له مسارين لتخفيض المخاطر هما إدارة المخاطر وحوكمة الشركات.

**الكلمات الدالة:** المحفظة الاستثمارية، المخاطر، التنويع، إدارة المخاطر، حوكمة الشركات.

### Abstract

The study aimed to determine the effect fields of portfolio investment diversification of international finance corporate(IFC), for to know the effect of that on direction of these risks to decrease.

To achieve this objective, It have concentrated to identify the portfolio investment elements of IFC and its diversification styles (diversification of portfolio assets, sectoral diversification, geographic diversification). In addition to study the risk profile of IFC's work.

The results of the study found that risk management and corporate governance are among the most important areas of IFC's risk reduction promotion from its portfolio. IFC's portfolio diversification has two risk reduction tracks: risk management and corporate governance.

**Key words:** Investment portfolio, risk, diversification, risk management, corporate governance.