

دور المحفظة الاستثمارية في تحقيق الاستدامة المالية للبنك المركزي العراقي للمدة (٢٠١٨-٢٠٠٨)

أ.د. عماد محمد علي العاني
كلية الادارة واقتصاد
جامعة بغداد
emadabdullatif@gmail.com

الباحثة: هويدا اسماعيل ابراهيم
كلية الادارة والاقتصاد
جامعة بغداد
howaida_i@yahoo.com

المستخلص:

يهدف البحث الى تسليط الضوء على اهمية المحفظة الاستثمارية للبنك المركزي من خلال توظيف الاحتياطيات الأجنبية لزيادة العوائد وتقليل المخاطر، رغم ان الاهداف من وراء استثمار الاحتياطيات تختلف عن اهداف استثمار الاموال المتعارف عليها والتي تأتي في مقدمتها تعظيم الأرباح، اما في حالة الاحتياطيات الأجنبية فأن هدف السيولة يأتي في المقدمة ثم بعد ذلك هدف تحقيق الامان وتعظيم الأرباح في المرتبة التالية، من خلال مجموعة من التدابير يقوم بها البنك المركزي بما يضمن التنسيق بين هذه الاهداف، إلا أنه من الجدير بالذكر أن هناك تقارب بين توظيف الاحتياطيات مع مباديء المحفظة الاستثمارية من حيث الاتجاه السلبي المحافظ والمقصود به زيادة العوائد وتقليل المخاطر وتتويع الأستثمار، وبسبب التحديات الاقتصادية اقتضت الضرورة الى الاهتمام بالوضع المالي والتحديات الذي ترافق توظيف هذه الاحتياطيات والبحث عن طرق لتحسين العائد وتحفيض تكاليف الاحتفاظ بالاحتياطيات وبالتالي زيادة قدرتها الوفاء بالتزاماتها المالية وتحقيق الاستدامة.

الكلمات المفتاحية: الاستدامة المالية، المحفظة الاستثمارية.

The Role of the Investment Portfolio in Achieving Financial Sustainability for the Central Bank of Iraq (2008-2018)

Researcher: Howaida Ismael Ibrahim
Collage of Administration and Economics
University of Baghdad

Prof. Dr. Emad Mohammed Ali AL-Ani
Collage of Administration and Economics
University of Baghdad

Abstract:

The research aims to shed light on the importance of the investment portfolio of the central bank by employing foreign reserves to increase returns and reduce risks, although the objectives behind the investment of reserves differ from the usual objectives of investing money, which comes in the forefront of maximizing profits, but in the case of foreign reserves, the goal of liquidity Comes in the foreground, and then the goal of achieving safety and maximizing profits in the next rank, through a set of measures that the Central Bank undertakes to ensure coordination between these goals, but it is worth noting that there is a convergence between the employment of reserves with the principles of the investment portfolio in terms of the negative trend The portfolio is intended to increase returns, reduce risks, and diversify investment, and due to economic challenges, it was necessary to pay attention to the financial situation and the challenges that accompany the use of these reserves and to search for ways to

improve the return and reduce the costs of maintaining reserves and thus increase their ability to fulfill their financial obligations and achieve sustainability.

Keywords: Financial Sustainability, Investment Portfolio.

المقدمة

يمتلك البنك المركزي العراقي احتياطيات اجنبية ضخمة تتطلب خطة فاعلة لاستثمار اموالها لكي تتمكن من الوفاء بالتزاماتها المالية الحالية والمستقبلية، ونتيجة لهذه الالتزامات المالية توجب على البنك استثمار احتياطاته بأفضل صورة ممكنة، والعمل على مواجهة المخاطر والتبيؤ بها وتقاديهما قبل حدوثها. يؤدي النشاط الاستثماري دوراً كبيراً ومهماً لمعظم المؤسسات المالية العامة ومنها البنك المركزي، ذلك ان استثمار امواله يأتي موازياً الى جانب نشاطه التخصصي، لأن طبيعة عمله بمنحوأ عام يؤدي إلى تراكم الاحتياطيات لديه خلال فترات زمنية مختلفة وبالتالي هناك حاجة ماسة لأتخاذ قرارات استثمارية كفؤة، لاسيما ان بعض تلك القرارات لا تتمتع بمقدار معين من الكفاءة مما يؤدي إلى تحملها تكلفة فرصة بديلة ناجمة عن عدم كفاءة استغلال الفائض، وقد يؤدي أحياناً إلى خسائر فادحة وبالتالي عدم تحقيق الاستدامة المالية.

مشكلة البحث: عدم وجود سياسة استثمارية متعددة وكفؤة تحقق عائد اعلى للأحتياطيات النقدية في ظل الالتزامات المالية المختلفة للأجال سواء كانت قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، من خلال تشكيل وتنوع محفظة الاحتياطيات تهدف الى تعزيز الاستدامة المالية لها.

فرضية البحث: ينطلق البحث من فرضية مفادها "تسهم كفاءة تنوع المحفظة الاستثمارية للأحتياطيات الاجنبية دوراً ايجابياً كبيراً في زيادة الارباح ورفع درجة قدرتها على تحقيق الاستدامة للبنك من اجل الحفاظ على ديمومته".

هدف البحث: إبراز الأهمية في تنوع استثمار الأحتياطي الاجنبي للبنك المركزي العراقي (عينة البحث)، ومعرفة القنوات الاستثمارية المستمرة والعوائد المتحقق، وبما يتاسب مع هدف تعظيم العائد من الاستثمار في ظل القيود التي تتضمنها السياسة الاستثمارية للدولة.

أهمية البحث: تتبع أهمية البحث من حقيقة الدور الذي تمارسه المحفظة الاستثمارية للأحتياطي الاجنبي في تحقيق الاستدامة المالية للبنك المركزي العراقي من خلال تنوع الاستثمارات وزيادة العوائد المتآتية منها.

المحور الأول: الإطار المفاهيمي للاستدامة المالية

أولاً. مفهوم الاستدامة المالية: بشكل عام تشير الاستدامة إلى قدرة المؤسسة على الحفاظ على المؤسسة او الشركة مالياً على المدى الطويل، حيث يتم تعريفها لدى المؤسسة غير الربحية بأنها التي تستخدم فائض الإيرادات لتحقيق أهدافها بدلاً من توزيعها كأرباح وذلك اعتماداً على هيكل الأعمال وهيكلاً الإيرادات والنفقات وهدف المنظمة او المؤسسة، اي إنه يعكس درجة المرونة في إعادة تخصيص الأصول استجابة للفرص والتهديدات التي تشهدها المؤسسة. بما يحقق عوائد مالية مناسبة تؤهلها في ايفاء بالتزاماتها.

وهناك جملة من التعريفات التي تخص الاستدامة المالية وضعها جملة من الباحثين وكالاتي:

أ. هي القدرة المالية التي تمنح المؤسسة القدرة على اغتنام الفرص والاستجابة للتهديدات غير المتوقعة مع الحفاظ على العمليات العامة للمنظمة (Padilla, 2012: 2).

ب. تشير الاستدامة المالية هي قدرة المؤسسة على انجاز مهمتها وخدمة اصحاب المصلحة بمرور الوقت (Bowman, 2011: 37).

ومن خلال التعريف السابقة، يمكن ملاحظة ان مفهوم الاستدامة المالية يركز على النقاط التالية:

أ. قدرة المؤسسة على البقاء على المدى القريب والبعيد.

ب. الحصول على الايرادات اللازمة لتغطية النفقات للوفاء بواجباتها المالية الحالية والمستقبلية.

ج. توفر الامكانية على مواجهة التحديات والتهديدات غير المتوقعة دون المساس بعملها.

ثانياً. أهمية الاستدامة المالية:

١. تعزيز الامكانية في الحصول على رؤوس الأموال: من خلال تبني جوانب الاستدامة المالية في التقارير الدورية وأداء المؤسسة او المنظمة والذي ينتج عنه أداء إستراتيجي مؤسسي أفضل، والذي سينعكس بدوره على أداءها باتجاه تحسين عائدات الاستثمار والقدرة على جذب رؤوس الأموال، لاسيما في اساليب التمويل طويل الأجل وتوفير شروط تمويلية أحسن.

٢. الربحية والنمو: ذلك عن طريق خلق قيمة مالية للمؤسسة من خلال توفير الفرص المناسبة لرفع الدخل وتخفيض التكاليف وإدارة المخاطر وتعزيز التدابير وتحث التعاون مع اصحاب المصالح بما يساهم في فهم اعمق لأحتياجاتهم (European U.A., 2008: 12).

٣. تصحيح خطط العمل وإدارة المخاطر: تؤدي المعرفة بكيفية ادارة الاستدامة من التعرف على المخاطر بصورة متكاملة تساعد المستثمرين والمحللين من التعرف على امكانية المؤسسة او المنظمة من تحقيق اهدافها الاستثمارية.

٤. تعزيز العلامة التجارية للمؤسسات غير الربحية: يجب ان تجسد العلامة التجارية مجموعة من الخصائص والمعيّنات التي تجعل الأفراد من خارج المؤسسة أنه سيتم تقديمها بشكل منسق ومستمر، ووضع خطة تسويقية يساعدان على توصيل رسالة اجتماعية تبني الثقة بين المؤسسة والمستفيدين (Padilla et al., 2012: 4).

ثالثاً. الاركان الاربعة للاستدامة المالية: تمثل الاركان الاربعة الرئيسة للاستدامة المالية على الشكل التالي:

١. الركن الأول التخطيط المالي الاستراتيجي: التخطيط الاستراتيجي هو الآلية التي تساعد المؤسسة الاقتصادية في توضيح الأهداف وتحديد الأولويات والأجراءات الكفيلة لأنجازها وذلك من أجل الوصول الى الأموال اللازمة لتغطية التكاليف التشغيلية والثابتة وتحقيق الأهداف الموضحة في الخطة الاستراتيجية.

٢. الركن الثاني تنوع الدخل: تنوع مصادر الدخل الداخلية والخارجية يجب أن تكون من الأولويات الأساسية للمؤسسة، والسبب في ذلك ان الظروف الاقتصادية يمكن أن تتغير في آية لحظة ولأي سبب من الأسباب مما يتسبب في أزمة كبرى لها، لذا توجب على الأقل ان تكون 60% من اجمالي الميزانية للمؤسسة يأتي من خمسة مصادر متعددة للدخل (Patricia León, 2001: 15).

٣. الركن الثالث الأدارة المالية السليمة: معرفة كيفية إدارة الموارد المالية أمر أساسي لتحقيق الاستدامة المالية من خلال ضمان الشفافية في الأدارة المالية والأهتمام ببناء وتنمية نظام للرقابة

الداخلية، فالفهم الكامل للميزانية امر بالغ الأهمية للادارة المالية الجيدة، على شرط أن تستند الميزانيات إلى معلومات دقيقة حول برامج المؤسسة وخدماتها، ويجب أن تتضمن الميزانية معلومات تاريخية، وتحدد الخطوط العريضة وتقديم صورة واقعية للأهداف المالية (Molony et al., 2017: 107).

٤. الركن الرابع **توليد الدخل الخاص بالمؤسسة:** توليد الدخل الخاص بالمؤسسة وكما موضح في المخطط (٢) هو أحد الوسائل او الطرق لتنظيم وتوزيع مصادر ايراداتها وطرق توليد الدخل الخاص ترتبط بالأدارة الكفؤة المبتكرة وعدم الاتكال على المنح والمساعدات الخارجية والداخلية.(Sharma, 2008: 24).

أركان الاستدامة المالية



المخطط (١): الاركان الاربعة للاستدامة المالية

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على:

Patricia Leon, Four Pillars of Financial, conservation financealliance, org, 2001, P:15,
<https://docplayer.net/10842123-Four-pillars-of-financial-sustainability-patricia-leon.html>.

المحور الثاني: الاطار المفاهيمي للمحفظة الاستثمارية:

أولاً. **مفهوم المحفظة الاستثمارية:** هناك عدة تعريفات للمحفظة الاستثمارية وكالآتي:
أ. بأنها "تشكيلة من الأصول العينية والمالية التي يمتلكها المستثمون وت تكون من عدة انواع من الأصول" (Ross & Fild, 1996: 278).

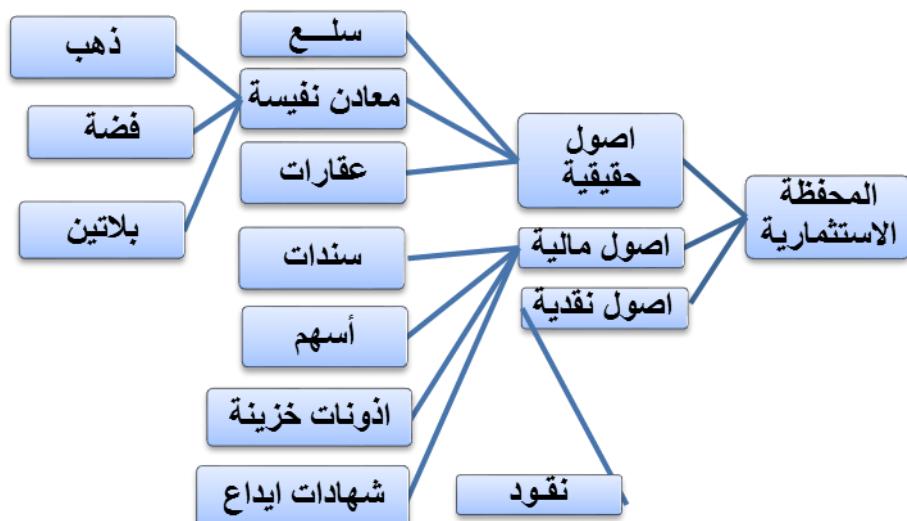
ب. وعرفت بأنها تركيبة او تشكيلة استثمارية يتم إنشاؤها بطريقة فنية مكونة من مجموعة من الأوراق المالية المترابطة فيما بينها وتشكل وحدة واحدة وتتغير بشكل ديناميكي. (Marchev, 2013: 5).
كإطار عام يمكن أن تُعرف المحفظة الاستثمارية بناءً على التعريفات السابقة لها "بأنها عبارة عن توليفة من الأصول المالية والنقدية والحقيقة مختلفة في قيمها وتاريخ استحقاقها وعوايدها ومخاطرها، باعتماد مبدأ التوزيع بهدف تعظيم العائد وتقليل المخاطر".

ثانياً. **نشأة المحفظة الاستثمارية:** وضع الأساس النظري للمحفظة الاستثمارية محلل الأمريكية Harry Markowitz في مقالته التي حملت عنوان اختيار المحفظة Portfolio Selection المنشورة في المجلة المالية عام 1952، إذ اظهر في مقالته أنه في ظروف معينة يستطيع المستثمر ان يقوم باختيار المحفظة التي توازن بين بعدين وهما العائد المتوقع ودرجة المخاطرة اي بمعنى تعظيم العائد من دون زيادة في درجة المخاطرة او تخفيض المخاطرة لحفظ على مستوى معين من العائد، في الواقع ان مخاطر الأصول التي تهم المستثمرين ليست مخاطرة كل اصل بمفرده بل التي يساهم بها في مخاطر المحفظة الاجمالي (Hagin, 2004: 103).

بعد ذلك قام العالم ويليام شارب بتطوير نظرية المحفظة الاستثمارية في عام 1962 من خلال استخدام نموذج المؤشر الواحد Single-Index Model، واستمرت التطورات والإضافات اللاحقة خلال فترة السبعينيات من القرن الماضي وخاصة بعد ظهور عدد كبير من الصناديق المشتركة مثل صندوق الضمان الاجتماعي، صندوق التقاعد المدني، صناديق توفير البريد وغيرها التي تراكم لديها المدخرات مما يتطلب استثمارها في مجالات متعددة وأصبحت من أهم المواضيع في الإدارة المالية (المومني، ٢٠١٥: ١٩).

ثالثاً. مكونات المحفظة الاستثمارية: تصنف اصول المحفظة الاستثمارية الى ثلاثة انواع رئيسية بما (Barasinska, 2009: 14):

أ. الأصول الحقيقة: هي الموجودات الاستثمارية الحقيقية الملمسة مثل العقارات والمشاريع الزراعية والصناعية، والتي تتسم بانخفاض سيولتها والتي تتطلب خبرات متعددة لعدم تجانس انواعها وزيادة التكاليف الاستثمارية وكما موضح في المخطط (٢).



المخطط (٢): مكونات المحفظة الاستثمارية

المصدر: بتصرف الباحث بالاعتماد على: خربوش، حسن علي وآخرون، (١٩٩٩)، إدارة المحفظة الاستثمارية، ط ٢، عمان، ص ١٥.

ب. الأصول المالية: المقصود بها الاوراق المالية والتي تمنح لحامليها شهادة من خلال ملكية الاوراق والتي تبين لحامليها حقوق الملكية وتتحول المطالبة بجزء او كل من المطالبة من تلك القيمة، وتتميز تلك الأصول بأنها تحقق ارباح عالية وتنقاوت الخطورة التي تترتب عليها وتتأثرها بالعوامل الخارجية وكما موضح في المخطط (٤).

ج. الأصول النقدية: يشار اليها ايضاً بالأصول السائلة تتضمن النقد واي موجودات أخرى تتحول الى نقد بسهولة بدون حدوث خسائر كبيرة في القيمة لوفاء بالتزاماتها (Chen, 2020: 1).

رابعاً. أهمية المحفظة الاستثمارية:

أ. الجمع بين الأصول الاستثمارية المختلفة لما تتمتع به هذه الأصول عندما تكون ضمن مجموعة بمزايا تأتي في مقدمتها العائد الأعلى والمخاطر الأقل.

بـ. ارتفاع الفوائض والسيولة المالية لدى المؤسسات والشركات والأفراد، خاصة في ظل توسيع انشطة صناديق الاستثمار المشتركة ومحافظ المؤسسات المالية مثل شركات التأمين والبنوك ومؤسسات الضمان الاجتماعي، والتتنوع الحال في الأدوات الاستثمارية المحلية والدولية، وبالتالي استثمارها بأدوات استثمارية طويلة ومتعددة وقصيرة الامد (الشبيب، ٢٠١٠: ١٨).

جـ. تحقيق للربح السريع والذي يتطلب اسلوب عمل يحقق اهداف الاستثمار (الجمل، ٢٠٠٢: ٢٠). خامساً. **اهداف المحفظة الاستثمارية:** هدف رئيسي لأي مؤسسة مالية او مستثمر أنشاء محفظة كفؤة مستمدة من أفضل الفرص المتاحة للعائد ومخاطر أقل مع تحقيق عنصر السيولة لمواجهة الالتزامات المستقبلية عند تعرضها لأي ازمة مالية (Brentani, 2004: 15)، أما الأهداف الأخرى يمكن تلخيصها بالآتي:

١. **الحفاظ على رأس المال الأصلي:** المحافظة على راس المال الاصلي واصول المحفظة الاستثمارية اهم هدف يسعى الى تحقيقها صاحب المحفظة او القائم بإدارتها، فالمستثمر قد يتعرض للخسارة نتيجة انخفاض اسعار الاوراق المالية او يتعرض للمخاطرة بدرجة عالية لما تتمتع به هذه الاوراق من درجة مخاطرة عالية، على ان لا يصل الى رأس المال الاصلي، فالمخاطرة يجب ان تكون بنسبة معينة من العائد، وهذا يتطلب تحقيق نوع من التوازن بين المخاطرة والعائد من اجل المحافظة على رأس المالها.

٢. **النمو في رأس المال:** يسعى مدراء المحافظ الاستثمارية كمؤسسة مالية او فرد تحقيق نمو وزيادة رأسمالية تراكمية والمحافظ على نسب النمو المتحقق.

٣. **استثمار تدفق الدخل:** يعد استثمار تدفق الدخل هدف اساسي يسعى مدير المحفظة الاستثمارية الى تحقيقها، فبالإضافة الى المحافظة على راس مالها يتطلب ايضاً المحافظة على التدفقات النقدية باعتبار الدخل مصدر هام يساعد المساهمين للمحافظة على اصول المحفظة (خربوش ومعطي، ١٩٩٩: ٢١).

٤. **التنويع:** القاعدة الأساسية التي تستند عليه مفهوم المحفظة هو التنويع لتنقیل المخاطر التي من الممكن ان تتعرض لها المحفظة، حيث يُعد تنويع اصول المحفظة من اهم الامور التي تقع على عاتق مدير المحفظة بما يحافظ على عملية التنويع المتوازن وذلك للحصول على عائد أكبر ودرجات مخاطرة أقل (Johnson, 2006: 119)، فكلما زاد عدد الاسهم فإن ذلك يتطلب جهوداً كبيرة للمتابعة للحصول على المعلومات المطلوبة لعدد أكبر من الشركات وبالتالي ترتفع كلف إدارة المحفظة (المشهداني والعيدي، ٢٠٠٢: ٣٠).

٥. **قابلية تحويل المحفظة الى سيولة نقدية:** يتطلب من مدير المحفظة ان يبني المحفظة الاستثمارية بطريقة تمكّنها من تحويل اصولها الى سيولة مالية بأسرع وقت ممكن وبدون ان تتحمل خسائر تؤثر على راس مالها، وتجنب مخاطر العسر المالي عن طريق بيع محتوياتها في السوق المالي وتسديد الالتزامات المالية للمؤسسة او الشركة .(Hempel & Simonson, 1999: 275).

المحور الثالث: هيكل الاحتياطي الاجنبي والمحفظة الاستثمارية للبنك المركزي العراقي

يتوزع الاحتياطي الاجنبي للبنك المركزي العراقي الى اربعة بنود كما مبين في الجدول (١) للفترة من (٢٠٠٨-٢٠١٨).

الجدول (١): المكونات الرئيسية للاحتجاطيات الاجنبية للسنوات (٢٠٠٨-٢٠١٨) مليون دينار

معدل النمو %	المجموع	حقوق السحب الخاصة (SDR)	احتياطي الذهب	الارصدة في البنوك الاجنبية ونيويورك	النقد الاجنبي في خزانة البنك	السنة
-	58,365,290	2,313,054	191,458	34,746,430	21,114,348	2008
-14.9%	49,652,759	4,307,174	243,941	27,079,473	18,022,171	2009
13.7%	56,440,370	4,216,693	311,611	43,764,347	8,147,719	2010
21.2%	68,415,889	4,161,675	348,808	54,312,952	9,592,454	2011
13.5%	77,651,883	4,140,272	1,860,236	57,349,287	14,302,088	2012
13.3%	87,991,033	3,944,023	1,903,205	61,308,509	20,835,296	2013
-15.0%	74,763,892	2,854,863	4,039,626	57,830,047	10,039,356	2014
-15.6%	63,082,507	-	3,627,247	54,943,595	4,511,665	2015
-16.2%	52,856,996	2,176,159	3,957,959	38,858,376	7,864,502	2016
9.7%	57,993,894	2,310,965	4,434,627	43,629,800	7,618,502	2017
31.0%	75,999,073	2,258,491	4,690,603	61,506,087	7,543,892	2018

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على بيانات المركز المالي للبنك المركزي العراقي للفترة (٢٠٠٨-٢٠١٨).

من خلال الجدول (١) نلاحظ أن نسبة الاحتياطي الاجنبي سجل نسب سالبة في سنة ٢٠٠٩ مقدارها (-14.9%) بسبب الأزمة العالمية سنة ٢٠٠٨، ثم أزدادت نسبة نمو الاحتياطيات بلغت ١3.7% سنة ٢٠١٣ عاود الأنخفاض ليسجل نسب سالبة سنتر ٢٠١٤ و ٢٠١٥ و ٢٠١٦ و ٢٠١٧ و (-0.92%، -0.40%، -19.3%) على التوالي بسبب الظروف الأمنية التي مر بها البلد، كما يمكن ملاحظة من مكونات الاحتياطي الاجنبي ان الارصدة في البنوك الاجنبية ونيويورك تحتل النسبة الأكبر من من اجمالي الاحتياطي مقارنة بباقي المكونات.

تهدف محفظة الاحتياطيات الأجنبية الى زيادة العوائد عليها وتقليل المخاطر، من خلال سياسة استثمارية حذرة خاضعة لمتطلبات صارمة من السيولة والامان، وتوزيع الاصول في هذه المحفظة يختلف من بلد لأخر، يعتمد على نظام سعر الصرف وحجم الاحتياطيات وهيكل الاقتصاد الوطني، تتوزع استثمارات الاحتياطي الاجنبي على شكل ودائع واستثمارات سندات وآذونات خزينة لدى البنوك المركزية والمصارف الدولية يحتل الاحتياطي الامريكي الفيدرالي كسندات وآذونات خزينة النسبة الأكبر.

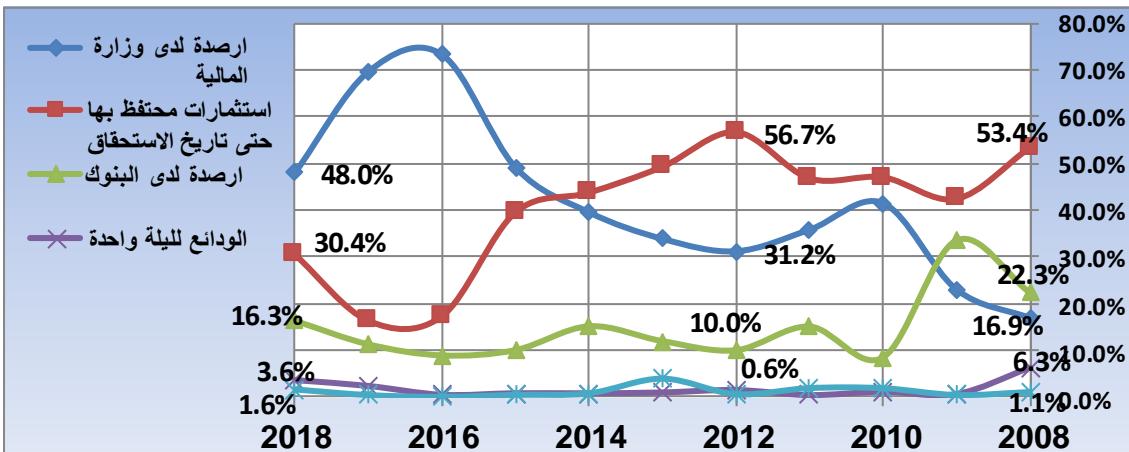
والجدول (٢) يوضح أيرادات الفوائد المتأنية من هذه الاستثمارات، اضافة الى الفوائد المتأنية من ارصدة لدى وزارة المالية وارصدة لدى البنك والودائع لليلة واحدة واخرى وعلى الشكل الآتي:

الجدول (٢): ايرادات الفوائد عدد السنوات للمدة (٢٠٠٨-٢٠١٨) مليون دينار

السنة	ارصدة لدى وزارة المالية	استثمارات محتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق	ارصدة لدى البنك	الودائع لليلة واحدة	آخرى	المجموع	معدل النمو % للمجموع
2008	220,780	697,066	291,539	82,020	13,995	1,305,400	--
2009	197,776	364,395	287,962	5,552	3,723	859,408	-34.17
2010	197,776	224,089	40,358	5,404	9,024	476,651	-44.54
2011	190,228	248,724	80,206	2,265	10,198	531,621	11.53
2012	172,196	312,935	55,312	8,296	3,381	552,120	3.86
2013	150,228	218,687	53,106	4,385	17,495	443,901	-19.60
2014	130,228	144,070	49,920	2,660	2,612	329,490	-25.77
2015	214,001	172,162	43,783	3,588	2,029	435,563	32.19
2016	681,149	161,037	82,865	4,513	358	929,922	113.50
2017	1,029,774	241,211	166,757	35,121	6,308	1,479,171	59.06
2018	982,150	623,232	333,858	74,262	33,238	2,046,740	38.37

المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد على بيانات البنك المركزي العراقي، القوائم المالية للسنوات (٢٠٠٨-٢٠١٨)، ومجموع ايرادات الفوائد لا تشتمل بمصروفات الفوائد.
بناءً على بيانات الجدول (٢) ندرج الآتي:

أ. حق معدل النمو لأيرادات الفوائد 2009 خسارة عن السنة السابقة بنسبة نمو سالبة (34.1%) ونسبة (-44.5%) لسنتي (2009 و2010)، وشهدت سنتي 2013 و2014 خسارة بمعدل النمو خسارة بنسبة (-25.77% -19.6%)، ثم حققت زيادة للسنوات اللاحقة من (2015-2018) حيث حقق نسبة زيادة لسنوي (2016 و2017) بنسبة (59% و113%) ولكن بنسب متناقصة.
شهدت ايرادات الفوائد المتأنية من بند الأستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق انخفاضاً ملحوظاً للسنوات من (2008-2011) بنسبي (46.8-53%)، ثم شهدت زيادة سنة 2012 بنسبة 56% ثم استمرت بالانخفاض حتى سنة 2017 حيث بلغت النسبة 16.3% ثم شهدت ارتفاع بنسبة 30.4% سنة 2018، يوضح الشكل البياني الديكارتي (٣) توزيع عوائد الفائدة على النحو الآتي:



الشكل (٣): توزيعات عوائد الفائدة للأحتياطي الأجنبي للمدة (٢٠٠٨-٢٠١٨)
المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على بيانات الجدول (٢).

بـ لوحظ أن هناك انخفاضاً بمعدل النمو ولكن بنسـبـة مـتنـاقـصـة في اـيرـادـاتـ الفـوـائـدـ منـ الـارـصـدـةـ لـدىـ وزـارـةـ المـالـيـةـ لـلـمـدـةـ مـنـ (٢٠٠٨-٢٠٠٩)ـ بـنـسـبـةـ مـنـ (٣٤.١% - ٢٥.٧%)ـ،ـ ثـمـ بلـغـتـ أـعـلـىـ نـسـبـةـ نـمـوـ سـنـةـ ٢٠١٦ـ بـنـسـبـةـ نـمـوـ بـلـغـتـ ١١٣%ـ عـنـ السـنـةـ السـابـقـةـ وـاسـتـمرـتـ بـالـزـيـادـةـ وـلـكـنـ بـمـعـدـلـاتـ نـمـوـ مـتـنـاقـصـةـ.

المـحـورـ الرـابـعـ:ـ المؤـشـراتـ المـالـيـةـ لـلـبـنـكـ المـرـكـزـيـ العـرـاقـيـ

تجدر الاشارة ان هناك مؤشرات مالية كثيرة لتقدير المصادر التجارية، ولكن من ناحية اخرى نجد ان هناك قلة في ادوات التحليل للبنوك المركزية الخاصة بتقييم الأداء الاستثماري للأحتياطي الأجنبي، لذا تم الاستعانة بمؤشرات CAMELS وهو مؤشرات نظام التقييم الأمريكي لبيان سلامة الموقف المالي للمصرف.

إن مؤشرات الحيطة الجزئية (CAMELS) تعتمد على ستة مؤشرات تجمعية لتحليل وضع المؤسسات المالية لتقويم الأمان والسلامة للمصارف معتمدة على درجات معينة لكل مؤشر، وسيتم الاعتماد على ثلاثة مؤشرات رئيسية وهي (كفاية رأس المال-السيولة-الربحية) وتصنف درجات المؤشرات كالتالي (ابو هونة، ٢٠١٨: ٣٠):

أ. نسبة كفاية رأس المال: واحدة من اهم مؤشرات لقياس كفاءة رأس المال لقياس حقوق الملكية على الموجودات والتي تشير الى المدى الذي ذهب فيه البنك في الاعتماد على حقوق الملكية في تمويل الموجودات.

الجدول (٣): نسبة كفاءة رأس المال للمدة من ٢٠٠٨-٢٠١٨ مليون دينار

السنة	حقوق الملكية	الموجودات	كفاية رأس المال
2008	-2,017,544	64,765,488	-3.12%
2009	1,347,367	57,957,821	2.32%
2010	197,057	65,012,868	0.30%
2011	1,041,933	76,541,297	1.36%
2012	3,133,224	85,202,207	3.68%
2013	5,462,558	95,155,350	5.74%
2014	3,266,195	81,607,163	4.00%
2015	2,236,587	72,475,715	3.09%
2016	2,199,492	76,544,213	2.87%
2017	6,423,824	82,381,199	7.80%
2018	8,000,206	99,356,286	8.05%

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على البيانات المالية للمدة (٢٠١٨-٢٠٠٨).

من خلال قراءة الجدول (٣) نشير انه سجل نسبة سالبة في سنة ٢٠٠٨ بلغت -3.12% بسبب الازمة الاقتصادية العالمية لسنة ٢٠٠٨، وارتفعت هذه النسبة من سنة (٢٠٠٩-٢٠١٦)، إذ تراوحت بين (0.30%， 5.74%) الا انها تعتبر منخفضة للغاية ولم تصل الى الحد الأدنى للمستوى الخامس الذي وضعته لجنة بازل لملاعة رأس المال والبالغة (8%) الا في سنـتـيـ

(2017-2018) وهذا يدل على انخفاض المخاطر التي يواجهها البنك المركزي واحتمالية تعرضه للعسر المالي وأزمات سيولة.

بـ مؤشرات الربحية: مؤشر العائد على الموجودات يعتبر من المؤشرات المهمة التي تعتمد عليها المصارف في قياس قدرة الوحدة النقدية المستثمرة في الاصول على توليد الأرباح.

الجدول (٤): العائد على الموجودات لمدة من 2008-2018 مليون دينار

السنة	الربح (الربع)*	نسبة النمو	الموجودات	نسبة النمو	نسبة النمو	ROA
2008	2,495,746	-	64,765,488	-	-	3.85%
2009	3,364,911	-10.51%	57,957,821	34.83%	-134.19%	5.81%
2010	-1,150,310	12.17%	65,012,868	-173.45%	844,876	-1.77%
2011	2,091,291	17.73%	76,541,297	147.53%	2,329,334	1.10%
2012	2,329,334	11.32%	85,202,207	-194.29%	-2,196,363	2.45%
2013	-1,029,608	11.68%	95,155,350	-53.12%	-37,095	-1.42%
2014	-37,095	-14.24%	81,607,163	-96.40%	4,012,276	-0.05%
2015	-2,196,363	-11.19%	72,475,715	-10916.22%	1,578,726	4.87%
2016	4,012,276	7.63%	82,381,199	-60.65%	1,578,726	1.59%
2017	1,578,726	20.61%	99,356,286	-	-	-
2018	-	-	-	-	-	-

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على البيانات المالية للبنك المركزي العراقي 2008-2018.

* الربح يشمل ايراد الفوائد فقط.

من خلال قراءة الجدول (٤) ندرج الآتي:

١. عند رصد اتجاه نمو اجمالي الموجودات للبنك نرى ان حدود النمو تراوحت بين الارتفاع والانخفاض، إذ بلغت ادنى نسبة لها في سنة 2014 بنسبة -14.2% واعلى نسبة تحققت كانت سنة 2019 بنسبة نمو 20.6% عن السنة السابقة.
٢. على مستوى تحقيق الأرباح فقد حقق البنك اعلى ربحاً في سنوات (2008-2009-2017)، مقابل اعلى خسارة في سنتي (2010-2014) نتيجة ارتفاع المصروفات عن الايرادات.
٣. ان البنك المركزي حق ربحية ضمن المستوى الاول للسنوات (2008-2009-2017)، إذ بلغت قيمته خلال هذه السنوات اكبر من قيمة المؤشر المثالية والبالغة بـ (2.5%)، وحقق ربحية عالية رغم انخفاض بند الموجودات عن السنة السابقة بنسبة 10.5%.
٤. حقق المؤشر المستوى الثاني للسنوات (2012-2013-2018) حيث تتصدر قيمة المؤشر المعتمدة في هذا المستوى المحصورة بين (1.5%-2.5%).
٥. حقق المؤشر المستوى الثالث سنة 2011 إذ بلغت نسبة (1,1%)، تتراوح نسبة ضمن هذا المستوى بين (0.5%-1.5%).
٦. احتل البنك المركزي المستوى الخامس حسب هذا المؤشر في تقييم الربحية لأربع سنوات خلال مدة البحث كما في سنتي (2010-2014) اذ حقق قيمياً سالبة للعائد على الموجودات.
- ج. **مؤشر السيولة:** وهو احد المؤشرات التي تستخدم لقياس مؤشر السيولة، وقد شملت الموجودات المرجحة للمخاطر الأئتمانية فقط وكما موضح في الجدول (٥).

الجدول (٥): نسبة السيولة لرأس المال لمدة من 2008-2018 مليون دينار

السنة	رأس المال	الموجودات المرجحة للمخاطر	نسبة السيولة
2008	100,000	60,852,266	0.16%
2009	100,000	55,770,805	0.18%
2010	100,000	63,134,672	0.16%
2011	100,000	74,560,497	0.13%
2012	100,000	80,952,103	0.12%
2013	100,000	87,763,237	0.11%
2014	100,000	71,194,473	0.14%
2015	100,000	66,525,808	0.15%
2016	1,000,000	70,056,068	1.43%
2017	1,000,000	75,822,078	1.32%
2018	1,000,000	92,157,269	1.09%

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على البيانات المالية للمدة (٢٠١٨-٢٠٠٨).

بناءً على هذا المؤشر فإن نسب السيولة تراوحت بين الانخفاض والارتفاع حيث بلغت 0.16% سنة 2008 و 0.15% سنة 2015 عندما كان رأس المال للبنك (100) مليار دينار عراقي، ثم سجلت السيولة ارتفاعاً سنة 2016 بسبب زيادة رأس المال إلى (1) تريليون دينار وأيضاً زيادة الموجودات المرجحة للمخاطر الأنتمانية حيث بلغت النسبة لهذه السنة (1.43%) ألا أنها أقل من 60% ضمن المستوى الأول.

المحور الخامس: الاستدامة المالية للبنك من خلال المؤشرات وعوائد المحفظة الاستثمارية

تحليل العلاقة بين المؤشرات المالية التي تقيس الاستدامة والعوائد الاستثمارية، لا يتم بمعزل عن تأثير المتغيرات الاقتصادية ذات التأثير المباشر عليهما وتحليلها، وبيان درجة ارتباطها بالعوائد بالاستثمارية للمحفظة والاحتياطي الأجنبي من جهة وبين نتائج المؤشرات التي تعكس درجة الاستدامة، وسيتم التطرق إلى البيانات المالية للمتغيرات الاقتصادية الآتية: (أ). نافذة العملة، ب. عرض النقد M_1 ، ج. عرض النقد M_2 ، د. معدل التضخم، هـ. سعر الصرف)، وبيان درجة ارتباطها وتأثيرها على متغيرات البحث، وبيان درجة الربط بينها وبين المؤشرات المالية وهذه المتغيرات ان كانت درجة ارتباطها عكسية أم طردية وكالاتي:

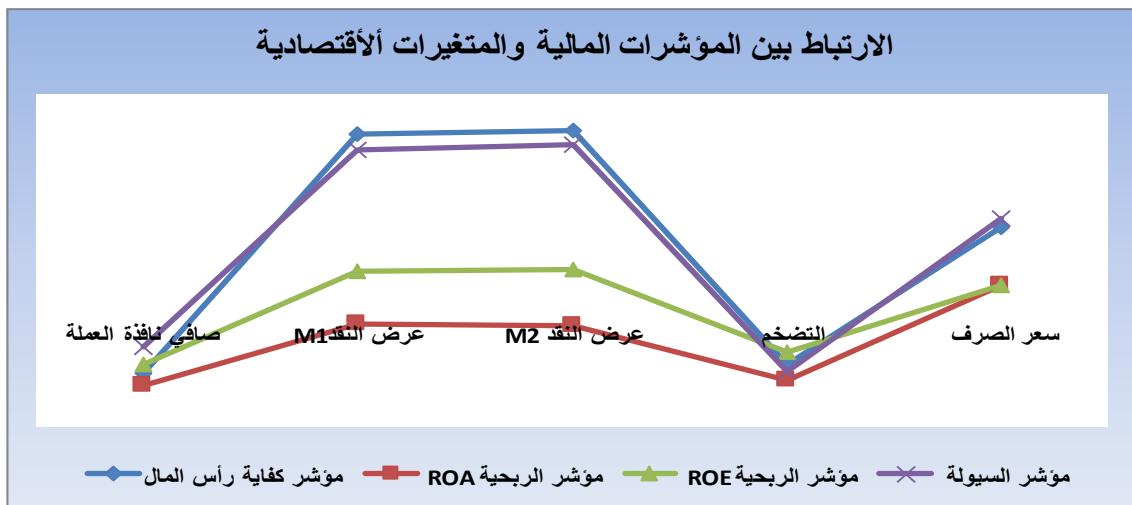
الجدول (٦): معامل الارتباط بين نتائج المؤشرات المالية للاستدامة والمتغيرات الاقتصادية للمدة من 2008-2018

المؤشرات المالية	صافي نافذة العملة	عرض النقد M_1	عرض النقد M_2	التضخم	سعر الصرف
مؤشر كفاية رأس المال	-0.34	0.81	0.83	-0.30	0.36
مؤشر الربحية ROA	-0.40	-0.10	-0.11	-0.37	0.08
مؤشر الربحية ROE	-0.30	0.15	0.16	-0.24	0.08
مؤشر السيولة	-0.21	0.74	0.76	-0.33	0.41

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على البيانات المالية للبنك المركزي للمدة من ٢٠١٨-٢٠٠٨

ويظهر الجدول (٦) الملاحظات الآتية:

- أ. ان مؤشر كفاية رأس المال ارتبط ارتباط عكسي ضعيف مع متغيري نافذة العملة والتضخم بدرجة (0.34 و 0.30) على التوالي، وارتباط ارتباط طردي قوي مع متغيري عرض النقد M_1 و M_2 بدرجتي بلغت (0.81 و 0.83).



الشكل (٤): الارتباط بين المؤشرات المالية والمتغيرات الاقتصادية

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على الجدول (٦).

ب. ارتبطت نتائج مؤشر الربحية ROA ارتباط عكسي متوسط مع نافذة العملة وعكسي ضعيف مع عرض النقد M_1 و M_2 ومعدل التضخم، بسبب انخفاض معدل الربحية خلال مدة البحث، ووطري ضعيف مع سعر الصرف وكما موضح في الشكل (٤).

ج. في حين حقق مؤشر الربحية ROE ارتباط عكسي ضعيف مع نافذة العملة والتضخم، بمعنى اي زيادة تحدث في هذين سوف تؤدي الى انخفاض بسيط في مؤشر الربحية، وارتباط موجب ضعيف مع المتغيرات الاقتصادية الاخرى.

د. اظهرت درجة ارتباط مؤشر السيولة علاقة عكسيه ضعيفة مع نافذة العملة والتضخم، وارتباط طردي قوي مع مؤشرى عرض النقد M_1 و M_2 وطري متوسط مع سعر الصرف.

ويوضح الجدول (٧) درجة الارتباط بين هذه المتغيرات وأثره على المحفظة للبنك المركزي وعلى الشكل التالي:

الجدول (٧): معامل الارتباط بين المتغيرات الاقتصادية وعوائد المحفظة الاستثمارية للبنك للمدة (2018-2008)

الاحتياطي الاجنبي	نوع الارتباط	عوائد المحفظة الاستثمارية	المتغيرات الاقتصادية
0.54	ارتباط طردي متوسط	0.51	صافي نافذة العملة
0.35	ارتباط عكسي ضعيف	-0.02	عرض النقد M_1
0.29	ارتباط طردي ضعيف	0.04	عرض النقد M_2
0.48	ارتباط عكسي متوسط	-0.40	معدل التضخم
-0.71	ارتباط طردي متوسط	0.62	سعر الصرف

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على البيانات المالية للبنك المركزي للمدة من 2008-2018.

يشير الجدول (٧) الى قوة الترابط والتأثير بين المتغيرات الاقتصادية والعوائد الاستثمارية والاحتياطي الاجنبي سواء كانت العلاقة بين المتغيرين عكسية ام طردية، تتراوح قيمة الترابط بين (١،-١-) وكلما اقتربت القيمة من الواحد الصحيح دل ذلك على الارتباط القوي بين المتغيرات، ومن خلال بيانات الجدول (٧) نلاحظ الآتي:

أ. يوضح مؤشر درجة ارتباط صافي نافذة العملة مع العوائد الاستثمارية بدرجة (0.51) ومع الاحتياطي الاجنبي بدرجة (0.54) ويعكس العلاقة الطردية المتوسطة بينهما، اي بمعنى اي زيادة بصفي مبيعات ومشتريات نافذة العملة الأجنبية سوف تؤدي الى زيادة العوائد الاستثمارية كما موضح في الشكل (٥).



الشكل (٥): الارتباط بين الاحتياطي والعوائد الاستثمارية والمتغيرات الاقتصادية
المصدر: من إعداد الباحثان بالأعتماد على بيانات الجدول (٧).

ب. ان الارتباط بين متغيري عرض النقد M_1 والعوائد الاستثمارية ارتباط عكسي ضعيف بلغ -0.02 وارتباط موجب ضعيف مع الاحتياطي الاجنبي، بمعنى اي زيادة وفي عرض النقد M_1 سوف يؤدي الى زيادة طفيفة في الاحتياطي الاجنبي، وكذلك بالنسبة لعرض النقد M_2 والذي كانت درجة ارتباطه مع العوائد والاحتياطي ارتباط موجب بسيط.

ج. ارتبط معدل التضخم بعلاقة عكسية متوسطة مع العوائد الاستثمارية، فكلما انخفض معدل التضخم ازدادت العوائد الاستثمارية، وارتبط مع الاحتياطي الاجنبي بعلاقة طردية متوسطة وهذا عكس الواقع بدرجة (0.48) بسبب الانخفاض في الاحتياطي في بعض السنوات رغم انخفاض معدلات التضخم.

د. عكست درجة ارتباط سعر الصرف والتي بلغت (0.62) مع العوائد الاستثمارية علاقة طردية متوسطة وعكسية مع الاحتياطي الاجنبي بأرتباط عكسي قوي حيث ان أي زيادة في سعر الصرف سوف يؤدي الى انخفاض الاحتياطي الاجنبي.

هـ. ارتبطت العوائد الاستثمارية بعلاقة عكسية متوسطة مع الاحتياطي الاجنبي بدرجة (-0.55) وهذا خلاف الواقع، حيث بناءً على البيانات المالية خلال مدة البحث، حيث أنه رغم انخفاض العوائد الاستثمارية كان هناك زيادة في الاحتياطي الاجنبي.

الاستنتاجات والتوصيات

أولاً. الاستنتاجات: من خلال البحث توصل الباحثان الى الاستنتاجات الآتية:

١. يعتبر مفهوم الاستدامة المالية من المفاهيم الحديثة نسبياً والتي تخص الجوانب الاقتصادية والمالية للمؤسسة ويعنى ببقائها واستمراريتها.

٢. تحقيق الاستدامة المالية في للبنك المركزي العراقي تعد ضرورة وغاية في الوقت نفسه، ضرورة لتحسين مستوى الخدمة المقدمة للمواطنين التي من اجلها تأسست هذه المؤسسة، وهدف بسبب محدودية الموارد وزيادة النفقات في ظل الظروف الاقتصادية المتغيرة.
٣. عدم وجود قسم للأستدامة المالية لدى البنك المركزي وعدم احتواء تقاريره السنوية لهم اي بيانات او اجراءات عن الاستدامة والحكومة نظراً لكونها موضوعات في غاية الامانة تدخل في صميم عمل المؤسسات المالية ذات الالتزامات المالية.
٤. ان المحفظة الاستثمارية للبنك المركزي محدودة الأستثمار في القطاعات التي لها دور كبير في تحقيق التنمية الاقتصادية مثل القطاعات الصناعية والزراعية والخدمية والسياحية.
- ثانياً. التوصيات:** وفي ضوء الاستنتاجات يوصي الباحثان بما يأتي:
١. ينبغي أن يتبنى البنك المركزي العراقي (عينة البحث) مفهوم الاستدامة المالية في ظل ندرة الموارد وشحة الأموال، وأن تعمل وفق خطط إستراتيجية للاستدامة المالية طويلة الأجل ويتم دمجها مع الأنظمة الأدارية والمالية.
 ٢. ضرورة قيام المؤسسات المالية بتنويع محافظها الاستثمارية من خلال اعتمادها أسس استثمارية تتعدد وفق الأهداف التي أنشأت المحافظ الاستثمارية من اجلها، مثل تحفيز القطاعات الاقتصادية وتنويع الاستثمارات، فضلاً عن المتابعة المستمرة والدقيقة لها وتقييمها بشكل مستمر من خلال خبراء لديهم الدرأية والكفاءة والمهارات الادارية والفنية في هذا المجال.
 ٣. على البنك المركزي القيام بإنشاء قسم للاستدامة المالية، وضرورة ان تحتوي التقارير السنوية عن اجراءاتهم في مجال الاستدامة والحكومة.
 ٤. وضع الخطط الإستراتيجية طويلة الأجل في المجال الاستثماري والمالي، تتضمن أفضل المجالات والقطاعات الأكثر ربحية وامان التي تستطيع الدخول فيها للأستثمار.

المصادر

أولاً. المصادر العربية:

١. الجمل، جويدار جمال، الاسواق المالية والنقدية، عمان، مطبعة دار الصفاء للنشر والتوزيع .٢٠٠٢
 ٢. الشبيبي، دريد كامل، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، ٢٠١٠.
 ٣. المشهداني والعبيدي، خالد احمد فرحان، رائد عبد الخالق، مدخل الى الاسواق المالية، دار الايام للنشر والتوزيع، دار الأيام للنشر والتوزيع، ٢٠٠٢.
 ٤. المؤمني، غازي فلاح، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠١٥.
 ٥. خربوش، حسني علي وارشيد، عبد المعطي رضا، وجودة، محفوظ احمد، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، ١٩٩٩.
- ثانياً. المصادر الاجنبية:**

1. Angel Marchev‘ Autonomous portfolio investment by multi-stage selection procedure, AIP Conference Proceedin‘ Investment Portfolio Mangement, conference, 2013.

2. Bowman, Woods, "Financial Capacity and Sustainability of Ordinary Nonprofits" Nonprofit Management and Leadership, Vol. 22, No. 1, Fall 2011.
3. Christine Brentani,"Portfolio Mangment in practice-Essential Capital Markets" First Published, 2004.
4. European University Association, Financially sustainable,
<https://eua.eu/resources/publications/651:financially-sustainable-universities-towards-full-costing-in-european-universities>,2008.
5. George H. Hempel, Donald G. Simonson, Bank management, 5th ed, New York; Chichester, John Wiley, 1999.
6. Johnson, Timothy, Investment Principles, 2ed, Englewood Cliff, Prentice-Hall, 2006.
7. León, Patricia, Four pillars of financial sustainability Resources for Success Series Volume, 2001.
8. Lisa M. Sontag-Padilla, Lynette Staplefoote, Kristy Gonzalez Morgant, Financial Sustainability for Nonprofit Organizations, Rand Nonprofits, 2011.
9. Mary Molony & Jan Petrsson, Early Childhood Education Management, Insights into business Practice and Leadership, 2017.
10. Nataliya Barasinska, Dorothea Schäfer, Andreas Stephan, Financial Risk Aversion and Household Asset Diversification, 2009.
11. Robert L.Hagin,"Investment Management Diversification,Risk and Timing-fact and fiction,2004.
12. Sharma, Puspa Raj, Financial sustainability of selected MFIS of Nepal. The Journal of Nepalese Business Studies, 2008.
13. Stephen Ross, Wester fild, Randolph, W & Jordan,d. Bradford 'Essential of corporate finance, the McGraw-Hill companies, 1996.