

<https://doi.org/10.25130/tjaes.16.52.3.18>

## دور المحفظة الاستثمارية في تحقيق الاستدامة المالية للبنك المركزي العراقي للمدة (2008-2018)

أ.د. عماد محمد علي العاني

كلية الإدارة واقتصاد

جامعة بغداد

[emadabdullatif@gmail.com](mailto:emadabdullatif@gmail.com)

الباحثة: هويدا إسماعيل إبراهيم

كلية الإدارة والاقتصاد

جامعة بغداد

[howaida\\_i@yahoo.com](mailto: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 الأهداف من وراء استثمار الاحتياطيات تختلف عن اهداف استثمار الاموال المتعارف عليها والتي تأتي في مقدمتها تعظيم الأرباح، اما في حالة الأحتياطيات الاجنبية فان 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 مبادئ المحفظة الاستثمارية من حيث الأتجاه السلبي المحافظ والمقصود به زيادة العوائد وتقليل المخاطر وتنويع الأستثمار، وبسبب التحديات الاقتصادية اقتضت الضرورة الى الاهتمام بالوضع المالي والتحديات الذي ترافق توظيف هذه الأحتياطيات والبحث عن طرق لتحسين العائد وتخفيض تكاليف الأحتفاظ بالأحتياطيات 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 احتياطات اجنبية ضخمة تتطلب خطة فاعلة لاستثمار اموالها لكي تتمكن من الوفاء بالتزاماتها المالية الحالية والمستقبلية، ونتيجة لهذه الالتزامات المالية توجب على البنك استثمار احتياطياته بأفضل صورة ممكنة، والعمل على مواجهة المخاطر والتنبؤ بها وتفاديها 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 بنحو عام يؤدي إلى تراكم الاحتياطات لديه خلال فترات زمنية مختلفة وبالتالي هناك حاجة ماسة لاتخاذ قرارات استثمارية كفوءة، 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 متنوعة وكفوءة تحقق عائد اعلى للاحتياطات النقدية في ظل الالتزامات المالية المختلفة لأجل سوا كانت قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، من خلال تشكيل وتنويع محفظة الاحتياطات تهدف الى تعزيز الاستدامة المالية لها.

**فرضية البحث:** ينطلق البحث من فرضية مفادها "تسهم كفاءة تنويع المحفظة الاستثمارية للاحتياطات 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 المستثمرة والعوائد المتحققة، وبما يتناسب مع هدف تعظيم العائد من الاستثمار في ظل القيود التي تتضمنها السياسة الاستثمارية للدولة.

**اهمية البحث:** تتبع اهمية البحث من حقيقة الدور الذي تمارسه المحفظة الاستثمارية للاحتياطي الأجنبي في تحقيق الاستدامة المالية للبنك المركزي العراقي من خلال تنويع الاستثمارات وزيادة العوائد المتأتية 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 وهيكل 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 التعاريف 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 التعاريف السابقة، يمكن ملاحظة ان مفهوم الاستدامة المالية يركز على النقاط التالية:

- أ. قدرة المؤسسة على البقاء على المدى القريب والبعيد.
  - ب. الحصول على الإيرادات اللازمة لتغطية النفقات للوفاء بواجباتها المالية الحالية والمستقبلية.
  - ج. توفر الامكانية على مواجهة التحديات والتهديدات غير المتوقعة دون المساس بعملها.
- ثانياً. أهمية الاستدامة المالية:

1. تعزيز إمكانية 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.
  2. الربحية والنمو: ذلك عن طريق خلق قيمة مالية للمؤسسة من خلال توفير الفرص المناسبة لرفع الدخل وتخفيض التكاليف وإدارة المخاطر وتعزيز التدابير وحث التعاون مع اصحاب المصالح بما يساهم في فهم اعمق لأحتياجاتهم (European U.A., 2008: 12).
  3. تصحيح خطط العمل وإدارة المخاطر: تؤدي المعرفة بكيفية ادارة الاستدامة من التعرف على المخاطر بصورة متكاملة تساعد المستثمرين والمحليلين من التعرف على امكانية المؤسسة او المنظمة من تحقيق اهدافها الاستثمارية.
  4. تعزيز العلامة التجارية للمؤسسات غير الربحية: يجب ان تجسد العلامة التجارية مجموعة من الخصائص والمميزات التي تجعل الأفراد من خارج المؤسسة أنه سيتم تقديمها بشكل متنسق ومستمر، ووضع خطة تسويقية يساعدان على توصيل رسالة اجتماعية تبني الثقة بين المؤسسة والمستفيدين ( Padilla et al., 2012: 4).
- ثالثاً. الأركان الاربعة للاستدامة المالية: تتمثل الأركان الاربعة الرئيسة للاستدامة المالية على الشكل التالي:

1. 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.
2. 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 أية لحظة ولأي سبب من الأسباب مما يتسبب في أزمة كبرى لها، لذا توجب على الاقل ان تكون 60% من اجمالي الميزانية للمؤسسة يأتي من خمسة مصادر متنوعة للدخل (Patricia León, 2001: 15).
3. الركن الثالث الإدارة المالية السليمة: معرفة كيفية إدارة الموارد المالية أمر أساسي لتحقيق الاستدامة المالية من خلال ضمان الشفافية في الإدارة المالية والأهتمام ببناء وتقوية نظام للرقابة

الداخلية، فالفهم الكامل للميزانية امر بالغ الأهمية للإدارة 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).

4. **الركن الرابع توليد الدخل الخاص بالمؤسسة:** توليد الدخل الخاص بالمؤسسة وكما موضح في المخطط (2) هو احد الوسائل او الطرق لتنظيم وتنويع مصادر ايراداتها وطرق توليد الدخل الخاص ترتبط بالأدارة الكفوءة المبتكرة وعدم الأتكال على المنح والمساعدات الخارجية والداخلية. (Sharma, 2008: 24).



المخطط (1): 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 تعاريف للمحفظة الاستثمارية وكالاتي:

أ. بأنها "تشكيلة من الاصول العينية والمالية التي يمتلكها المستثمرون وتتكون من عدة انواع من الأصول" (Ross & Fild, 1996: 278).

ب. وعرفت بأنها تركيبة او تشكيلة استثمارية يتم أنشاؤها بطريقة فنية متكونة 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 الاصول المالية والنقدية والحقيقية مختلفة في قيمها وتواريخ استحقاقها وعوائدها ومخاطرها، باعتماد مبدأ التنويع بهدف تعظيم العائد وتقليل المخاطر".

ثانياً. نشأة المحفظة الاستثمارية: وضع الأسس النظرية للمحفظة الاستثمارية المحلل الأمريكي

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 للحفاظ على مستوى معين

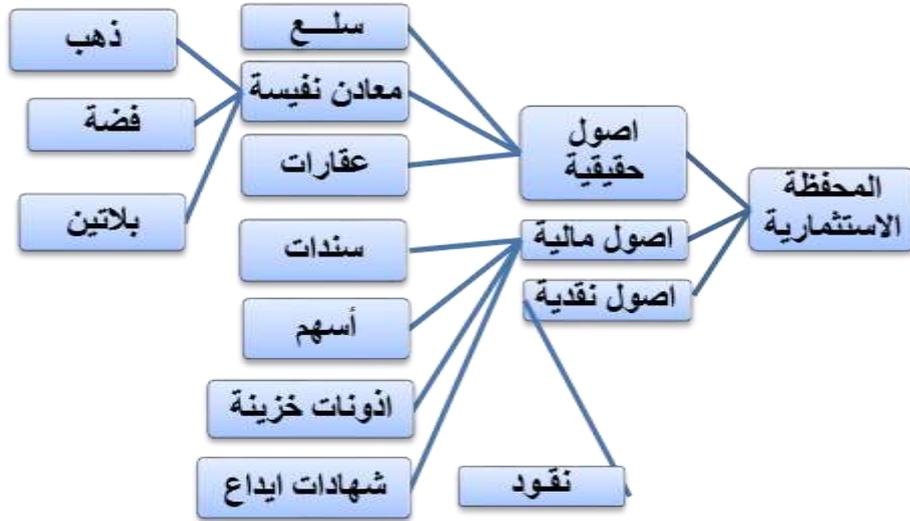
من العائد، في الواقع ان مخاطر الاصول التي تهم المستثمرين ليست مخاطرة كل اصل بمفرده بل

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 والاضافات اللاحقة خلال فترة السبعينات من القرن الماضي وخاصة بعد ظهور عدد كبير من الصناديق المشتركة مثل صندوق الضمان الاجتماعي، صندوق التقاعد المدني، صناديق توفير البريد وغيرها التي تتراكم لديها المدخرات مما يتطلب استثمارها في مجالات متنوعة واصبحت من أهم المواضيع في الإدارة المالية (المومني، 2015: 19).

ثالثاً. **مكونات المحفظة الاستثمارية:** تصنف اصول المحافظ الاستثمارية الى ثلاث انواع رئيسية هما (Barasinska, 2009: 14):

أ. **الأصول الحقيقية:** هي الموجودات الاستثمارية الحقيقية الملموسة مثل العقارات والمشاريع الزراعية والصناعية، والتي تنسم بانخفاض سيولتها والتي تتطلب خبرات متنوعة لعدم تجانس انواعها وزيادة التكاليف الاستثمارية وكما موضح في المخطط (2).



المخطط (2): مكونات المحفظة الاستثمارية

المصدر: بتصريف الباحث بالاعتماد على: خربوش، حسن علي وآخرون، (1999)، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط 2، عمان، ص 15.

ب. **الاصول المالية:** المقصود بها الاوراق المالية والتي تمنح لحاملها شهادة من خلال ملكية الاوراق والتي تبين لحاملها حقوق الملكية وتخوله المطالبة بجزء او كل من المطالبة من تلك القيمة، وتتميز تلك الأصول بأنها تحقق ارباح عالية وتتفاوت الخطورة التي تترتب عليها وتأثرها بالعوامل الخارجية وكما موضح في المخطط (4).

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

رابعاً. **اهمية المحفظة الاستثمارية:**

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

ب. ارتفاع الفوائد والسيولة المالية لدى المؤسسات والشركات والافراد، خاصة في ظل توسع أنشطة صناديق الاستثمار المشتركة ومحافظ المؤسسات المالية مثل شركات التأمين والبنوك ومؤسسات الضمان الاجتماعي، والتنوع الحاصل في الأدوات الاستثمارية المحلية والدولية، وبالتالي استثمارها بأدوات استثمارية طويلة ومتوسطة وقصيرة الامد (ال شبيب، 2010: 18).

ج. تحقيق للربح السريع والذي يتطلب اسلوب عملي يحقق اهداف الاستثمار (الجمل، 2002: 20).  
**خامساً. اهداف المحفظة الاستثمارية:** هدف رئيسي لأي مؤسسة مالية او مستثمر أنشاء محفظة كفوءة مستمدة من أفضل الفرص المتاحة للعوائد ومخاطرة اقل مع تحقيق عنصر السيولة لمواجهة الالتزامات المستقبلية عند تعرضها لأي ازمة مالية (15: 2004: Brentani)، أما الأهداف الأخرى يمكن تلخيصها بالآتي:

**1. الحفاظ على رأس المال الأصلي:** المحافظة على رأس 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 رأسمالها.

**2. النمو في رأس المال:** يسعى مدراء المحافظ الاستثمارية كمؤسسة مالية او فرد تحقيق نمو وزيادة رأسمالية تراكمية والحفاظ على نسب النمو المتوقع.

**3. استمرار تدفق الدخل:** يعد استمرار تدفق الدخل هدف اساسي يسعى مدير المحفظة الاستثمارية الى تحقيقها، فبالإضافة الى المحافظة على رأس مالها يتطلب أيضاً المحافظة على التدفقات النقدية باعتبار الدخل مصدر هام يساعد المساهمين للمحافظة على اصول المحفظة (خربوش ومعطي، 1999: 21).

**4. التنوع:** القاعدة الأساسية التي تستند عليه مفهوم المحفظة هو التنوع لتقليل المخاطر التي من الممكن ان تتعرض لها المحفظة، حيث يُعد تنوع اصول المحفظة من اهم الامور التي تقع على عاتق مدير المحفظة بما يحافظ على عملية التنوع المتوازن وذلك للحصول على عائد أكبر ودرجات مخاطرة اقل (119: 2006: Johnson)، فكلما زاد عدد الاسهم فأن ذلك يتطلب جهوداً كبيرة للمتابعة للحصول على المعلومات المطلوبة لعدد أكبر من الشركات وبالتالي ترتفع كلف إدارة المحفظة (المشهداني والعبيدي، 2002: 30).

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

## المحور الثالث: هيكل الاحتياطي الاجنبي والمحفظة الاستثمارية للبنك المركزي العراقي

يتوزع الاحتياطي الاجنبي للبنك المركزي العراقي الى اربعة بنود كما مبين في الجدول (1) للفترة من (2008-2018).

الجدول (1): المكونات الرئيسية للاحتياطيات الاجنبية للسنوات (2008-2018) مليون دينار

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

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على بيانات المركز المالي للبنك المركزي العراقي للفترة (2008-2018).

من خلال الجدول (1) نلاحظ أن نسبة الاحتياطي الاجنبي سجل نسب سالبة في سنة 2009 مقدارها (-14.9%) بسبب الازمة العالمية سنة 2008، ثم ازدادت نسبة نمو الاحتياطيات بلغت 13.7% سنة 2013 عاود الانخفاض ليسجل نسب سالبة سنتي 2014 و2015 و2016 بنسب (-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 لآخر، يعتمد على نظام سعر الصرف وحجم الاحتياطيات وهيكل الاقتصاد الوطني، تتوزع استثمارات الأحتياطي الاجنبي على شكل ودائع واستثمارات سندات واذونات خزينة لدى البنوك المركزية والمصارف الدولية يحتل الاحتياطي الامريكي الفيدرالي كسندات واذونات خزينة النسبة الأكبر.

والجدول (2) يوضح إيرادات الفوائد المتأتية من هذه الاستثمارات، اضافة الى الفوائد المتأتية من ارصدة لدى وزارة المالية و ارصدة لدى البنوك والودائع لليلة واحدة واخرى وعلى الشكل الآتي:

الجدول (2): إيرادات الفوائد عدد السنوات للمدة (2008-2018) مليون دينار

| السنة | ارصدة لدى وزارة المالية | استثمارات محتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق | ارصدة لدى البنوك | الودائع لليلة واحدة | أخرى   | 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 (2008-2018)، ومجموع إيرادات الفوائد لا تشمل مصروفات الفوائد.

بناءً على بيانات الجدول (2) ندرج الآتي:

أ. حقق 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 (-19.6% -25.77%)، ثم حققت زيادة للسنوات اللاحقة من (2015-2018) حيث حقق نسبة زيادة لسنتي (2016 و2017) بنسبة (113% و59%) ولكن بنسب متناقصة. شهدت إيرادات الفوائد المتأتية من بند الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق انخفاضاً ملحوظاً للسنوات من (2008-2011) بنسب من (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 (3) توزيع عوائد الفائدة على النحو الآتي:



الشكل (3): توزيعات عوائد الفائدة للأحتياطي الأجنبية للمدة (2008-2018)

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على بيانات الجدول (2).

ب. لوحظ أن هناك انخفاضاً بمعدل النمو ولكن بنسب متناقصة في إيرادات الفوائد من الارصدة لدى وزارة المالية للمدة من (2008-2014) بنسبة من (-34.1%، -25.7%)، ثم بلغت اعلى نسبة نمو سنة 2016 بنسبة نمو بلغت 113% عن السنة السابقة واستمرت بالزيادة ولكن بمعدلات نمو متناقصة.

### المحور الرابع: المؤشرات المالية للبنك المركزي العراقي

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

إن مؤشرات الحيلة الجزئية (CAMELS) تعتمد على ستة مؤشرات تجميعية لتحليل وضع المؤسسات المالية لتقويم الأمان والسلامة للمصارف معتمدة على درجات معينة لكل مؤشر، وسيتم الاعتماد على ثلاث مؤشرات رئيسية وهي (كفاية رأس المال-السيولة-الربحية) وتصنف درجات المؤشرات كالآتي (ابو هونة، 2018: 30):

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 (3): نسبة كفاءة رأس المال للمدة من 2008-2018 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 (2008-2018).

من خلال قراءة الجدول (3) نشير انه سجل نسبة سالبة في سنة 2008 بلغت -3.12% بسبب الازمة الاقتصادية العالمية لسنة 2008، وارتفعت هذه النسبة من سنة (2009-2016)، إذ تراوحت بين (0.30%، 5.74%) ألا انها تعتبر منخفضة للغاية ولم تصل الى الحد الأدنى للمستوى الخامس الذي وضعته لجنة بازل لملاءة رأس المال والبالغة (8%) الا في سنتي

(2017-2018) وهذا يدل على انخفاض المخاطر التي يواجهها البنك المركزي واحتمالية تعرضه للعسر المالي وأزمات سيولة.  
 ب. مؤشرات الربحية: مؤشر العائد على الموجودات يعتبر من المؤشرات المهمة التي تعتمد عليها المصارف في قياس قدرة الوحدة النقدية المستثمرة في الأصول على توليد الأرباح.  
 الجدول (4): العائد على الموجودات للمدة من 2008-2018 مليون دينار

| السنة | العائد (الربح)* | نسبة النمو | الموجودات  | نسبة النمو | ROA    |
|-------|-----------------|------------|------------|------------|--------|
| 2008  | 2,495,746       | -          | 64,765,488 | -          | 3.85%  |
| 2009  | 3,364,911       | 34.83%     | 57,957,821 | -10.51%    | 5.81%  |
| 2010  | -1,150,310      | -134.19%   | 65,012,868 | 12.17%     | -1.77% |
| 2011  | 844,876         | -173.45%   | 76,541,297 | 17.73%     | 1.10%  |
| 2012  | 2,091,291       | 147.53%    | 85,202,207 | 11.32%     | 2.45%  |
| 2013  | 2,329,334       | 11.38%     | 95,155,350 | 11.68%     | 2.45%  |
| 2014  | -2,196,363      | -194.29%   | 81,607,163 | -14.24%    | -2.69% |
| 2015  | -1,029,608      | -53.12%    | 72,475,715 | -11.19%    | -1.42% |
| 2016  | -37,095         | -96.40%    | 76,544,213 | 5.61%      | -0.05% |
| 2017  | 4,012,276       | -10916.22% | 82,381,199 | 7.63%      | 4.87%  |
| 2018  | 1,578,726       | -60.65%    | 99,356,286 | 20.61%     | 1.59%  |

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على البيانات المالية للبنك المركزي العراقي 2008-2018.  
 \* الربح يشمل إيراد الفوائد فقط.

من خلال قراءة الجدول (4) ندرج الآتي:

1. 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% و اعلى نسبة تحققت كانت سنة 2019 بنسبة نمو 20.6% عن السنة السابقة.
  2. 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 الإيرادات.
  3. ان البنك المركزي حقق ربحية ضمن المستوى الاول للسنوات (2008-2009-2017)، إذ بلغت قيمته خلال هذه السنوات اكبر من قيمة المؤشر المثالية والبالغة ب (2.5%)، وحقق ربحية عالية رغم انخفاض بند الموجودات عن السنة السابقة بنسبة 10.5%.
  4. حقق المؤشر المستوى الثاني للسنوات (2012-2013-2018) حيث تنحصر قيمة المؤشر المعتمدة في هذا المستوي المحصورة بين (1.5%-2.5%).
  5. حقق المؤشر المستوى الثالث سنة 2011 إذ بلغت نسبته (1،1%)، تتراوح نسبته ضمن هذا المستوى بين (0.5%-1.5%).
  6. احتل البنك المركزي المستوى الخامس حسب هذا المؤشر في تقييم الربحية لأربع سنوات خلال مدة البحث كما في سنتي (2010-2014) اذ حقق قيمة سالبة للعائد على الموجودات.
- ج. مؤشر السيولة: وهو احد المؤشرات التي تستخدم لقياس مؤشر السيولة، وقد شملت الموجودات المرجحة للمخاطر الأتمانية فقط وكما موضح في الجدول (5).

الجدول (5): نسبة السيولة لرأس المال للمدة 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 (2008-2018).  
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 الى (1) تريليون دينار وايضاً زيادة الموجودات المرجحة للمخاطر الأثمانية حيث بلغت النسبة لهذه السنة (1.43%) ألا انها اقل من 60% ضمن المستوى الاول.

### 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 الى 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 ام طردية وكالاتي:

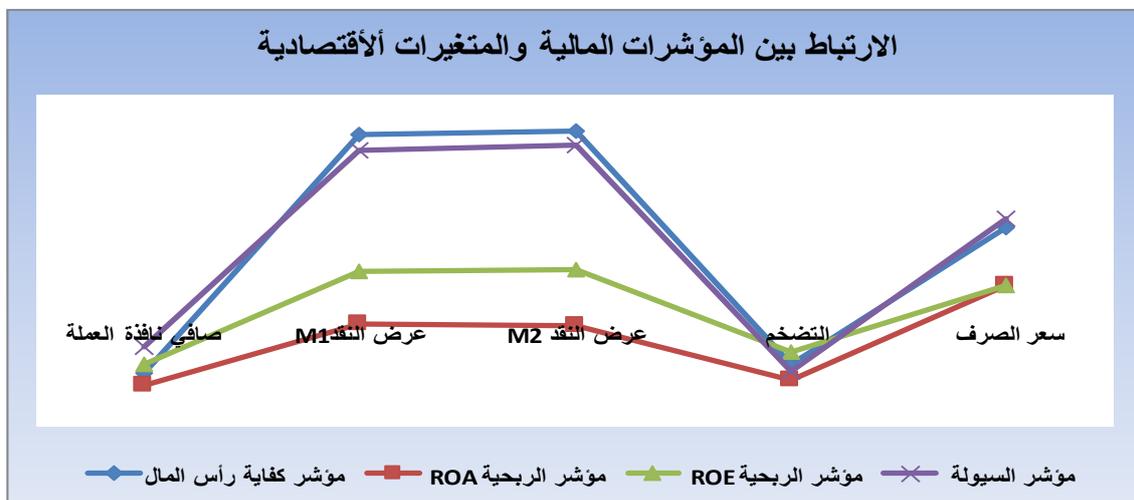
الجدول (6): معامل الارتباط بين نتائج المؤشرات المالية للاستدامة والمتغيرات الاقتصادية للمدة من 2008-2018

| 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 2008-2018

ويظهر الجدول (6) الملاحظات الأتية:

أ. ان مؤشر كفاية رأس المال ارتبط ارتباط عكسي ضعيف مع متغيري نافذة العملة والتضخم بدرجة (-0.34 و-0.30) على التوالي، وارتبط ارتباط طردي قوي مع متغيري عرض النقد  $M_1$  و  $M_2$  بدرجتي بلغت (0.81 و0.83).



الشكل (4): الارتباط بين المؤشرات المالية والمتغيرات الاقتصادية

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على الجدول (6).

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، وطردي ضعيف مع سعر الصرف وكما موضح في الشكل (4).

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 عكسية ضعيفة مع نافذة العملة والتضخم، وارتباط طردي قوي مع مؤشري عرض النقد  $M_1$  و  $M_2$  وطردي متوسط مع سعر الصرف.

ويوضح الجدول (7) درجة الارتباط بين هذه المتغيرات وأثره على المحفظة للبنك المركزي وعلى الشكل التالي:

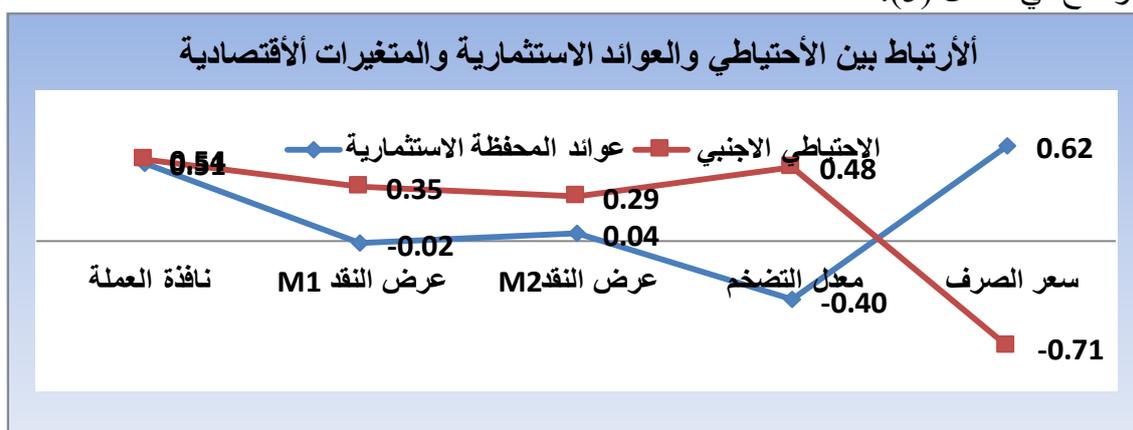
الجدول (7): معامل الارتباط بين المتغيرات الاقتصادية وعوائد المحفظة الاستثمارية للبنك للمدة (2018-2008)

| 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 M1         |
| 0.29              | ارتباط طردي ضعيف  | 0.04                      | عرض النقد M2         |
| 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 2018-2008.

يشير الجدول (7) الى قوة الترابط والتأثير بين المتغيرات الاقتصادية والعوائد الاستثمارية والاحتياطي الاجنبي سواء كانت العلاقة بين المتغيرين عكسية ام طردية، تتراوح قيمة الترابط بين (1، -1) وكلما أقتربت القيمة من الواحد الصحيح دل ذلك على الارتباط القوي بين المتغيرات، ومن خلال بيانات الجدول (7) نلاحظ الاتي:

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 بصافي مبيعات ومشتريات نافذة العملة الأجنبية سوف تؤدي الى زيادة العوائد الاستثمارية كما موضح في الشكل (5).



الشكل (5): الارتباط بين الاحتياطي والعوائد الاستثمارية والمتغيرات الاقتصادية

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على بيانات الجدول (7).

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 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:

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

2. 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.
3. عدم وجود قسم للاستدامة المالية لدى البنك المركزي وعدم احتواء تقاريره السنوية لهم اي بيانات او اجراءات عن الاستدامة والحوكمة نظراً لكونها موضوعات في غاية الاهمية تدخل في صميم عمل المؤسسات المالية ذات الالتزامات المالية.
4. ان المحفظة الاستثمارية للبنك المركزي محدودة الاستثمار 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:

1. ينبغي أن يبنى 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 الإدارية والمالية.
2. ضرورة قيام المؤسسات المالية بتنوع محافظها الاستثمارية من خلال اعتمادها أسس استثمارية تتحدد وفق الأهداف التي أنشأت المحافظ الاستثمارية من اجلها، مثل تحفيز القطاعات الاقتصادية وتنوع الاستثمارات، فضلاً عن المتابعة المستمرة والدقيقة لها وتقييمها بشكل مستمر من خلال خبراء لديهم الدراية والكفاءة والمهارات الادارية والفنية في هذا المجال.
3. على البنك المركزي القيام بأنشاء قسم للاستدامة المالية، وضرورة ان تحتوي التقارير السنوية عن اجراءاتهم في مجال الاستدامة والحوكمة.
4. وضع الخطط الاستراتيجية طويلة الأجل في المجال الاستثماري والمالي، تتضمن أفضل المجالات والقطاعات الأكثر ربحية وامان التي تستطيع الدخول فيها للاستثمار.

**المصادر**

**أولاً. المصادر العربية:**

1. الجمل، جويدار جمال، الاسواق المالية والنقدية، عمان، مطبعة دار الصفاء للنشر والتوزيع، 2002.
2. ال شبيب، دريد كامل، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، 2010.
3. المشهداني والعبيدي، خالد احمد فرحان، رائد عبد الخالق، مدخل الى الاسواق المالية، دار الايام للنشر والتوزيع، دار الأيام للنشر والتوزيع، 2002.
4. المومني، غازي فلاح، ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2015.
5. خربوش، حسني علي وارشيد، عبد المعطي رضا، وجودة، محفوظ احمد، ادارة المحافظ الاستثمارية، دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 1999.

**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 Petwrrson, 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.