

أثار عدم تماثل المعرفة في الأسواق المالية على تشكيل الملامح
الأساسية للهيكـل المالي المعاصر

د. أحمد أبو الفتوح الناقة
أستاذ الاقتصاد - قسم الاقتصاد
كلية التجارة-جامعة الإسكندرية

أثار عدم تماثل المعرفة في الأسواق المالية على تشكيل الملامح الأساسية للهيكل المالي المعاصر

أ.د. أحمد أبو الفتوح النافعة

٦- مقدمة :

تستهدف هذه الدراسة تقديم تحليل مبسط للهيكل المالي المعاصر وأثار عدم تماثل المعرفة (أو المعلومات) بين المتعاملين في الأسواق المالية على الملامح الأساسية للهيكل المالي، والهيكل المالي يعرف على أن المزيج التمويلي من المصادر المختلفة (قروض واسهم وسندات وأوراق تجارية) المتاحة لوحدات قطاع الأعمال غير المالي ولوحدات القطاع العائلي، والتحليل يقتصر على الهيكل المالي المستمد من المصادر الخارجية .

والتحليل يبدأ من المشاهدات المستمدة من البيانات المتاحة لمصادر التمويل الخارجي لقطاع الأعمال غير المالي، ومنها يتم استنتاج ومن ثم عرض الملامح الأساسية التي تشكل الهيكل المالي المعاصر لقطاع الأعمال ولاسيما في الدول المتقدمة، والغالبية العظمى من الدول النامية، وتبرز الدراسة دور الوسطاء الماليين في الحد من أثار تكاليف الصفقات (أو المبادلات المالية) وكذلك الحد من أثار عدم تماثل المعرفة في أسواق المال، وتعرض الدراسة للمخاطر المقترنة بعدم تماثل المعرفة في أسواق المال، واقتراح حلول قد تحد من الآثار السلبية لتلك المخاطر، وتقديم حظوظ كل حل مقترح من حيث النجاح أو الفشل.

وخطبة الدراسة تسير على النحو التالي:

المبحث الأول: يعرض الملامح الأساسية للهيكل المالي حول العالم.

المبحث الثاني: يعرض عملية الوساطة المالية ودورها في تخفيض تكاليف التداول المالي وتخفيض الأثر السلبي لعدم تماثل المعرفة .

المبحث الثالث : أثر عدم تماثل المعرفة في تفسير الملامح الأساسية للهيكل المالي.

وأخيرا خلاصة الدراسة .

المبحث الأول

الملامح الأساسية للهيكل المالي حول العالم

يتميز النظام المالي بالتعقيد سواء في الهيكل structure أو في الوظيفة function على نطاق العالم كله، فهو يشتمل على مؤسسات institutions من أنواع مختلفة : مصارف وشركات تأمين وصناديق استثمار، وأسواق منها: أسواق السندات وأسواق الأسهم وغيرها، وكلها مقيدة بإجراءات وقيود تنظيمية حكومية . والنظام المالي يضح بلايين من الأرصدة التمويلية كل عام من المدخرين إلى الناس الذين لديهم فرص الاستثمار الإنتاجي الحقيقي. وإذا نظرنا إلى الهيكل المالي (أو التمويلي) عبر العالم كله فإننا يمكن أن نميز ثمانية ملامح ، تحتاج من التحليل الاقتصادي أن يقوم بتفسيرها إذا ما أردنا أن نفهم كيف يعمل النظام المالي المعاصر .

الاتجاهات المعاصرة في الهيكل المالي في أوائل القرن الحادي والعشرين:

تشير الاتجاهات المعاصرة للهيكل المالي المعاصر للشركات غير المالية الأمريكية إلى أن تلك الشركات تعتمد على التدفقات النقدية الداخلية في التمويل بصفة أساسية، في حدود ثلثي إلى ثلاث أرباع التمويل المطلوب للإئناق الرأسمالي، بينما في أوروبا تعتمد الشركات على المصادر الخارجية في تمويل الإئناق الرأسمالي ، أما الشركات الصينية فتمول أكثر من نصف احتياجاتها التمويلية الكلية من المصادر الخارجية ، ولاسيما الاقتراض المصرفي، لأن النمو الاقتصادي السريع جعل الشركات تتمو بدرجة أكبر من نمو إمكانياتها التمويلية الداخلية من الإيرادات المحتجزة retained earnings.

أما في الأسواق المالية خارج الولايات المتحدة ، فإن البنوك التجارية تلعب دورا كبيرا في تمويل شركات قطاع الأعمال غير المالي، ففي معظم الدول تسيطر حفنة من البنوك الكبرى على تقديم الخدمات المالية للشركات الكبرى، كما أن حجم وكفاءة تلك البنوك في تقديم التمويل اللازم للشركات يعطيها نفوذا هائلا على تمويل الشركات وعلى سياساتها التشغيلية ، فمثلا في الصين تسيطر أربع بنوك كبرى على 80% من كل الخدمات المالية في الصين ، رغم أن الصين هي ثاني أكبر اقتصاد في العالم. وهذه القوة الطاغية للمصارف تم تدعيمها من خلال قيام الشركات بالاستثمار في حقوق الملكية equity investments في الشركات التجارية، فمعظم الدول بخلاف الولايات المتحدة تسمح للبنوك التجارية بأن تقوم بدور بنوك التجار merchant banks وهي البنوك القادرة على أن تقدم نطاقا كاملا من الخدمات المالية والتمويلية.

والجدول التالي يوضح التمويل بالدين وحقوق الملكية المقدم للشركات غير المالية على نطاق العالم كله للسنوات من 1990 حتى عام 2006م

جدول (1) التمويل الخارجي لقطاع الأعمال غير المالي عن طريق الدين وحقوق الملكية على نطاق العالم كله للفترة (1990-2006) م (بليون دولار أمريكي)

نوع التمويل	1990	1995	2000	2006
حجم التمويل الكلي	1508	2790	13489	17882
تمويل بالدين	1376	2548	10827	15487
تمويل بالأسهم العادية	132	242	2662	2395
نسبة التمويل بالدين	91.25%	91.33%	80.3%	87%
نسبة التمويل بالأسهم العادية	8.75%	8.67%	19.7%	13%

هذا الجدول مختصر لجدول (11.1) من المرجع التالي:

ومن الجدول رقم (1) يتضح لنا سيطرة التمويل بالدين ، ولاسيما التمويل المصرفي على التمويل المقدم لقطاع الأعمال الخاص غير المالي ، وصغر النسبة الممولة عن طريق حقوق الملكية ولاسيما عن طريق الأسهم العادية.

وقد سجلت عروض الإصدارات الأولية في العالم عام 2006م حوالي 7.29 تريليون دولار ، وكانت عروض الأوراق المالية عام 1997م حوالي 1.82 تريليون دولار ، وأقل من 400 بليون دولار عام 1988م ، والزيادة حوالي 18 ضعف في قيمة تمويل سوق الأوراق المالية بين عامي 1988 م ، 2006م ، وهي زيادة لم تقترن بزيادة متساوية في نمو التجارة والاستثمار والنشاط الاقتصادي على مستوى العالم كله، ولكن تلك الزيادة كانت انعكاس لقوة الاتجاه نحو توريق تمويل الشركات ، والتوريق securitization ينطوي على إعادة تقسيم القروض المصرفية والمنتجات المصرفية الأخرى في حزم repackaging loans متجانسة من حيث الأجل وشروط الاسترداد والغائدة عليها وإصدارها من جديد في صورة أوراق جديدة، يمكن بيعها لجمهور المستثمرين الماليين.

وبجانب النمو السريع والحديث في أشكال وأنماط التمويل ، فإن هناك اتجاها رئيسيا يمكن مشاهدته من البيانات ، ويتمثل في النسبة المستقرة نسبيا relatively steady fraction من عروض الأوراق المالية التي يقوم المصدرون بها في الولايات المتحدة ، فالإصدارات الأمريكية تمثل ما بين 55% إلى 74% من المجموع الكلي الكوني منذ عام 1990م ، وبالنظر إلى الإحصاءات الأمريكية وحدها يمكن أن نميز عدة اتجاهات تميز طبيعة تمويل قطاع الأعمال غير المالي في الولايات المتحدة وتمثل فيما يلي :

أولا: تصدر الشركات دين أكبر بكثير جدا من إصدار أدوات حقوق الملكية equity كل عام ، فأتساءل عام 2006م ، أصدرت الشركات الأمريكية حوالي 3763 بليون دولار من الديون المباشرة (القابلة للتحويل) convertible debt وأسهم ممتازة ، وحوالي 157 بليون دولار في صورة أسهم عادية، وحوالي 41 بليون دولار في صورة صكوك ممتازة غير قابلة للتحويل inconvertible preferred stock.

ثانيا: يمثل الدين المباشر straight debt حوالي 95% من رأس المال الذي تم تجميعه بواسطة الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية خلال عام 2006م.

ثالثا : أن حوالي 157 بليون دولار من الأسهم العادية تم إصدارها عام 2003م ، كانت تمثل حوالي 3.9% من رأس المال الذي تم تجميعه، وهذه النسبة صغيرة من المقدار الكلي لرأس المال المجمع من مصادر خارجية من خلال إصدار عام لأوراق مالية في الولايات المتحدة. كما أن تلك المقادير من الإصدارات يتم إزالتها في السوق المفتوح من خلال عمليات الاندماج وإعادة شراء الأسهم ، وبالتالي تتحول إصدارات حقوق الملكية إلى مقادير سالبة غالبا.

رابعا: أن ما يقارب من 2 تريليون دولار من التمويل الذي ترتبه الشركات الأمريكية كل عام ، والتي تحتاج تمويل خارجي يقدمها اتحاد من البنوك syndicated bank، وتفضل الشركات أن يتم إصدارها في صورة دين بدلا من إصدار أسهم عادية أو أسهم ممتازة.

خامسا: عدم أهمية إصدار حقوق الملكية الجديدة كمصدر لتمويل الشركات الأمريكية وهذا يتم تأكيده أيضا من أن العروض العامة الأولية initial public offering واختصارا IPOs ، كانت مسئولة فقط عن حوالي ربع (46 بليون من 157 بليون دولار كمجموع كلي) من الأسهم العادية التي أصدرتها الشركات عام 2006م ، وحوالي ثلث الإصدار الكلي في العام السابق، وعروض الإصدار الأولى هي البيع الأول للجمهور من الأسهم للمستثمرين خارج الشركة، وسوق الإصدار الأولى الأمريكي هو أضخم سوق في العالم وأكثرها سيولة لرأسمال حقوق الملكية ولاسيما للشركات الصغيرة سريعة النمو، وهذه الخصائص تعتبر أصل له قيمة كبيرة.

أما في سوق الإصدار الدولي، فأهم الملاحظات هي:

1- تتميز أسواق السندات الأوروبية the Eurobond Market، هي أكبر أسواق إصدار أدوات دين خارج الولايات المتحدة ويليه سوق السند الأجنبي Foreign bond market .

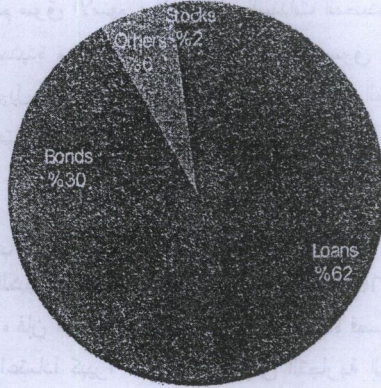
والسند الأوروبي هو سند يتم إصداره بعملة واحدة مفردة ويباع في عدة دول في آن واحد، بينما أن السند الأجنبي فهو إصدار يباع بواسطة شركة غير مقيمة في بلد أجنبي واحد ، وتكون قيمة السند مقيمة بعملة البلد المضيف. فالسند المقوم بالدولار وتصدره شركة أمريكية ويباع للمستثمرين الأوروبيين هو مثال للسند الأوروبي، بينما أن السند المقوم بالفرنك السويسري ويباع في سويسرا بواسطة شركة مصدرة يابانية هو مثال للسند الأجنبي. ومن الأمثلة البارزة للسند الأجنبي هو yankee bonds الذي كان يباع في الولايات المتحدة بواسطة شركة أجنبية (يابانية) إلى المستثمرين الماليين في الولايات المتحدة، وكان يمثل أكبر إصدار لسند أجنبي، وبالنسبة للإصدار بالفرنك الفرنك السويسري فمثالها Heidi bonds ويليه الإصدار الياباني Samurai كثنائي أكبر أسواق السندات الأجنبية .

2- والنمط الثاني المشاهد في التمويل الدولي هو الأسهم العادية الدولية international common stock والتي أصدرت وجمعت رأسمال حوالي 441 بليون دولار في عام 2006م ، وتلك هي إصدارات لحقوق ملكية تم بيعها في أكثر من دولة بواسطة شركات غير مقيمة.

ولكن يظل مع ذلك الطابع الغالب للتمويل ، سواء تمويل داخل الدولة الواحدة أو التمويل الدولي، هو التمويل بالدين debit finance، وهذا ساهم في تشكيل ملامح الهيكل المالي المعاصر .

وقبل أن نبدأ في عرض تلك الملامح ، نعرض لمحة عن الهيكل المالي الذي ساد الدول المتقدمة في القرن العشرين ليتضح لنا أن الاتجاه المعاصر للهيكل المالي هو امتداد لما ساد في الماضي ، ولهذا نعرض في الشكل رقم (1) كيف كان يتم تمويل قطاع الأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية من مصادر التمويل الخارجية (التي يتم الحصول عليها من خارج المؤسسة) في الفترة 1970-1985م.

شكل رقم (1)

الهيكل التمويلي لقطاع الأعمال في الولايات المتحدة
خلال الفترة 1970-1985

Source : Colln Mayer " Financial System, Corporate Finance and Economic Development" in *Asymmetric Information , Corporate Finance , and Investment*, ed., R. Glenn Hubbard (Chicago: Chicago University Press: 1990) p. 312

ومن شكل (1) يتضح أن أهم مصدر للتمويل الخارجي لشركات قطاع الأعمال في الولايات المتحدة خلال الفترة المذكورة هو القروض loans ، وهي تتألف بصفة أساسية من القروض من المصارف ، وإن كان يمكن أن يدخل في هذا البند القروض من الوسطاء الماليين الآخرين. وأما بند السندات bonds فهو عبارة عن أوراق الدين المالية القابلة للتسويق marketable debt securities ، متمثلة في سندات الشركات corporate bonds والأوراق التجارية commercial paper .

فسندات الشركات : هي السندات طويلة الأجل التي تصدرها الشركات والتي تتميز بارتفاع درجة جدارتها الائتمانية strong credit rating ، والصورة التقليدية لتلك السندات تعطي لحامل السند مدفوعات فائدة interest payments غالباً مرتين في السنة ، مع دفع القيمة الاسمية face value عندما يحل أجل استحقاق السند ، وبعض سندات الشركات تسمى السندات القابلة للتحويل convertible bonds ، لأن لها خاصية إضافية وهي السماح لحامل السند أن يحول تلك السندات إلى عدد محدد من الأسهم (أسهم مشاركة) shares of stocks في أي وقت حتى يحين تاريخ استحقاق السند. وهذه الخاصية جعلت تلك السندات القابلة للتحويل مرغوبة أكثر من المشتريين المنتظرين مقارنة بالسندات التي لا تحمل خاصية التحويل، كما تسمح للشركة أن تخفض مدفوعات الفائدة لأن تلك السندات يمكن أن تزيد في القيمة إذا ما ارتفع appreciate سعر السهم ارتفاعاً كافياً . ونظراً لأن المقادير المصدرة من كلا من السندات القابلة وغير القابلة للتحويل لأي شركة

هي مقدار صغير ، فإنها لا تتمتع بدرجة السيولة التي تتميز بها سندات آخري مثل السندات الحكومية.

وبالرغم من أن سوق سندات الشركات صغير بدرجة كبيرة مقارنة بسوق الأسهم ، حيث أن حجم سوق السندات يقل عن $\frac{1}{3}$ حجم سوق الأسهم ، فإن مقدار السندات المصدرة كل عام كبير بدرجة هامة مقارنة بحجم الإصدارات الجديدة من الأسهم. ولهذا فإن سلوك سوق سندات الشركات ربما يكون أكثر أهمية بالنسبة لقرار تمويل المؤسسة من سلوك سوق الأسهم. والمشترون الرئيسيون في سوق سندات الشركات هم شركات التأمين وصناديق المعاشات pension funds وأفراد القطاع العائلي.

أما الأوراق التجارية : فهي أداة دين قصير الأجل short-term debt instrument ، تصدرها البنوك والشركات الكبيرة المشهورة، مثل General Motors وشركة AT&T. وقبل الستينات من القرن الماضي ، فإن الشركات كانت تقترض الأرصدة قصيرة الأجل من البنوك ، ولكن منذ ذلك الحين بدأت تعتمد اعتمادا كبيرا على بيع الأوراق التجارية إلى الوسطاء الماليين الآخرين وإلى الشركات الأخرى لتمويل حاجاتها إلى الاقتراض العاجل، بمعنى أنها انهمكت في التمويل المباشر . وكان النمو في الأوراق التجارية في الولايات المتحدة كبيرا ، فمقدار الأوراق التجارية المصدرة زاد بما يفوق 3000% (من 33 بليون دولار إلى 1260 بليون في الفترة 1970-1999 م) ، ويرجع هذا النمو إلى عوامل منها التحسينات في تكنولوجيا المعلومات ، فالتحسن في تكنولوجيا المعلومات جعل من السهل على المستثمرين الماليين أن يفرضوا المقترضين الجيدين من الرديئين ، ويمكنهم من تصنيف المخاطر الائتمانية الجيدة من المخاطر الائتمانية الرديئة، مما جعل من السهل على الشركات أن تصدر أوراقا مالية للديون ، كما مكنتها من إصدار أدوات دين طويلة الأجل ، ولكن أيضا هذا التحسن يعني أن تلك الشركات تستطيع أيضا تعبئة موارد تمويلية قصيرة الأجل من سوق الأوراق التجارية .

كما أن تطور صناديق استثمار السوق النقدي كان عامل آخر يفسر النمو السريع في سوق الأوراق التجارية . لأن صناديق استثمار السوق النقدي تحتاج إلى حيازة أصول مالية تتميز بالجودة العالية high-quality السيولة liquidity وقصيرة الأجل short-term ، مثل الأوراق التجارية التي توفر لصناديق استثمار السوق النقدي تلك الخصائص، كما أن النمو صناديق المعاشات وصناديق آخري كبير ترغب في الاستثمار في تلك الأوراق وفر سوقا كبيرة وساعد على نمو حجم الأوراق التجارية.

أما الأسهم stock : فتتكون من صكوك الأسهم المتداولة في سوق الأسهم stock of market shares ، وهي حقوق ملكية equity stocks على الدخل الصافي الذي تحققه الشركة والأصول التي تمتلكها الشركة المصدرة للأسهم ، ولقد بلغت قيمة الأسهم في الولايات المتحدة 20 تريليون دولار في نهاية عام 1999م، وهي بهذا تتفوق على أي أوراق مالية آخري في سوق رأس المال . ولكن كمية الأسهم الجديدة المصدرة في أي عام هي صغير جدا وتقل عن 1% من القيمة الكلية للأسهم الموجودة في السوق. ويحوز الأفراد حوالي نصف قيمة الأسهم ، والباقي يتم حيازته من قبل صناديق المعاشات وصناديق الاستثمار وشركات التأمين .

أما مصدر التمويل الذي يقع تحت عنوان أخرى other في الشكل (1) فيشتمل على القروض الأخرى مثل القروض الحكومية والقروض من قبل الأجانب وديون التجارة trade debt (لقروض تمنح من مؤسسات أعمال إلى مؤسسات أخرى عندما تشتري منها سلع).

والجدول رقم (2) يوضح مصادر التمويل الخارجي لمؤسسات قطاع الأعمال غير المالية في أهم الدول الصناعية المتقدمة خلال الفترة 1970-1985م:

جدول (2) مصادر التمويل الخارجي لقطاع الأعمال غير المالي في أهم الدول الصناعية المتقدمة

الدولة المصدرة	الولايات المتحدة	المملكة المتحدة	فرنسا	ألمانيا	اليابان	كندا
القروض (تمويل غير مباشر)	%62	%63	%71	%53	%60	%28
السندات	%30	%9	%3	%3	%4	%18
الأسهم	%2	%13	%19	%6	%5	%28
أخرى	%6	%15	%7	%38	%27	%26
تمويل بالدين	%92	%72	%74	%56	%64	%46
تمويل بالأوراق المالية القابلة للتسويق (تمويل مباشر)	%32	%22	%22	%9	%9	%46

هذا الجدول مبني على بيانات من المصدر التالي:

Source : Colin Mayer " Financial System , Corporate Finance, and Economic Development" in *Asymmetric Information , Corporate Finance and Investment* ed., R. Glenn Hubbard (Chicago: University of Chicago Press, 1990) p. 312

ومن الجدول رقم (1) نرى رقم (2) والشكل البياني رقم (1) يتضح لنا أن هنالك ملامح معينة للهيكلة المالي المعاصر، وسوف نستعرض تلك الملامح على النحو التالي:

الملمح الأول: لا تعتبر الأسهم أهم مصدر خارجي لتمويل قطاع الأعمال غير المالي:

نظرا لتركيز وسائل الإعلام على سوق الأسهم ، فإن هذا ترك انطباع لدى كثير من الناس أن سوق الأسهم هو أهم مصدر للتمويل الخارجي للشركات. ولكننا نرى من شكل (1) ، ومن جدول (2) ، انه باستثناء كندا وإلى حد ما فرنسا فإن سوق الأسهم يساهم بنسبة صغيرة في تمويل شركات قطاع الأعمال غير المالي (التي تعمل في مجال إنتاج السلع والخدمات الحقيقية أي غير المالية) فمثلا الشركات الأمريكية توقفت عموما عن إصدار أسهم لتمويل أنشطتها ، وبدلا من ذلك اتجهت لشراء عدد كبير من الأسهم الخاصة بها ، مما يعني أن سوق الأسهم أصبح مصدرا سالبا لتمويل الشركات في الفترة من أوائل السبعينات حتى نهاية منتصف الثمانينات من القرن الماضي، ونفس هذا المنطق ينطبق على الدول الصناعية الأخرى، ولذلك يثار سؤال لماذا يساهم سوق الأسهم بنسبة صغيرة في تمويل قطاع الأعمال غير المالي nonfinancial business sector؟

الملمح الثاني: إصدار أوراق مالية قابلة للتسويق سواء أوراق دين debt أو أوراق تمثل حقوق ملكية equity ليس هو المصدر الأولي والرئيسي الذي تمول به شركات قطاع الأعمال غير المالي

عملياتها : فمن جدول (2) والشكل (1)، في الولايات المتحدة فإن التمويل بالسندات يمثل (30%) أكبر أهمية من التمويل بالأسهم والذي يمثل (2%)، ولكن في الدول الصناعية الأخرى فإن الأسهم أكثر أهمية من السندات ، فمثلا في المملكة المتحدة فإن نسب التمويل (19% للأسهم و13% للسندات) وفي فرنسا (3% ، 19%) وفي ألمانيا (3% ، 6%) وفي اليابان النسبتان متقاربتان (4% ، 5%) وفي كندا (18% ، 28%) للأسهم وللسندات على الترتيب، ولكن الطابع الغالب هو أن التمويل من خلال إصدار أوراق مالية قابلة للبيع في سوق الأوراق المالية كان يمثل نسبة صغيرة في جميع الدول باستثناء كندا ، والسؤال هو لماذا لم يلعب التمويل من خلال الأوراق المالية القابلة للتسويق دورا هاما في التمويل الخارجي لقطاع الأعمال غير المالي؟ وبعبارة أخرى لماذا يلعب التمويل المباشر دورا صغيرا في التمويل الخارجي لعمليات قطاع الأعمال غير المالي؟

الملصح الثالث : أن التمويل غير المباشر indirect finance والذي يتم من خلال التمويل المقدم من خلال الوسطاء الماليين أكثر أهمية بمرات كثيرة من التمويل المباشر الذي يحصل من خلاله على التمويل مباشرة من المقرضين في الأسواق المالية: فالتمويل المباشر يتم من خلال بيع أوراق مالية قابلة للبيع في السوق المالي مثل الأسهم والسندات ، فالتمويل المباشر في الولايات المتحدة (32%) وفي المملكة المتحدة (22%) وفي فرنسا (22%) وفي ألمانيا (9%) وفي اليابان (9%) والاستثناء في كندا (46%)، ونتوقع أن تكون تلك ظاهرة تميز الهيكل التمويلي في دول العالم الأخرى.

والنتيجة هي "أن التمويل المباشر أقل أهمية من التمويل غير المباشر لقطاع الأعمال غير المالي في غالبية دول العالم"، ولذلك فإن نظرية الاقتصاد المالي عليها أن تبحث في السبب الكامن في جعل الوسطاء الماليين ومن ثم التمويل غير المباشر أكثر أهمية من التمويل المباشر في الأسواق المالية .
والوسطاء الماليون هم:

1- مؤسسات الإيداع : depository institutions وتشتمل على البنوك التجارية وبنوك الادخار التبادلي (أو التعاوني)، أي مؤسسات تقبل الودائع من الأفراد وتقدم لهم القروض، وتعتبر البنوك أهم الوسطاء الماليين.

وأهم مصدر لمواردها الودائع ، وتستخدم تلك الموارد في تقديم القروض وقروض الرهن العقاري للأفراد والشركات.

2- مؤسسات الادخار التعاقدية: contractual savings institutions وتشتمل على شركات التأمين على الحياة وشركات التأمين ضد الحوادث والكوارث والحريق وصناديق المعاشات وصناديق التقاعد وصناديق الزمالة وما يماثلها من صناديق يدفع لها الأفراد مبالغ شهرية أو سنوية مقابل مبلغ كلي يدفع للأفراد عند التقاعد أو الوفاة أيهما أولا .

وأهم مصدر لموارد شركات التأمين هي أقساط اشتراكات التأمين، وصناديق المعاشات والتقاعد من اشتراكات العمال ومساهمات الشركات لعمالها، وتستخدم مؤسسات الادخار التعاقدية مواردها في الاستثمار في السندات وأسهم الشركات.

3- وسطاء الاستثمار : investment intermediaries وتشتمل على شركات التمويل أو الاستثمار وصناديق استثمار السوق النقدي وصناديق استثمار سوق رأس المال.

وموارد شركات التمويل والاستثمار تأتي من بيع أوراق تجارية وإصدار أسهم وسندات، وتستثمر تلك الأرصدة في تقديم قروض للمستهلكين وقروض لقطاع الأعمال، وموارد صناديق الاستثمار سوق رأس المال تأتي من بيع أسهم تقوم بإصدارها على نفسها وبيعها للمدخرين، وتستثمر مواردها في شراء أسهم وسندات الشركات، وصناديق استثمار السوق النقدي تحصل على مواردها من بيع أسهم تصدرها على نفسها، وتستثمر الموارد في أدوات السوق النقدي (وهي أصول قصيرة الأجل).

ويلاحظ أن الطابع الغالب على تمويل قطاع الأعمال غير المالي هو التمويل بالدين في جميع الدول تقريبا، إذ أن نسب التمويل بالدين (بالقروض والسندات) حوالي 92% في الولايات المتحدة، وفي بريطانيا 72%، وفي فرنسا (74%) وفي ألمانيا (56%) وفي اليابان (64%).

الملصح الرابع: أن التمويل من المصارف أكثر مصادر التمويل الخارجي أهمية لقطاع الأعمال غير المالي: فأكثر مصادر التمويل هو القروض من المصارف و تساهم في الولايات المتحدة بنسبة (62%) وفي بريطانيا تساهم بنسبة (63%) وفي فرنسا تساهم بنسبة (71%) وفي ألمانيا تساهم بنسبة (53%) وفي اليابان تساهم بنسبة (60%) وفي كندا تساهم بنسبة (28%)، ولذلك فإن البيانات تقترح أن القروض المصرفية تلعب الدور الأكثر أهمية في تمويل أنشطة قطاع الأعمال غير المالي، فهو يعادل أكثر من 25 ضعف مساهمة التمويل بالأسهم في الولايات المتحدة، وأكثر من 4.85 مرة في المملكة المتحدة، وحوالي 4.2 مرة في فرنسا، وأكثر من 8.8 مرة في ألمانيا وحوالي 12 مرة في اليابان ويتساوي مع التمويل بالأسهم في كندا.

وفي الدول النامية التي لا يوجد بها سوق ناضج للأوراق المالية فإن التمويل من المصارف من المتوقع أن يبلغ عدة أضعاف التمويل بالأسهم، وأكثر مما هو موجود في الدول المتقدمة اقتصاديا.

والسؤال الذي يجب على نظرية الاقتصاد المالي أن تقدم تفسيراً له: ما هو السبب في أن التمويل من المصارف أكثر مصادر التمويل أهمية في جميع الأسواق المالية؟

الملصح الخامس: أن النظام المالي هو أكثر القطاعات في الاقتصاد الوطني خضوعاً للإجراءات النظامية *most heavily regulated*: فكل دول العالم بدون استثناء تخضع المؤسسات المالية والأسواق المالية لقيود نظامية ورقابية هدفها رفع كفاءة النظام المالي في تقديم تدفق المعلومات الدقيقة والشفافة بين المتعاملين في الأسواق المالية بما يمكنهم من التقييم الصحيح للجدارة الائتمانية وفرز المقترض الجيد من الرديء بما يكفل تدفق الموارد التمويلية للأفراد الذين لديهم أكثر فرص الاستثمار الحقيقي إنتاجية، بما يكفل نظام مالي قوي *sound financial system*، وهذا هو باختصار الهدف الذي تقدمه نظرية الاقتصاد المالي لتقلل وكثافة الإجراءات التنظيمية والرقابية التي يخضع لها النظام المالي والمؤسسات المالية والأسواق المالية بما يحد من الكوارث المالية والمصرفية.

الملصح السادس: أن الشركات الكبيرة صاحبة السمعة هي فقط التي لها القدرة على الحصول على التمويل من الأسواق الأوراق المالية؛ فالأفراد والمؤسسات صغيرة الحجم والمؤسسات التي أنشأت حديثاً لا تستطيع أن تحصل على التمويل من خلال إصدار أوراق مالية قابلة للتسويق، ولكن تحصل على التمويل من المصارف، وفي دراسة قيمة نشرت عام 1958 م في American Economic Review أورد المؤلف الأسباب الكامنة خلف عدم حصول الشركات الصغيرة على التمويل من خلال سوق الأسهم ومن تلك الأسباب: أن الشركات الصغيرة لا تعرف أصلاً كيف تدخل سوق الأسهم، ولا تعرف تلك الشركات الإجراءات المطلوبة منها لكي تطرح أسهم على الجمهور، بالإضافة إلى عدم معرفة الجمهور بها مما يقف عائقاً أمام طلب أسهمها من قبل جمهور المكنثين حتى إذا كانت تعرف السوق وكيفية طرح أسهمها، كما أن معظم تلك الشركات عائلية وتسيطر عليها عائلات ولا ترغب في أن يطلع الغير على دفاترها وطبيعتها تشغيلها، بسبب الخوف من فقد السيطرة على إدارة المشروع إذا شارك الغير فيه من خلال الأسهم، وهناك أسباب أخرى سيتم التعرض لها من خلال التفسير الذي تقدمه نظرية الاقتصاد المالي.

الملصح السابع: يعتبر الضمان collateral هو الخاصية السائدة لكل عقود الدين debt contracts وذلك في عقود الدين المبرمة مع أفراد القطاع العائلي ومع مؤسسات قطاع الأعمال؛ والضمان هو الملكية التي تكفل للمقرض أن يضمن الحصول على مدفوعات القرض إذا كان المقرض غير قادر على سداد مدفوعات الدين.

والديون المضمونة collateralized debt تعرف باسم الدين المحمي أو المضمون secured debt على النقيض من الدين غير المكفول unsecured debt مثل دين بطاقات الائتمان credit card debt وهو الدين الذي لا يوجد مقابلة ضمان، والديون المضمونة بالضمان أو الرهن هي الغالبة في العقود الممنوحة لأفراد القطاع العائلي وكذلك الممنوحة لمؤسسات قطاع الأعمال.

وفي كل دول العالم تقريباً فإن الضمان هو القاسم المشترك في كل عقود الدين، فمثلاً الدين الممنوح لشراء السيارة تستخدم السيارة كضمان، وفي القروض الممنوحة لشراء أو بناء منزل فإن المنزل هو الضمان للقروض العقاري mortgage. وبالنسبة للرهنات التجارية والمزرعية farm mortgage، فإن الملكية المستخدمة كضمان هي كفالة القرض وتمثل تلك القروض التجارية والرهنات المزرعية المضمونة في الولايات المتحدة حوالي ربع القروض الممنوحة لمؤسسات قطاع الأعمال غير المالي، كما أن سندات الشركات والقروض المصرفية الأخرى في الواقع قروض مرهونة بالضمان، وهنا يجب أن نلجأ إلى نظرية الاقتصاد المالي لكي تقدم لنا المنطق الكامن خلف الضمان كملصح يميز عقود الدين.

الملصح الثامن: أن عقود الدين في الغالب هي مستندات غاية في التعقيد من الناحية القانونية complicated legal documents وتضع قيوداً مشددة على سلوك المقرض: فعقود الدين غالباً (سواء لقرض أو سند) هي مستندات قانونية طويلة وتحتوي على شروط provisions تلك الشروط هي في الواقع تعهدات مقيدة restrictive covenants، هدفها

أن تقييد وتحدد أنشطة معينة يمكن أن يدخل فيها المقرض . والتعهدات المقيدة ليست سمة عقود الدين الممنوح لمؤسسات الأعمال فقط ، ولكن هي أيضا ملمح لعقود الدين الممنوح لأفراد القطاع العائلي في عقود السيارات وعقود الرهن العقاري الممنوح لشراء منزل سكني ، والتعهدات المقيدة تفرض على المقرض مثلا أن يحتفظ بتأمين كاف على السيارة أو المنزل الذي تم شراؤه بالمقرض ، وإن يقوم بالصيانة الكافية للسيارة أو المنزل، ونود أن نذهب إلى نظرية الاقتصاد المالي علنا نجد فيها تفسيراً لسبب تعقيد وتقييد عقود الدين على هذا النحو.

المبحث الثالث

عملية الوساطة المالية وتكاليف التداول المالي وعدم تماثل المعرفة

من المعلوم أن الأرصدة التمويلية تتدفق من وحدات الفائض المالي (المدخرين) إلى وحدات العجز المالي ، وهم في تحليلنا بصفة أساسية وحدات قطاع الأعمال غير المالي وأفراد قطاع الأعمال بطريقتين : الأول التمويل المباشر direct finance والذي يتحقق في الاقتصاديات الحديثة عن طريق بيع وحدات العجز المالي أصول مالية (في صورة أسهم أو سندات أو أوراق تجارية) إلى وحدات الفائض المالي، والطريق الثاني هو التمويل غير المباشر indirect finance والذي ينطوي على الحصول على التمويل من وسيط مالي والذي يقف بين المقرض (أو المدخر) و المقرض (وحدة العجز المالي) ، ويساعد في تحويل الأرصدة من الفئة الأولى إلى الثانية، ويقوم الوسيط المالي بذلك من خلال قيامه باقتراض الأرصدة من وحدات الفائض المالي ويستخدم تلك الأرصدة في عقد قروض مع المقرضين ، فالمصرف مثلا يحصل على الأرصدة التمويلية من خلال إصدار التزامات على نفسه في صورة ودائع ادخارية ، ويستخدم الموارد المالية التي جمعها لكي يقدم قرضا مثلا إلى شركة لإنتاج السيارات مثلا، أو بأن يشتري السندات التي تطرحها شركة الأحلام النابضة في السوق المالي، والنتيجة النهائية هي تحويل الأرصدة المالية من الجمهور (المدخر) إلى شركة الأحلام النابضة (المقرض) بمساعدة الوسيط المالي (المصرف).

وعملية التمويل غير المباشر باستخدام الوسيط المالي تسمى الوساطة المالية financial intermediation ، وهي الطريق الرئيسي والأكثر أهمية لتحويل الأرصدة التمويلية من المقرضين إلى المقرضين وتمويل الشركات من التمويل المباشر عن طريق سوق الأوراق المالية، وهذا صحيح تقريبا في جميع دول العالم، ويعزي سبب أهمية التمويل غير المباشر والوسطاء الماليين إلى الدور الذي يلعبونه في تخفيض تكاليف التداول وتكاليف المعلومات في الأسواق المالية.

الوسطاء الماليون وتكاليف التداول:

يعتبر الوقت والنقود المنفقة في تنفيذ الصفقات المالية (أو المبادلات المالية أو المعاملات المالية) مشكلة رئيسية للناس الذين لديهم أرصدة زائدة (أو مدخرات) يرغبون في إقراضها أو استثمارها استثمارا ماليا في أوراق مالية سواء أسهم أو سندات، ولنضرب بعض الأمثلة المبسطة لتوضيح فكرة تكاليف التداول:

المثال الأول: افترض شخص (أ) لديه مبلغ 1000 ريال كمدخرات ويرغب في استثمارها استثماراً مالياً ، وأن هناك شخصاً آخر هو (ب) يعمل في حرفة تتطلب منه شراء آلة سعرها السوقى 1000 ريال، وليس لديه الأرصدة المالية اللازمة لشراؤها، ويرغب (أ) في إقراض أرصدته إلى (ب) ، ولكي يحمي (أ) استثماره فإن عليه أن يؤجر خدمات محامى لكي يكتب له عقد القرض بينه وبين (ب) ، وعقد القرض سيحدد مقدار الفائدة التي سيدفعها (ب) ومتى سيدفعها، ومتى سيرد دفع أصل القرض وهو 1000 ريال ، واتضح للمستثمر المالي (أ) أنه لكي يحصل على عقد القرض فإنه سيدفع للمحامي تكلفة -500 ريال ، وعندما فكر في تكلفة التداول التي سيتحملها وجد أنه سيتفوق 500 ريال كاتعاب محاماة لكي يحصل على فائدة 100 ريال ، وبالتالي فإنه سيقدر عدم إتمام عقد القرض مع (ب).

المثال الثاني: افترض أن لديك مبلغ 5000 ريال وترغب في استثمارها مالياً في سوق الأسهم، فنظراً لأن لديك فقط 5000 ريال، فإنك ستشتري عدداً صغيراً من الأسهم ، وفي هذه الحالة فإن سمسار الأسهم stockbroker سيتقاضى عمولة تمثل نسبة كبيرة من سعر شراء الأسهم ، وإذا قررت شراء سندات فإن المشكلة أصعب لأن الحد الأدنى لشراء يفوق بكثير مبلغ 5000 ريال، وفي هذه الحالة فإن سمسار الأوراق المالية لن يكون مهتماً بطلبك ، لأنه من وجهة نظره لا يستحق الوقت الذي سيبدل فيه لصغره، وهكذا سنكرر نفس المشكلة أمام كل مستثمر صغير.

كما أن هناك مشكلة أخرى بسبب تكاليف التداول ، فنتيجة صغر حجم الأرصدة التمويلية التي لدى المستثمر الصغير ، فإنه سيكون مقيداً بحجم صغير من الاستثمار، وسيكون كمن يضع البيض كله في سلة واحدة ، ومن ثم فإن عدم قدرته على تنويع استثماراته ، تعرضه لمستوى مرتفع من المخاطر .

من هذا الأمثلة يتضح كيف أن تكاليف التداول ربما تمنع المدخرين الصغار (وهم غالبية المدخرين) من الاستفادة بخدمات السوق المالي، وكذلك ستحرم الأفراد الذين لديهم فرص الاستثمار الحقيقي المنتج من دخول السوق المالي للحصول على الأرصدة التمويلية اللازمة لتمويل استثماراتهم ، فتكاليف التداول تحرم الفريقيين (المدخر الصغير والمستثمر) من الاستفادة من المنافع التي يقدمها السوق المالي، كما أن صغر مستوى استثمارات المدخرين الصغار يعرضهم لمخاطر كبيرة، والسؤال: ما هو الحل؟ هل يمكن إيجاد مؤسسات مالية يمكن أن تحل مشكلة تكاليف التداول كعائق يحرم كل من المدخر الصغير والأفراد والمؤسسات الذين لديهم فرص الاستثمار الحقيقي المنتج من الاستفادة من المنافع التي يقدمها السوق المال؟ والإجابة بنعم الوسطاء الماليون يستطيعون تقديم حلول لتلك المشكلة .

فطبقاً لنظرية الاقتصاد المالي ، يستطيع الوسطاء الماليون تخفيض تكاليف التداول بدرجة كبيرة من خلال : 1- اقتصاديات الحجم economics of scale 2- توافر الخبرة expertise لأن لديهم الخبرة المطورة التي تمكنهم من تخفيض تلك التكاليف .

أولا : اقتصاديات الحجم

فنظير لكبر حجم الوسطاء الماليين فيمكنهم الاستفادة من مزايا اقتصاديات الحجم ، حيث تنخفض تكاليف التداول لكل ريال من المعاملات المالية كلما زاد حجم تلك المعاملات.

فمثلا في المثال الأول: فإن المصرف يمكنه أن يجد محامي على مستوى عال من الخبرة لكي يصمم للبنك عقودا محكمة للقروض ، وأن هذا العقد يمكن أن يستخدم مرات عديدة عند تقديم القروض ، مما يخفض التكاليف القانونية لكل معاملة مالية ، فالبنك يمكن أن يؤجر خدمات محامي مقابل 5000 ريال لكي يصمم عقد محكم للقروض ، ويستخدم هذا العقد في تقديم 2000 قرض بتكلفة $(\frac{5000}{2000} = 2.5 \text{ rial})$ لكل قرض ، كما يمكن للمدخر أن يودع (يقرض) مدخراته للمصرف ، ويقوم المصرف بتقديم القرض وهو 1000 ريال للمستثمر الصغير .

وفي المثال الثاني: فإن الوسطاء الماليون من خلال تجميع مبالغ كبيرة من أرصدة المدخرين bundling investors' funds معا ، فإن تكاليف التداول لكل مستثمر تصبح أصغر بدرجة ملموسة. وتوجد اقتصاديات الحجم لأن التكاليف الكلية لتنفيذ المعاملات المالية في الأسواق المالية تزيد بنسبة أقل من زيادة حجم المعاملة . فعلى سبيل المثال فإن تكلفة شراء 10000 سهم ليست أكبر كثيرا من تكلفة ترتيب شراء 50 سهم.

ووجود اقتصاديات الحجم في الأسواق المالية يساعد في تفسير لماذا تطور الوسطاء الماليون وأصبحوا جزءا هاما من النظام المالي . و أوضح مثال على الوسطاء الماليين الذين ظهروا بسبب اقتصاديات الحجم هو صناديق الاستثمار mutual funds. وصندوق الاستثمار هو وسيط مالي يبيع أسهم للأفراد ويستثمر حصيلة البيع في محفظة تتكون من السندات أو الأسهم . ونظرا لأنها تشتري مجموعات من الأسهم والسندات بحجم كبير، ومن ثم فإن صندوق الاستثمار يمكن أن يفتتم مزية انخفاض تكاليف التداول . وتلك الوفورات في التكاليف تمرر بدورها إلى المستثمرين الأفراد ، بعد أن يحصل صندوق التوفير على حصته في صورة عمولات إدارية management fees التي تستقطع نظير إدارة حساباته. والمنفعة الإضافية التي يتحصل عليها المستثمرين الأفراد هي أن صندوق الاستثمار كبير بما يكفي لشراء محفظة واسعة متنوعة من الأوراق المالية .

كما أن اقتصاديات الحجم مهمة أيضا في تخفيض تكاليف أمور أخرى من بينها تكنولوجيا الكمبيوتر الذي تستخدمه المؤسسات المالية لإتمام عملها. وبمجرد أن يستثمر صندوق استثمار كبير مبلغا كبيرا من النقود في بناء نظام اتصالات مثلا فإن هذا النظام يمكن أن يستخدم في إجراء عدد ضخم من المعاملات ، كل معاملة تتم بتكلفة منخفضة وصغيرة.

ثانيا : الخبرة : Expertise

ويظهر الوسطاء الماليون لأنهم أيضا أكثر قدرة على بناء وتطوير الخبرة المالية اللازمة لتخفيض تكاليف التداول. فخبراء الوسطاء الماليين في مجال تكنولوجيا الكمبيوتر تمكنهم من تقديم خدمات مريحة لعملائهم ، حيث يصبح العملاء قادرين على استخدام المكالمات البعيدة المسافات المجانية لكي يحصلوا على المعرفة والمعلومات عن استثماراتهم ، وأحوالها ، وكتابة شركات على حساباتهم.

وبذلك فإن الوسطاء الماليين قادرين على تخفيض تكاليف التداول بدرجة كبيرة ، وهذا يمكن المدخر الصغير من ضيق مدخراته للأفراد الذين لديهم فرص الاستثمار الحقيقي بطريقة غير مباشر من خلال الوسطاء الماليين ، كما أن تكاليف التداول المنخفضة لدي الوسطاء الماليين تمكنهم من تقديم خدمات السيولة liquidity services لعملائهم فالبنوك تقدم للمودعين حسابات شيكية تمكنهم من دفع فواتيرهم بسهولة وبكثافة تداول منخفضة جدا وربما مجانا، كما يمكن للمودعين جني فائدة على ودائعهم ، في نفس الوقت الذي يمكنهم السحب منها لشرء السلع والخدمات في الوقت الذي يرغبونه، كما أن صناديق الاستثمار تتمكن من دفع عوائد مرتفعة لجاملي أسهمها ، كما تسمح لهم بكتابة شيكات لخدمة دفع الفواتير بطريقة مريحة.

الوسطاء الماليون وعدم تماثل المعرفة:

عرفنا من النقطة السابقة أن الوسطاء الماليين والتمويل غير المباشر الذي يتم من خلالها ، مهم بسبب وجود تكاليف التداول ، وكيف يقوم الوسطاء الماليين بتخفيض تكاليف التداول ، وهناك سبب آخر لأهمية الوسطاء الماليين يتمثل في أنه في الأسواق المالية وفي غالبية الحالات فإن أحد أطراف التبادل المالي لا يعرف بما فيه الكفاية عن الطرف الآخر لكي يتخذ قرارات دقيقة ، وعدم التساوي في هذه المعرفة بين طرفي التداول المالي يسمى في نظرية اقتصاد المعرفة the theory of information economics عدم تماثل المعرفة asymmetric information ، فمثلا المقترض الذي يأخذ قرضا لديه معلومات أفضل عن العوائد المحتملة ودرجة المخاطر المقترنة بالمشروع الاستثماري الذي من أجله حصل على الأرصدة لتمويله مقارنة بالمعلومات التي لدى المقرض ، كما أن مديري الشركات يعرفون ما إذا كانوا أمناء أم لا ، وهم لديهم معلومات أفضل عن جودة أداء الأعمال التي يقومون بها مقارنة بحملة أسهم شركتهم ، ويخلق نقص المعرفة مشاكل في النظام المالي من ناحيتين : الأولى قيل أن يتم التداول المالي وتسمى تلك المشكلة الاختيار العكسي adverse selection والثانية بعد أن يتم التداول المالي وتسمى المخاطر المعنوية moral hazard.

الاختيار العكسي: هو المشكلة التي تنتج عن عدم تماثل المعرفة قبل إتمام التعامل المالي . ويحدث الاختيار العكسي في الأسواق المالية عندما يكون المقترضون المحتملون هم الأكثر احتمالا أن يحققوا نتائج (عكسية adverse) غير مرغوبة ، لأن اختياراتهم تتميز بمخاطر انتمائية رديئة bad credit risks ، وهم المقترضين الأكثر نشاطا في البحث عن قرض ، ومن ثم فهم الأكثر احتمالا أن يقع عليهم الاختيار most likely to be selected.

ونظرا لأن الاختيار العكسي يجعل من الأكثر احتمالا أن يتم تقديم القرض لأكثر المخاطر الانتمائية رداءة ، فإن المقرضين قد يفضلون ألا يمنحوا أي قروض ، رغم وجود مقترضين يتميزون بمخاطر انتمائية جيدة في نطاق السوق¹.

¹ ولفهم لماذا يحدث الاختيار العكسي، افترض أنك مدخر ولديك أرصدة مالية وترغب في استثمارها استثمارا ماليا، وأنتك علي معرفة بثلثين من الأفراد الذين يرغبون في الاقتراض بغرض الاستثمار ، الأول الشخص (س) والثاني هو الشخص (ص)، ويتميز الشخص (ص) بأنه محافظ وغير متهور ولا يقترض إلا عندما يكون لديه فرصة استثمار يتأكد أنها ستعطيها عائدا يمكنه من سداد القرض ، والشخص (ص)مقامر بطبعه inveterate gambler وهو شغوف بأن يقترض لكي يستثمر في فرصة تحقق له - إذا ما تمكن-

المخاطر المعنوية: وهي المشكلة التي تنتج عن عدم تماثل المعرفة بعد حدوث التعامل المالي. والمخاطر المعنوية في الأسواق المالية هي المخاطر (hazard) التي تقتزن بأن الأنشطة التي يقوم بها المقرض قد تكون غير مرغوبة (immoral) من وجهة نظر المقرض ، لأنها تعطل نتائج تجعل من الأكثر احتمالاً ألا يتم إعادة سداد القرض . ونظراً لأن المخاطر المعنوية تخفض احتمال إعادة سداد القرض ، فإن المقرضين قد يقرروا ألا يقدموا قروصاً².

ولهذا فإن المشاكل التي تترتب على كل من الاختيار العكسي والمخاطر المعنوية تشكل عائقاً مهماً في وجه الأداء والتشغيل الكفء للأسواق المالية، ومن هنا تبرز أيضاً أهمية الوسطاء الماليين.

فمع وجود الوسطاء الماليين في الاقتصاد فإن المدخرين الصغار سيقدّمون أرصدتهم المالية إلى الوسطاء الماليين الذين يتمتعون بالجدارة الائتمانية في الأسواق المالية ، مثلاً إلى مصرف معين والذي بدوره يقوم بإقرضها إما بتقديم قروض أو بشراء أوراق مالية (سندات أو أسهم) والوسطاء الماليون الناجحون يحققون على استثماراتهم عوائد تفوق ما يمكن للمدخر الصغير تحقيقه على أرصده إذا ما قام باستثمارها بنفسه، لأن الوسطاء الماليين مهينون بطريقة جيدة على أن يقرضوا المخاطر الائتمانية الجيدة من المخاطر الائتمانية الرديئة ، ولذلك فالوسطاء الماليون يخفضون الخسائر الناجمة عن الاختيار العكسي. بالإضافة إلى ذلك فإن الوسطاء الماليين من خلال إيراداتهم العالية يمكنهم تطوير وبناء الخبرات اللازمة لمراقبة monitoring الأطراف الذين يقدمون لهم القروض بعد تنفيذ المشروع الذي استخدم القرض في تمويله ، ومن ثم فهم قادرون على تخفيض الخسائر الناجمة عن المخاطر المعنوية . والنتيجة هي أن الوسطاء الماليين يمكنهم دفع الفائدة للمدخر (المقرض) ويقدمون خدمات كثيرة هامة أيضاً ، ولا يزالون يحققون أرباحاً في نفس الوقت.

التراء السريع ، ولكن في نفس الوقت تقتزن باحتمال مرتفع للخسائر ومن ثم سيكون هناك احتمال مرتفع لضياح أصل القرض . فأي الشخصان سيكون أكثر اتصالاً بك للسؤال عن القرض ؟ بالطبع الشخص (ص) لأن لديه فرصة استثمار تستطيعه عائداً يحقق من ورائه عائداً كبيراً إذا ما نجح ، وكذلك لن تعطي القرض لأن هناك احتمال مرتفع للخسارة من وراء الاستثمار ، واحتمال مرتفع لعدم سداد القرض. فإذا كنت على معرفة جيدة بالشخصين - أي في غياب عدم تماثل المعرفة - فلن يكون هناك مشكلة لأنك ستقرض الشخص (س) صاحب المخاطر الائتمانية الجيدة. ولكن افترض أنك لا تعرف الشخصين جيداً ، فلاحتمال الأكبر هو أن تمنح القرض للشخص (ص) من منحه للشخص (س) لأن (ص) لن يكف عن الاتصال والإحاح في طلب القرض . ولكن نظراً لإمكانية حدوث اختيار عكسي فقد تقرر عدم منح القرض لأي من الشخصين، رغم أن هناك فرص للشخص (س) الذي لديه مخاطر ائتمانية جيدة والذي يتميز استثماره بأنه يستحق التمويل والتنفيذ.

2 ولتوضيح المخاطر المعنوية بمثال افترض أنك أعطيت للشخص (ع) قرضاً (بمبلغ 2000ريال)، والذي أخبرك أنه سيشتري بها كمبيوتر لطباعة البحوث التي يطلب من الطلاب القيام بها أثناء الفصل الدراسي ، وتم منحه القرض بعد الاتفاق على استثماره في شراء الكمبيوتر، وبمجرد أن أعطيت (ع) القرض ، فإنه سارع بدون علمك لاصالة المراهات التي تعطي عائداً 20:1 ، بمعنى أن 2000 ريال ستعطيها إذا ما كسب 40000 ريال ، يعطيك منها 2000 ريال ويتمتع هو بالباقي وهو 38000 ريال وإذا ما خسر الرهان ستفقد أنت المبلغ كله (2000ريال) أما هو فكل ما سيخسره هو سمعته كشخص يمكن الوثوق فيه . ولهذا سيوجد لدى الشخص (ع) حافزاً في أن يذهب إلى صالة أو حلبة المراهات محفوزاً بمكسب 38000 ريال إذا ما كسب وإذا ماراهن بطريقة صحيحة ، وهو مكسب يفوق بكثير الخسارة (المتوقعة في سمعته) إذا ماراهن بطريقة غير صحيحة. فإذا عرفت بنية (ع) مسبقاً في الخروج على الاتفاق بينكما ، وأنه ينوي المراهة بأموالك ، فإليك قد تمنعه من الذهاب والمراهة ومن ثم فإنه لن يكون قادر على أن يزيد مستوى المخاطر المعنوية. ولكن لما كان من الصعب على المقرض أن يعرف أين سيحط المقرض الرحال بالأرصدة المقرضة - لأن المعرفة غير متماثلة- فهناك احتمالاً كبيراً في أن (ع) سيذهب إلى حلبة المراهات ، وأن هناك احتمالاً كبيراً في عدم سداد القرض. ولهذا السبب فإن المخاطر المعنوية قد تلتهب همة المقرض في تقديم أرصده الترميزية (2000ريال) إلى المقرض (ع)، رغم أن المقرض يكاد يكون متأكد أنها ستعطي عائداً يسدّد القرض إذا ما تم استخدام (ع)القرض في تمويل مشروع شراء كمبيوتر لكتابة الأوراق الفصلية للطلاب.

الردئية. فإذا كان مدير الشركة أو مالكي الشركات الجيدة على معرفة أفضل من المستثمر المالي (س)، ويعرفون أن شركتهم شركة جيدة، فإنهم سيعرفون أن الأوراق المالية لشركتهم ستكون مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، ومن ثم لن يرغبوا في بيعها إلى المستثمر (س) بالسعر الذي يرغب في دفعه. وستكون الشركات المستعدة لبيع أوراقها المالية إلى المستثمر (س) هي فقط الشركات الردئية، لأن السعر المقدم لها سيكون أعلى من القيمة السوقية الحقيقية لأوراقها المالية. وحيث أن المستثمر المالي ليس غيبيا، وأنه لن يكون راغبا في حيازة أوراق الشركات الردئية، فإنه لن يشتري أوراقا مالية من سوق الأوراق المالية. والنتيجة النهائية ستكون مماثلة لما حدث في سوق السيارات المستعملة، وسوق الأوراق المالية لن تعمل بطريقة جيدة لأن عدد قليل جدا من الشركات سوف تباع أوراقها المالية في سوق الأوراق المالية لتعينة رأس المال، وبالتالي سيكون عرض وطالب الأسهم صغيرا في سوق الأسهم، وهذا يفسر الملمح الأول للهيكل المالي لماذا لا تعتبر الأسهم مصدرا مهما لتمويل استثمارات الشركات في معظم دول العالم.

ونفس التحليل ينطبق إذا كان المستثمر (س) يتطلع إلى شراء أداة دين لشركة من سوق السندات بدلا من شراء حقوق ملكية في صورة أسهم. فالمستثمر (س) لن يشتري سندا إلا إذا كانت الفائدة على هذا السند هي من الارتفاع بحيث تتوضه عن مخاطر المتوسطة لعدم السداد (لكل من الشركات الجيدة والردئية)، عندما سيقوم ببيع أداة الدين. فمالكي الشركات الجيدة الذين على دراية ومعرفة أفضل من (س) سيدركون أنهم سيدفعون فائدة أعلى مما يجب، ولهذا فليس من المحتمل أن تكون لديهم رغبة في الاقتراض من سوق السندات، فيقل عرض السندات، كما أن المستثمر (س) سيكون أقل رغبة في شراء سندات الشركات الردئية، إن لم يقرروا عدم شراء سندات على الإطلاق. والنتيجة هي أنه من المحتمل أن يتم بيع عدد قليل جدا من السندات في سوق السندات، ومن ثم لن يكون سوق السندات مصدرا جيدا للتمويل وسيكون طلب وعرض السندات صغيرا في سوق السندات.

وهذا التحليل يفسر الملمح الثاني للهيكل المالي وهو لماذا لا تكون الأوراق المالية القابلة للتسويق هي المصدر الرئيسي لتمويل قطاع الأعمال في معظم بلدان في العالم. فوجود مشكلة الرداءة "lemons problem" يجعل سوق الأوراق المالية (سواء سندات أو أسهم) غير فعال في ضخ الأرصدة التمويلية من المدخرين إلى وحدات العجز المالي.

(ب) الطرق التي تحد من اثر مشاكل الاختيار العكسي:

إذا كان المشترون للأوراق المالية يمكنهم أن يميزوا الشركات الجيدة من الشركات الردئية التي تعرض الأوراق المالية، فإنهم يكونوا مستعدين لدفع القيمة الكاملة للأوراق المالية التي تصدرها الشركات الجيدة، ومن ثم فإن الشركات الجيدة ستبيع أوراقها المالية في سوق الأوراق المالية بطريقة

4 المصادر التي تناولت مشكلة الرداءة هي:

1-George Akerlof " The Market for Lemons :Quality, Uncertainty and the Market Mechanism" *Quarterly Journal of Economics* 84 (1970)pp. 488-500

2-Stewart Myers and n. s. Majluf " Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have ", *Journal of Financial Economics* 13 (1984) pp. 187-221

3- Bruce Greenwald, Joseph Stiglitz, and Andrew Weiss, " Information Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations," *American Economic Review* 74(1984) pp. 194-199

ويستدل على نجاح الوسطاء الماليين من أن معظم أفراد القطاع العائلي - في الدول متوسطة ومرتفعة الدخل والذين لديهم فوائض مالية - يستثمرون مدخراتهم استثمارا ماليا لدى الوسطاء الماليين ، ويحصلون منهم على قروض سواء لتمويل فرص الاستثمار الحقيقي أو لتمويل بناء أو شراء منزل أو شراء سيارة أو حتي لتمويل نفقات التعليم الجامعي. وعلى هذا فإن دور الوسطاء الماليين في تحسين ورفع الكفاءة الاقتصادية دورا بارزا من خلال مساعدة الأسواق المالية على ضخ الأرصد التمويلية من المدخر (المقرض) إلى الأفراد الذين لديهم فرص الاستثمار الإنتاجي الحقيقي، ولذلك يصبح من الصعب على أي اقتصاد أن يصل للطاقة الإنتاجية الممكنة أو المحتملة بدون تشغيل كفاء للوسطاء الماليين.

المبحث الثالث : أثر عدم تماثل المعرفة في تفسير الملامح الأساسية للهيكل المالي

ينقسم التحليل في هذا المبحث إلى النقاط التالية:

أولا: أثر الاختيار العكسي على الهيكل التمويلي والحلول المقترحة.

ثانيا: كيف تؤثر المخاطر المعنوية على الاختيار بين عقود الدين وعقود حقوق الملكية، وظهور مشكلة الوكيل / الأصيل، والحلول المقترحة لها

ثالثا : كيف تؤثر المخاطر المعنوية على الهيكل المالي في سوق الدين والحلول المقترحة. وذلك على التوالي:

أولا: أثر الاختيار العكسي على الهيكل التمويلي والحلول المقترحة:

(أ) مشكلة الرداءة في سوق الأسهم والسندات :

lemons in the stock and bond market

تجسد خصائص مشكلة الاختيار العكسي وكيف تتداخل في التشغيل الكفاءة للأسواق فيما يعرف بتقليديا بمشكلة الرداءة lemons problem ، لأنها تماثل المشكلة التي تترتب على ما يمكن تسميته درجة الرداءة في سوق السيارات المستعملة³، وفي سوق الأوراق المالية (الدين المتمثل في السندات والأسهم) هناك أيضا مشكلة الرداءة ، ولنفترض أن شخصا ما (س) هو مستثمر مالي محتمل في شراء أوراق مالية مثل الأسهم العادية، ولكنه لا يستطيع أن يميز الشركات الرديئة التي لها أرباح متوقعة منخفضة ومخاطر مرتفعة عن الشركات الجيدة التي لها أرباح متوقعة مرتفعة ومخاطر منخفضة. في هذه الحالة فإن (س) سيكون مستعدا في أن يدفع فقط السعر الذي يعكس النوعية المتوسطة average quality من الشركات التي تصدر أوراقا مالية - وهو السعر الذي يسبق بين قيمة الأوراق المالية المصدرة من الشركات الجيدة وقيمة الأوراق المالية من الشركات

3 يمكن تلخيص تلك المشكلة في أن المشتري المحتمل للسيارة المستعملة غالبا ما لا يكون قادرا على أن يقيم نوعية السيارة المستعملة هل هي جيدة أم رديئة ، والسعر الذي سيدفعه المشتري لابد وان يعكس متوسط نوعية السيارات في السوق ، وهذا السعر يقع في مكان ما بين القيمة المنخفضة للسيارة الرديئة والقيمة المرتفعة للسيارة الجيدة. وعلى النقيض فإن الأكثر احتمالا هو أن مالك السيارة يعرف ما إذا كانت السيارة جيدة peach أو رديئة lemon . فإذا كانت السيارة رديئة ، فإن مالك السيارة سيكون سعيدا في بيعها عند السعر الذي يكون المشتري مستعدا لدفعه، والذي يكون في مكان ما بين قيمة السيارة الرديئة وقيمة السيارة الجيدة، وسيكون أعلى من قيمة السيارة الرديئة. أما إذا كانت السيارة جيدة فإن مالك السيارة يعرف إنها ستكون مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية بالنظر إلى السعر الذي يكون المشتري مستعدا لدفعه، ومن ثم فإن بائع السيارة الجيدة قد لا يريد بيعها. وكنتيجة لهذا الاختيار العكسي ، فإن عددا قليلا جدا من السيارات الجيدة سيأتي إلى السوق ، ونظرا لأن متوسط نوعية السيارات المستعملة المتاحة في السوق سيكون منخفضا ونظرا لأن عددا قليلا جدا من الناس يريد شراء سيارات رديئة ، فستكون هناك مبيعات قليلة للسيارات في السوق ، وبالتالي فإن سوق السيارات المستعملة سيؤدي وظائنه بطريقة رديئة ، هذا إن لم يتوقف عن العمل كلية.

سلسة ومريحة ، وسيكون سوق الأوراق المالية قادرا على أن يحرك الأرصدة المالية بطريقة تتميز بالكفاءة إلى الشركات الجيدة التي لديها فرص الاستثمار الإنتاجي الحقيقي .⁵ ولكن السؤال هو: كيف نتاح للمستثمر المالي المعرفة التي تمكنه من التمييز بين الشركات الجيدة وبين الشركات الرديئة التي تعرض أوراقها المالية في سوق الأوراق المالية؟

لكي نتاح للمستثمر تلك المعرفة يقترح أربع أدوات هي: من خلال قيام شركات خاصة بإنتاج وبيع المعلومات الخاصة ، أو من خلال الإجراء التنظيمي الحكومي government regulation ، أو من خلال الوساطة المالية، أو من خلال الضمان وصافي حقوق الملكية collateral and net worth.

وذلك على التفصيل التالي:

١- قيام شركات خاصة بإنتاج وبيع المعلومات:

حيث أن حل مشكلة الاختيار العكسي في الأسواق المالية يتمثل في إزالة واستئصال عدم تماثل المعرفة من خلال تزويد الأفراد الذين يعرضون أرصدهم التمويلية بالتفاصيل الكاملة عن الأفراد أو الشركات التي تبحث (تطلب) التمويل لأنشطتهم الاستثمارية. وأحد الطرق لجعل المعلومات متاحة للمدخرين (المقرضين) هو أن توجد شركة خاصة بتجميع وإنتاج المعلومات التي تمكن المدخر من أن يميز بين الشركات الجيدة وبين الشركات الرديئة ومن ثم تقوم ببيع تلك المعلومات إلى من يرغبون في شراء الأوراق المالية، وفي الولايات المتحدة توجد مثل تلك الشركات مثل شركة Standard and Poor's وشركة Moody's وشركة

Value Line ، وهي شركات تقوم بتجميع المعلومات عن مراكز ميزانيات الشركات وأنشطتها الاستثمارية ، وتنتشر تلك البيانات وتبيعا إلى المكتئبين من أفراد والوسطاء الماليين المنهمكين في عمليات شراء الأوراق المالية.

ولكن نظام الإنتاج الخاص للمعلومات وبيعها لم يحل تماما مشكلة الاختيار العكسي في سوق الأوراق المالية، نظرا لوجود مشكلة تسمى مشكلة المستفيد المجاني free-rider problem. ومضمون مشكلة المستفيد المجاني هو وجود أناس لم يدفعوا ومع ذلك يمكن أن يستفيدوا من المعلومات التي يشتريها أفراد آخريين . وهذا يعني أن وجود مشكلة المستفيد المجاني يجعل الإنتاج الخاص للمعلومات وبيعها هو حل جزئي لمشكلة الرداءة. ولتفسير لماذا يعتبر ذلك حلا جزئيا، افترض أنك اشتريت حالا المعلومات التي تساعدك في تحديد الشركات الجيدة من الرديئة ، وإنك تعتقد أن شراء تلك المعلومات يستحق ما دفع فيها ، وإنك قررت شراء الأوراق المالية لبعض الشركات الجيدة التي هي مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية undervalued ، ولكن (ص) وهو مستفيد مجاني ، بمجرد أن رأك قد اشتريت أوراق مالية معينة ، فإنه سيقوم بالشراء معك في نفس الوقت ، بالرغم من أنه لم يدفع لشراء المعلومات. وإذا كان هناك كثيرون من المستثمرين الماليين في الأوراق المالية مثل المستفيد المجاني (ص) ، فإن زيادة الطلب على الأوراق المالية الجيدة ذات التقييم المنخفض

⁵ هذا التحليل مبني على المنطق الذي جاء في تحليل سوق السيارات والمتمثل في انه : في ظل غياب عدم تماثل المعرفة لن توجد مشكلة الرداءة ، فإذا كان المشترون يعرفون المقدار الكافي عن نوعية السيارات المستعملة بنفس القدر الذي يعرفه البائعون بحيث يمكن لكل أن يحدد السيارة الجيدة من السيارة الرديئة وفي هذه الحالة سيكون المشتري راغبا في دفع القيمة الكاملة للسيارات الجيدة ، ونظرا لأن ينامي السيارات الجيدة يمكنهم الآن أن يحصلوا على سعرها العادل fair price ، فسيكونون راغبين في بيعها في السوق، وسيكون السوق به معاملات كثيرة وسيقوم بوظيفته المستهدفة في منح السيارات الجيدة إلى الناس الذين يرغبونها.

undervalued ، سيجعل سعرها المنخفض يرتفع حالا بحيث يعكس القيمة الحقيقية لتلك الأوراق في السوق. ونظرا لأن لوجود كل هؤلاء المستفيدين المجانيين فإنك لن تعد قادرا على شراء أوراق مالية بأقل من قيمتها الحقيقية، وبسبب أنك لن تستطيع جني أية أرباح إضافية من شراء تلك المعلومات فإنك ستدرك على الفور أنه ما كان يجب أن تدفع مقابل الحصول على تلك المعلومات . وإذا توصل آخرون مثلك إلى نفس الإدراك ، فإن الشركات الخاصة والأفراد الذين ينتجوا تلك المعلومات سيكونون غير قادرين على أن يبيعوا القدر الكافي من المعلومات ، بحيث لا يكون من المجدي لهم الاستمرار في عملية جمع وإنتاج تلك المعلومات ، وهذا سيضعف قدرة الشركات والمؤسسات الخاصة على أن تحقق أرباحا من بيع المعلومات ، مما يعني أن قدرا أقل من المعلومات سيتم إنتاجها في نطاق السوق ، ومن ثم فإن مشكلة الاختيار العكسي (ومشكلة الرداة) ستظل تتداخل مع الأداء الوظيفي للكفاء لأسواق الأوراق المالية.

2- التنظيم الإجرائي الحكومي : Government regulation

يترتب على مشكلة المستفيد المجاني منع السوق الخاص من إنتاج معلومات كافية لاستئصال كل صور عدم تماثل المعرفة والتي تقضي إلى الاختيار العكسي. فهل يمكن للأسواق المالية أن تستفيد من التدخل الحكومي؟ يمكن للحكومة مثلا أن تتدخل بإنتاج المعلومات التي تساعد في التمييز بين الشركات الجيدة وبين الشركات الرديئة ، وأن تقدمها للجمهور مجانا من أي تكلفة. وهذا الحل سيعني تدخل الحكومة في إفشاء معلومات سلبية عن الشركات ، وهي ممارسة قد تبدو صعبة سياسيا . والاحتمال الثاني يتمثل في أن تضع الحكومة قواعد وتنظيمات إجرائية لسوق الأوراق المالية بطريقة تشجع الشركات على أن تكشف وتوضح عن معلومات أمينة ودقيقة عن نفسها ، وبحيث يستطيع المستثمرون أن يعرفوا الشركات الجيدة من الرديئة.

وفي كل دول العالم تقريبا لجنة أو وكالة حكومية للإشراف على أسواق الأوراق المالية ، وتتطلب تلك اللجنة من الشركات التي تباع أوراقها المالية للجمهور في الأسواق أن تستوفي المبادئ المحاسبية وأن تتيح وتوضح عن معلومات خاصة بمبيعاتها وحجم أصولها وإيراداتها ، وهذا يتطلب إجراءات تنظيمية كثيرة تخضع لها الأسواق المالية ، فالإجراءات التنظيمية الحكومية تستهدف زيادة المعلومات المطلوبة للمستثمرين لتخفيض مشكلة الاختيار العكسي التي تتداخل في الأداء الوظيفي الكفاء لعمل أسواق الأسهم والسندات، فكان مشكلة عدم تماثل المعرفة هي التي تفسر لماذا تكون الأسواق المالية والقطاع المالي هو أكثر قطاعات الاقتصاد القومي خضوعا للإجراءات التنظيمية، وهذا هو الملمح الخامس للهيكلي المالي الحديث.

ورغم أن التنظيم الحكومي ضروري لتخفيض مشكلة الاختيار العكسي إلا أنها لم تقضي عليها، فرغم أن الشركات تتيح معلومات عن مبيعاتها وحجم أصولها وإيراداتها ، فلا زالت الشركات تمتلك وتعرف معلومات أكبر مما لدى المستثمر، فهناك الكثير مما يجب معرفته لكي نعرف نوعية الشركة اكبر بكثير من مجرد الإحصاءات التي تنشرها الشركات. علاوة على أن الشركات الرديئة لديها حافز في أن تجعل نفسها تبدو أفضل مما هي عليه في الحقيقة ، لأن هذا يجعلها تحصل على أسعار لأسهمها تفوق قيمتها في الحقيقة ، ولهذا فإن الشركات الرديئة سوف تميل إلى تحريف المعلومات التي تطلب نقلها إلى الجمهور، مما يجعل من الصعب على المستثمر أن يصنف الجيد من الرديء.

الوساطة المالية⁶:

بنفس الطريقة التي يحل بها تجار السيارات المستعملة مشاكل الاختيار العكسي في سوق السيارات، فإن الوسطاء الماليين يلعبون تقريبا نفس الدور في الأسواق المالية. فالوسطاء المالي مثل البنك يصبح خبيرا في إنتاج المعلومات عن الشركات ، ومن ثم يصبح في مركز يمكنه أن يميز الشركة ذات الجدارة الائتمانية الجيدة من الرديئة، ومن ثم يمكنه أن يعيئ الأرصدة من المودعين ويقرضها إلى الشركات الجيدة ، ويكون قادرا على أن يجني عائدا مرتفعا على قروضه عن سعر الفائدة الذي يدفعه للمودعين ، والربح المرتفع الذي يجنيه المصرف يسمح له بالانهماك في نشاط إنتاج المعلومات.

وثمة عنصر هام يقف خلف مقدرة المصرف على جني أرباح من المعلومات التي ينتجها وهو انه يتمكن من تجنب مشكلة المستفيد المجاني، ويتحقق ذلك بصفة أساسية من خلال تقديم قروض خاصة private loans بدلا من شراء الأوراق مالية التي يتم تداولها في السوق المفتوحة . ونظرا لأن القروض الخاصة لا يتم تداولها في السوق المفتوحة ، فإن المستثمرين الآخرين لا يمكن أن يشاهدوا ما يقوم به البنك ، ومن ثم يزايدوا على سعر القرض بحيث لا يجني المصرف ربحا من وراء المعلومات التي أنتجها . فدور المصرف كوسيط يحوز في الغالب قروضا غير قابلة للتداول nontraded loans هو السر الكامن خلف نجاح المصرف في تخفيض المعلومات غير المتماثلة في الأسواق المالية.

وهذا التحليل للاختيار العكسي يشير إلى أننا يمكن أن نصيغ الفرض الأساسي التالي "إن الوسطاء الماليين بصفة عامة والمصارف بصفة خاصة ، نظرا لجهازاتهم لنسبة كبيرة من القروض غير القابلة للتداول ، يلعبون دورا متعاطفا في تحريك الأرصدة المالية إلى الشركات أكثر مما تفعل أسواق الأوراق المالية". ولهذا فإن هذا التحليل يقدم تفسيراً للملمحين الثالث والرابع من ملامح الهيكل المالي المعاصر: حيث يكون التمويل غير المباشر عبر الوسطاء الماليين أكثر أهمية من التمويل المباشر الذي يتم من خلال أسواق الأوراق المالية ، وأن المصارف هي المصدر الجوهرى للتمويل الخارجي لعمليات شركات قطاع الأعمال غير المالي.

وثمة حقيقة هامة يكشف عنها التحليل هنا وهي أهمية المصارف في النظم المالية للدول النامية . فكما عرفنا أنه كلما كانت نوعية المعلومات عن الشركات أفضل ، كلما كانت مشكلة عدم تماثل المعرفة أقل حدة، كلما كان أسهل للشركات أن تصدر أوراقا مالية. ولكن في الدول النامية فإن المعلومات عن الشركات أصعب في تجميعها مقارنة بالحال في الدول المتقدمة الصناعية ، ولهذا نتوقع الفرض الأساسي التالي " تلعب أسواق الأوراق المالية دورا صغيرا في التمويل الخارجي لمؤسسات الأعمال في الدول النامية مقارنة بدور تلك الأسواق في الدول المتقدمة ، مما يترك الدور الأعظم في عملية التمويل في الدول النامية

⁶ كما هو الحال في سوق السيارات المستعملة ، فإن معظم السيارات المستعملة لا تباع مباشرة من فرد إلى آخر بل تباع من خلال وسطاء، فتاجر السيارات المستعملة الذي يشتري السيارات من أفراد ويبيعها لآخرين ، فهذا التاجر ينتج المعلومات المتعلقة بالسيارات المستعملة ويصبح خبيرا في تحديد السيارة الجيدة من السيارة الرديئة، وبمجرد أن يعرفوا أن السيارة جيدة يمكن بيعها مع ضمان guarantee سواء ضمان صريح warranty أو ضمان ضمني مستند إلى سمعته ، ولذلك فمعظم الأفراد يشترون السيارة المستعملة استنادا إلى ضمان التاجر لها ، ويحقق التاجر ربحا من وراء إنتاج المعلومات عن نوعية السيارة من كونه قادرا على بيعها بسعر أعلى من السعر الذي دفعه فيها . فإذا اشترى التاجر ثم أعادوا بيع السيارات التي أنتجوا عنها معلومات ، فيمكنهم تجنب مشكلة المستفيد المجاني من المعلومات التي ينتجونها.

للمصارف". وكننتيجة لهذا التحليل يمكن استنتاج الفرض الأساسي التالي: كلما كانت المعلومات عن الشركات أسهل في جيازتها كلما تناقص دور المصارف في عملية التمويل ومن ثم يتناقص دور التمويل غير المباشر من خلال الوسطاء الماليين ويزيد دور التمويل المباشر من خلال الأسواق المالية.

والتحليل السابق للاختبار العكسي يفسر لنا أي نوع من الشركات هي الأكثر احتمالا لأن تحصل على التمويل من المصارف والوسطاء الماليين وهو الطريق غير المباشر ، وليس مباشرة من أسواق الأوراق المالية، وهي الشركات المشهورة والمعروفة على نطاق كبير ، فهذه الشركات تتميز بأن هناك معلومات عن نشاطها ، وتلك المعلومات متاحة على نطاق السوق ، ولهذا فمن الأسهل على المستثمرين الماليين أن يقيموا نوعية الشركة وأن يقرروا ما إذا كانت الشركة جيدة أم رديئة. ونظرا لأن المستثمرين أقل قلقا حول الاختيار العكسي مع الشركات المشهورة والمعروفة ، فإنهم سيكونون راغبين في أن يستثمروا مباشرة في الأوراق المالية لتلك الشركات. ولهذا فإنه يصبح لدينا تفسير للملمح السادس للهيكل المالي، المتمثل في الفرض الأساسي التالي: "كلما كانت الشركة كبيرة ومشهورة ، كلما أتبح للمستثمرين وأصبح لديهم معلومات أكثر عنها ، ومن ثم يصبح الاحتمال أكبر في أن تحصل تلك الشركات على الأرصدة التمويلية من أسواق الأوراق المالية".

3- الضمان وصافي حقوق الملكية:

يتداخل الاختيار العكسي في الأداء الوظيفي لأسواق المال فقط عندما يعاني المقرض خسارة ناجمة عن عدم مقدرة المقرض على سداد المدفوعات المتعلقة بالقرض ، حيث يتعرض المقرض لمخاطر عدم السداد default risk . والضمان collateral هو الملكية التي تقدم إلى المقرض إذا ما توقف المقرض عن السداد ، تخفض نتائج الاختيار العكسي ، حيث يقوم المقرض ببيع الضمان واستخدام الحصيلة في الحصول على المدفوعات المستحقة على المقرض ، ومن هنا يحرص المقرضون على ربط القرض بالضمان ، كما يحرص المقرضون على تقديم الضمان لأن تقديمه يجعل من الأسهل عليهم الحصول على القرض في المقام الأول ، وربما بشروط أفضل في المقام الثاني (معدل فائدة أقل، وسنوات سماح أكثر ، ولجل أطول مثلا)، ولهذا فإن وجود الاختيار العكسي في أسواق الائتمان يقدم تفسيراً لكون الضمان من أهم ملامح عقود الدين (وهو الملمح السابع من ملامح الهيكل المالي).

أما صافي حقوق الملكية⁷ net worth والذي قد يسمي أحيانا رأس مال الملكية equity capital ، فهو يلعب دورا مماثلا لدور الضمان. فإذا كانت شركة ما لديها مقدار مرتفع من صافي حقوق الملكية ، فحتى إذا النهمكت في أنشطة تحقق لها أرباحا سالبة ومن ثم توقفت عن سداد ديونها ، فإن الدائن يمكن أن يستولي على صك ملكية صافي حقوق الملكية ، وبيعه ، ومن حصيلة البيع يحصل على الخسائر في قيمة قرضه . بالإضافة إلى ذلك فإن الشركة التي لديها مقدار كبير من صافي حقوق الملكية ، يكون احتمال توقفها عن السداد ضعيفا لأن لديها وسادة كبيرة من الأصول يمكن استخدامها في دفع القرض. ولهذا فعندما تبحث الشركات عن ائتمان ويكون لديها صافي حقوق

7 صافي حقوق الملكية هو الفرق بين قيمة أصول الشركة (ما تملكه) وبين قيمة التزاماتها (ما تدان به)

ملكية مرتفعا ، فإن نتائج الاختيار العكسي تكون أقل أهمية ويكون المقرضون أكثر رغبة في عقد القرض.

وخلاصة ما سبق أننا يمكن أن نستخدم مفهوم الاختيار العكسي في تفسير الملامح الأساسية للهيكل المالي وهي: أهمية الوسطاء الماليين وعدم الأهمية النسبية لأسواق الأوراق المالية في تمويل شركات قطاع الأعمال غير المالي، وأن الأسواق المالية هي أكثر قطاعات الاقتصاد القومي خضوعا للإجراءات التنظيمية، وأن الشركات الكبيرة صاحبة السمعة والصيت لديها إمكانية الحصول على التمويل من أسواق الأوراق المالية ، وأن الضمان سمة مميزة لعقود الدين.

ثانيا: أثر المخاطر المعنوية على الاختيار بين عقود الدين وعقود حقوق الملكية:

عرفنا أن المخاطر المعنوية هي مشكلة من مشاكل عدم تماثل المعرفة والتي تقع بعد حدوث التعامل المالي، عندما يكون لدى بائع الورقة المالية حوافز لأن يخفي المعلومات وينهمك في أنشطة غير مرغوبة من وجهة نظر مشتري الورقة المالية . وللمخاطر المعنوية نتائج تجدد ما إذا كانت الشركة ستجد أنه من الأسهل عليها أن تعين الموارد التمويلية التي تحتاجها من خلال عقود الدين debt contracts أو من خلال عقود حقوق الملكية equity contracts .

1- المخاطر المعنوية في عقود الملكية : وظهور مشكلة الوكيل/ الأصل

عقود الملكية مثل الأسهم العادية هي حقوق للمشاركة في الأرباح وأصول المؤسسة، وعقود الملكية تتعرض لنوع خاص من المخاطر المعنوية يسمى مشكلة الأصل/ الوكيل

Principal/ agent problem ، فعندما يمتلك مدير الشركة نسبة صغيرة فقط من حقوق ملكية الشركة التي يعملون فيها ، فإن حملة الأسهم يمتلكون معظم حقوق الملكية في الشركة، ولذلك يسمون بالأصل principal ، وهم بهذه الصفة ليسوا هم كمديري الشركة الذين يعتبرون وكلاء agents عن ملاك الشركة، وهذا التقسيم نتج عن فصل الملكية عن الإدارة وهو فصل يترتب عليه، ويلطوي في نفس الوقت على مخاطر معنوية، حيث أن المديرين الذين يقومون بالإدارة (وهم الوكلاء) قد يتصرفون لمصالحهم الذاتية بدلا من تصرفهم لمصلحة الملاك من حملة الأسهم (وهم الأصل) ، لأن المديرين لديهم حوافز أقل لتعظيم الأرباح مما لدي الملاك من حملة الأسهم.

ولإيضاح مشكلة الوكيل/ الأصل كعرض للمخاطر المعنوية سنأخذ أمثلة مبسطة:

المثال الأول : لنفترض أنك اتفقت مع (س) ليكون شريكا لك في محل تجاري بسيط سعيد ويقدم نوع من الوجبات الغذائية، ويتطلب هذا المحل استثمار مقداره 100000 ريال ، ستقدم منها 90000 ريال وهو 10000 ريال، وتقسم الأرباح الصافية بنسبة 90% لك ، 10% للشريك (س) ، ولنفترض أن (س) سيعمل بجد ويبدل كل ما في وسعه ليقدم الوجبات ساخنة وطيبة المذاق مع ابتسامة عرضة للزبائن ، مع السرعة في أداء الخدمة، وبعد كل التكاليف حقق المحل أرباحا صافية مقدارها 80000 ريال، ليكون للشريك نصيب في الأرباح 8000 ريال (80000 × 10%) ، ونصيبك 72000 ريال (80000 × 90%) ، وإذا تصرف هذا الشريك بأمانة ونزاهة وإخلاص تام ، لن تظهر مشكلة المخاطر المعنوية.

ولكن افترض أن الشريك لم يتصرف بما تقتضيه الأمانة في العمل في خدمة الزبائن بسرعة وبطريقة تعكس المشاعر الودية ، واستخدم الأرباح المحققة لشراء قطع فنية وديكورات وتحف لمكتبة ، وأخذ يذهب إلى الشواطئ والمتنزهات في الوقت الذي كان يجب أن يكون فيه في المحل ، في هذه

الحالة لن يحقق المحل أي ربح. فالشريك يمكن أن يحصل على نصيبه في الربح 8000 ريال علاوة على راتبه إذا ما عمل بجد وإخلاص ، وإذا ما تخلى عن الاستثمارات العقيمة غير المنتجة المتمثلة في تحف وديكورات مكتبية. ولكن قد يقرر الشريك أن نصيبه في الربح غير كافي وغير محفز له ليكون مديرا ناجحا ، وأنه سيبدل الجهد الذي يحقق ربح في حدود نصيبه فقط من الأرباح (8000 ريال)، وإذا ما فكر الشريك بتلك الطريقة ، فلن يكون لديه حافزا أن يكون مديرا ناجحا، وكل ما سينتهي به الحال هو مكتب فخم مكيف به ديكورات وتحف ومحل لا يظهر أية أرباح ، ونظرا لأن المحل لن يحقق أية أرباح ، فمعنى هذا أن الشريك قرر ألا يتصرف بطريقة تحقق مصالحه ، ومن ثم فإن تصرفه سيكلفه 72000 ريال هي مقدار نصيبك 90% من الأرباح التي كان تحقيقها إذا ما كان مخلصا في عمله، وكان مديرا ناجحا.

والمخاطر المعنوية الناجمة عن مشكلة الوكيل/ الأصيل قد تكون أسوأ إذ لم يكن الشريك (س) أمين أطلاقا ، فسيكون لديه في هذه الحالة حافزا في أن يستولي لنفسه على كل الربح نقدا ، وأن يخبرك بأن الربح = صفر ، ويتركه بلا أرباح.

والدلائل الإضافية على أن مشكلة الوكيل/ الأصيل التي ترتبط بعقود حقوق الملكية قد تكون أكثر حدة هي كما في حالة المديرين الذين يهتمون بتشييد مكاتب فخمة مليئة بالكماليات لأنفسهم ، ويركبون أفخم أنواع السيارات التي يشترونها بأموال الشركة ، بالإضافة لمنافع شخصية عديدة يبتكرون أساليبها وفنونها لكي تبدو أنها ضرورية لإتمام عمل الشركة، وهي لا تخدم سوى النفوذ والسطوة الشخصية غير الضرورية ، وتقصير لوائح للمرتبات والعلوات والمكافآت بحيث تبدو وكأنها لوائح قانونية ونظامية في نفس الوقت تنتهي بهم بمرتبات خيالية وهي في الحقيقة لا تتناسب مع حقيقة الجهد الذي يبذلونه في خدمة الشركة ، كما قد يتبع المديرين استراتيجيات للشركة (مثل حيازة شركات أخرى) والتي تعزز من نفوذهم وقوتهم الشخصية ولكنها في النهاية لا تزيد ربحية الشركة.

ومشكلة الوكيل/ الأصيل لن تظهر إذا ما كان ملاك الشركة على معرفة كاملة بما يقوم به المديرين ويمكنهم منع الإنفاقات الترفيقية والمبذرة والتي تمثل في الواقع إهدارا لموارد الشركة ، ويمكنهم من خلال المعلومات الكاملة عن تصرفات المديرين منع صور الخداع والغش وعدم الأمانة. فمشكلة الوكيل/ الأصيل تظهر فقط لأن المديرين مثل الشريك (س) لديه معلومات عن حوافزه ودوافعه أكثر من المعلومات التي لدي الملاك من حملة الأسهم عن حوافز ودوافع وتصرفات مديري الشركة، بمعنى أنه يوجد عدم تماثل في المعرفة بين المديرين والملاك. وبالطبع لن تظهر مشكلة الوكيل/ الأصيل عندما يكون المدير هو نفسه مالك الشركة بالكامل ، ولا يوجد فصل بين الملكية والإدارة، حيث سيبدل المدير قصارى جهده ، وسيجنب الاستثمارات غير الإنتاجية ، لتحقيق الأرباح الكاملة التي تغريه بأن الأمر يستحق أن يكون مديرا جيدا.

طرق التغلب على مشكلة الوكيل/ الأصيل:

يمكن التفكير في أربعة طرق للتغلب على تلك المشكلة ، وهي :

1- إنتاج المعلومات و المراقبة monitoring

2- التنظيم الإجرائي الحكومي لزيادة المعلومات.

3- الوساطة المالية.

4- عقود الدين.

وذلك على التفصيل التالي:

1- إنتاج المعلومات و المراقبة

حيث أن مشكلة الوكيل/ الأصيل تنشأ أساساً من أن مديري الشركة لديهم معلومات عن أنشطتهم والأرباح الفعلية أكثر من المعلومات التي لدى حاملي الأسهم ، فإن أحد الطرق التي يمكن لحاملي السهم استخدامها لتخفيض المخاطر المعنوية هي الانهماك في نوع معين من إنتاج المعلومات وليكن عن طريق رقابة أنشطة الشركة ، مراجعة حسابات الشركة باستمرار و فحص ما يقوم به المديرون من أنشطة. والمشكلة هي أن عملية الرقابة قد تكون مكلفة مفاسه بالوقت والنقود ، حيث ينطبق عليها مايسمى فحص الحالة المكلف costly state verification. وعملية فحص الحالة المكلف يجعل الرغبة في عقود حقوق الملكية اقل ، وهذا يفسر جزئياً كون الملكية ليست عنصرأ أكثر أهمية في النظام المالي المعاصر.

وكما هو الحال مع مشكلة الاختيار العكسي ، تظهر مشكلة المستفيد المجاني، والتي من شأنها أن تقلل من عملية إنتاج المعلومات اللازمة لتخفيض المخاطر المعنوية(المتمثلة في مشكلة الوكيل / الأصيل). فلو كنت حامل أسهم لشركة ما ، وعرفت أن حملة الأسهم الآخرين يقومون بدفع نقود من أجل عملية المراقبة على أنشطة الشركة التي يحملون أسهمها، فإنك يمكن أن تكون مستفيداً مجانياً من وراء قيامهم بعملية الرقابة ، ومن ثم يمكن أن توفر نقودك ، فإذا كان هذا هو سلوك حاملي أسهم آخرين ، فمن المتوقع أننا لن نجد أي شخص يخصص أي موارد للإنفاق على رقابة الشركة. ولهذا فإن مشكلة المخاطر المعنوية بالنسبة للأسهم العادية ستكون حادة ، مما قد يجعل من الصعب على الشركات أن تصدر أسهم للحصول على رأس المال.

التنظيم الحكومي لزيادة المعلومات:

كما هو الحال مع الاختيار العكسي ، فإن الحكومة لديها الحوافز لتخفيض المخاطر المعنوية التي تنجم عن عدم تماثل المعرفة. والحكومة في أي مكان لديها القوانين التي يمكن أن تجبر الشركات على الالتزام بالمبادئ المحاسبية المتعارف عليها والمبادئ المحاسبية المعيارية والتي تجعل من الممكن أن تصبح عملية الفحص والتحقق من الأرباح عملية سهلة ، كما يمكن للحكومة سن عقوبات جنائية على الناس الذين يرتكبون الخداع والغش الذي يقصد من وراءه تخيئة وسرقة الأرباح . ولكن تلك الإجراءات يمكن أن تكون فعالة جزئياً فقط ، لأن ضبط هذا النوع من التحايل ليس سهلاً، فالمديرين المحتالين لديهم الحوافز لكي يجعلوا من الصعب جداً على الوكالات الحكومية أن تكتشف أو تثبت هذا النوع من الخداع .

2- الوسيطة المالية:

للوستاء الماليين المقدره على تجنب مشكلة المستفيد المجاني في مواجهة المخاطر المعنوية، وأحد الوسطاء الماليون الذين يساعدون في تخفيض المخاطر المعنوية الناجمة عن مشكلة الوكيل/ الأصيل هي شركة رأس المال المخاطر venture capital firm. وشركة رأس المال المخاطر تمزج الموارد المالية للشركاء وتستخدم الأرصدة لكي تساعد المنظمين الناشئين الذين يبدأون مشروعات جديدة. وفي مقابل استخدام رأس المال المخاطر فإن الشركة تتلقى أسهم ملكية في شركة الأعمال الجديدة . ونظراً لأن فحص الإيرادات والأرباح والتثبت منهما أمراً مهماً في استئصال المخاطر

المعنوية ، فإن شركة رأس المال المخاطر عادة تصير على أن يكون لها عدة أفراد يشاركون في الهيئة الإدارية للشركة ،ومجلس الإدارة ، حتى يتسنى لهم أن يبقوا على رقابة لصيقة على أنشطة الشركة. وعندما تقدم شركة رأس المال المخاطر الأرصدة التي يبدأ بها المشروع ، فإن حقوق الملكية في الشركة لا يتم تسويقها لأي فرد ولكن فقط تظل مملوكة لشركة رأس المال المخاطر. ولهذا فإن المستثمرين الآخرين لا يكون في إمكانهم أن يستفيدوا مجانا من الرقابة والفحص الذي تقوم به شركة رأس المال المخاطر، وبهذا الترتيب تكون شركة رأس المال المخاطر قادرة على أن تجني كل منافع أنشطة الفحص والتأكد التي تقوم بها ومن ثم تقدم الحوافز الملائمة لتخفيض مشكلة المخاطر المعنوية.

3- عقود الدين :

تظهر المخاطر المعنوية مع عقود حقوق الملكية والتي هي حقوق على أصول و أرباح الشركة في جميع الحالات ، سواء أكانت الشركة تحقق أرباحا أو لا تخسر نقودا. وإذا كانت عقود الدين يمكن إعادة هيكلتها ، بحيث لا تظهر المخاطر المعنوية إلا في حالات معينة ، فإن الحاجة لمراقبة سلوك المديرين ستخف ، وأن عقد الدين سيكون أكثر جاذبية من عقود حقوق الملكية ، وعقود الدين بالضبط لها تلك الخصائص لأنها اتفاقات تعاقدية يتعهد فيها المقرض بأن يدفع على فترات دورية إلى المقرض مبلغا ثابتا من النقود. وعندما تحقق الشركة أرباحا مرتفعة ، فإن المقرض يستلم المدفوعات التعاقدية ولا يحتاج أن يعرف بالضبط حجم أرباح الشركة. وإذا كان المديرين يخشون الأرباح أو يمارسون أنشطة تغل عليهم منافع شخصية ولا تزيد ربحية الشركة، فإن المقرض لن يهتم إلا بالمقدار الذي يتداخل مع مقدرة الشركة على الوفاء بمدفوعات الدين في توقيت تلك المدفوعات. إذ أنه فقط في هذه الحالة التي لا تتمكن الشركة من الوفاء بمدفوعات الدين ، كونها في حالة عدم القدرة على السداد default ستوجد حاجة للمقرض في أن يتقصى ويتحقق من أرباح الشركة . أي أنه في تلك الحالة فقط فإن المقرضين المنهمكون في عقود دين يكونون أكثر احتمالا لأن يكون تصرفهم مثل تصرف حاملي حقوق الملكية ، بمعنى أنهم يحتاجون لأن يعرفوا ما هو مقدار دخل الشركة لكي يحصلوا على نصيبهم منه.

والميزة الكامنة خلف التكرار الأقل لمراقبة ومراجعة سلوك الشركة ومن ثم تخفيض تكاليف التحقق من فحص الحالة cost of state verification ، هو الذي يفسر لماذا تستخدم عقود الدين مرارا مقارنة بعقود حقوق الملكية لجمع رأس المال . ولهذا فإن المخاطر المعنوية تفسر كون الأسهم أقل أهمية كمصدر للتمويل الخارجي لقطاع الأعمال غير المالي في معظم دول العالم.

أضف إلى ذلك أن عقود الدين لها ميزة في بعض التشريعات الضريبية التي تخصم مدفوعات الفائدة من الدخل الخاضع للضريبة بمقدار معدل الضريبة، مما يحقق وفرا ضريبيا للشركات التي تمول استثماراتها عن طريق الاقتراض ، في حين توزيعات الأرباح غالبا لا تخصم من دخل الشركة الخاضع للضريبة، وهذا قد يشجع على استخدام عقود الدين أكثر من عقود حقوق الملكية ، مع ثبات العوامل الأخرى على حالها.

ولكن التحليل السابق يتجاهل بعض الجوانب التي تبهم المجتمع ككل، وهي عدم ظهور الحاجة لمراقبة تصرف المديرين في عقود الدين مقارنة بظهور تلك الحاجة في عقود حقوق الملكية، ومن ثم لا ينزعج حامل الدين من التصرفات التي تنطوي على الغش والخداع وعدم الأمانة التي يمارسها مديرو

الشركات وهم الوكيل النائب عن الأصل، وهذا الوكيل يفترض فيه الأمانة والنزاهة والاستقامة وحسن الخلق وهي صفات معنوية ، ولكن لها آثار اقتصادية هامة جدا ، لأن الاقتصاد يهتم بعملية الاستخدام الأمثل للموارد ، وتخصيصها على الوجه الصحيح في كل استخدام من استخداماتها ، وتوزيع عوائد العملية الإنتاجية بحيث يحصل كل عنصر من عناصر الإنتاج ، بما فيها رأس المال على الأجر الذي يتبادل مع إيراد ناتجة الحدي $\text{marginal revenue product}$ ، في تلك الظروف ستحقق المجتمع أكبر المنافع الممكنة من وراء استخدام وتخصيص موارده التمويلية علي النحو الذي هي فيه، وسنضمن أن الشركات تحقق الكفاءة في التشغيل والإنتاج ، ولهذا تصبح مراقبة تصرفات المديرين هامة من وجهة نظر المجتمع، الذي يسعى للكفاءة في تخصيص الموارد ، حتى يتم الحد من التصرفات الاحتيالية والمخادعة للمديرين التي تنطوي على سرقة الأرباح و الإففاق على الاستثمارات غير الإنتاجية والمتمثلة في المكاتب الفاخرة المليئة بالتحف والزخرفات الديكورية، والسيارات الفاخرة المخصصة للمديرين ، وربما أسرههم ، لأن استخدام الموارد بهذا الشكل يتناقض مع البديهيات البسيطة للنظرية الاقتصادية في مجال تخصيص موارد المجتمع النادرة التي يفترض طبقا لتلك البديهيات أن مديري الشركات هم أكثر الناس معرفة بمدى ندرتها، فهل يعقل بعد ذلك أن نقول أن عقود الدين لا تتطلب مراقبة تصرفات المديرين ، وأن حاملي عقود الدين لن يراقبوا ، لأن تلك الرقابة مكلفة ، ولم نأخذ في الحسبان أن التصرفات الخادعة للمديرين تضر المجتمع وتؤت عليه منافع كبير في الحصول على أعلى إنتاج ممكن من وراء موارده النادرة ، لأن المدير المخادع لا يهجم على أي وجه يستخدم موارد المجتمع ، كفاء أو غير كفاء، طالما أن استخدام ما قيد لا يكون كفئا يحقق مصالحه الشخصية ويرفع مظهره ومركزه في عيون الآخرين ويجلب عليه أكبر قدر ممكن من المزايا الشخصية في صورة حوافز وعلاوات ومكافآت ربما يقوم هو ومن يتعاون معه في تصميم قواعدها ولوائحها داخل المؤسسة بحيث تبدو وكأنها مشروعة وقانونية وأنهم لا دخل لهم في صياغتها على نحو يحقق أهدافهم الشخصية في نهاية المطاف، والمشكلة أن هؤلاء طبقه في داخل كل شركة يعملون بتكاتف عجيب للسيطرة على آلية العمل داخل مؤسسات قطاع الأعمال حتى في أكثر الدول تقدما.

4- تأثير المخاطر المعنوية على الهيكل التمويلي في أسواق الدين:

عرفنا في النقطة السابقة أن عقود الدين لها مزايا قد لا تتوافر في عقود حقوق الملكية ، ونظر لأن عقود الدين تتطلب من المقترضين أن يدفعوا مبلغا ثابتا (سواء فوائد أو أقساط)، ويترك للمديرين أن يحتفظوا بأي ربح يزيد عن هذا المقدار، فإن المقترض سيكون لديه حوافز لأن ينفذ استثمارات تنطوي على درجات من المخاطر أعلى مما هي عليه في ذهن المقرض.

فمثلا لنفترض أنك كنت منزعا من عملية الفحص والمراجعة والتدقيق في المثال الذي عرضناه عند تحليل مشكلة الوكيل / الأصل - ففضلت بدلا من أن تكون شريكا في المحل التجاري مع الشخص (س) - فإنك فضلت أن تكون داتنا وأقرضته مبلغ 90000 ريال التي يحتاجها لكي يقيم المشروع ، وفي هذه الحالة سيكون لديك عقد دين يخول لك الحصول على فائدة بنسبة مثلا 10% والاستثمار يكاد يكون مضمون بالنظر إلى أن هناك طلب قوي ومستمر على منتجاته في المنطقة التي سيقام فيها مع مراعاة الاعتبارات الاقتصادية الأخرى. ولكن بمجرد إعطاء القرض للشخص (س) لاستخدامه في الغرض الذي دفعه للاقتراض ، فإنه استخدم القرض في غرض آخر غير الغرض المقصود ،

وليكن في استثمار عالي المخاطر نسبة النجاح إلى الفشل في حدود 2: 8، وهذا استثمار عالي المخاطر ، ولكن إذا ما نجح فإنه سيحقق عوائد تفوق 1000%، ولهذا فإن (س) لديه حوافز كبيرة على تنفيذ الاستثمار عالي المخاطر، لأنه سيحقق ثروة ضخمة إذا ما نجح ، وإذا فشل المشروع فإلك تقريبا ستفقد كل شيء، وإذا ما نجح فإلك لن تشاركه في أرباحه لأنك لن تحصل سوى على 10% من 90000 ريال أي حوالي 900 ريال ، وأصل القرض 90000 ريال ، تاركاً له 809100 ريال من الأرباح⁸، إذا نجح المشروع في حدود 20% من الحالات ولكن احتمالات الفشل = 80% . ولكن نظراً للمخاطر المعنوية الكامنة خلف احتمال استخدام الشخص (س) للقرض في القيام باستثمارات عالية المخاطر ، فإن هناك احتمال ألا يحصل (س) على القرض ، رغم أن الاستثمار الأصلي هو فرصة استثمار جيدة يعطي منافع جيدة لجميع أطراف التبادل المالي.

الأدوات المقترحة لحل مشكلة المخاطر المعنوية في عقود الدين:

يقترح ثلاث حلول لحل تلك المشكلة وهي:

1- صافي حقوق الملكية⁹ net worth

2- الرقابة والإجبار من خلال نصوص قانونية مقيدة.

3- الوصاية المالية.

وذلك على التفصيل التالي:

1- صافي حقوق الملكية:

عندما يكون المقترضون لهم حصة كبيرة في المشروع نظراً لأن صافي حقوق الملكية مرتفعاً ، فإن المخاطر الناجمة عن المخاطر المعنوية¹⁰ ستخف، لأن المقترضين ستلحق بهم خسارة إذا فشل المشروع.

ولإيضاح نأخذ مثال لنفترض أن المقترض (ص) بصدد تنفيذ استثمار يحتاج علي تكلفة رأسمالية حوالي 100000 ريال ، لديه منها 90000 ريال وسيقترض 10000 ريال ، فإذا فشل الاستثمار سيخسر (ص) صافي حقوق الملكية = 100000 - 10000 = 90000 ريال ، وهذا يجعله يفكر مرات عديدة قبل أن يقدم على القيام بتنفيذ استثمار عالي المخاطر، وهذا يعني أنه كلما كانت الشركة لديها صافي حقوق ملكية كبيرة كلما زاد الدافع على إقراضها، فصافي حقوق الملكية المرتفع يخرس نوع من الأمان في نفس المقترض.

واحد طرق وصف الحد من المخاطر المعنوية عن طريق صافي حقوق الملكية المرتفع ، بأن هذا الحل يجعل عقد الدين متوافق حافزياً incentive-compatible ، بمعنى أنه يجعل حوافز المقترض تصطف مع حوافز المقرض في نفس الاتجاه. وعلى هذا يمكن صياغة الفرض الأساسي التالي: "كلما زاد صافي حقوق الملكية لدي المقترض ، كلما زاد التوقع بأن تكون حوافز المقترض بأن يتصرف بالطريقة التي يتوقعها ويرغبها المقرض ، وكلما صغرت المخاطر المعنوية في عقود الدين ، وكلما كان من السهل للشركة بأن تقترض".

⁸ الفائدة = 10% من 90000 ريال = 900 ريال وأصل القرض = 90000 ريال ، فالمجموع 90900 ريال من الربح الكلي 1000% من 90000 ريال = 900000 ريال، وباستبعاد مبلغ 90900 من يتبقى للشخص (س) مبلغ = 809100 ريال.

⁹ صافي حقوق الملكية = القيمة السوقية لأسهم الشركة - القيمة السوقية للالتزامات.

¹⁰ والمتعلقة في قيام المقترض بالتصرف بطريقة ستجد اعتراضاً من المقرض

وعلى النقيض "كلما صغر صافي حقوق الملكية لدى المقرض ، كلما زادت المخاطر المعنوية في عقود الدين ، وكلما زادت الصعوبة أمام الشركات في الاقتراض".

2- الرقابة والإجبار للعقود المقيدة :

إذا كان المقرض قدّم قرضاً إلى شخص (ص) وأمكّنهُ أن يتأكد من أن المقرض سيتصرف بالطريقة المتفق عليها ، وأنه سيستخدم الأرصدة التمويلية المقرضة في بناء المشروع الذي قصده من البداية ، فإن ذلك قد يكون مدعاة لمنح القرض إلى المقرض. ويمكن التأكد من أن المقرض سيلتزم باستخدام الأرصدة المقرضة في الغرض المقصود أصلاً من الاقتراض من خلال شروط مكتوبة في صورة التزامات تعاقدية مقيدة restrictive covenants في عقد الدين نفسه بحيث يقيد نشاط الشركة. وبمراقبة نشاط الشركة (أو المقرض) للتأكد من أنه يتوافق مع الالتزامات التعاقدية المقيدة أو الإجبار على الالتزام بها إذا كان هناك انحراف ، فإن المقرض سيتأكد من أن الشركة لن تتحمل مخاطر زائدة. والشروط التعاقدية المقيدة هدفها تخفيض المخاطر المعنوية من خلال : استبعاد السلوك غير المرغوب وتشجيع السلوك المرغوب، ويمكن تصور أربعة شروط مقيدة يمكن أن تحقق هذا الهدف:

(أ) تعهدات تعاقدية تصمم بحيث تخفض المخاطر المعنوية من خلال إبقاء المقرض بعيداً عن الانهماك في سلوك غير مرغوب يتمثل في تنفيذ استثمار عالي المخاطر . وحيث أن تلك التعهدات التعاقدية تتضمن أن القرض يمكن أن يستخدم فقط في تمويل أنشطة معينة مثل شراء نوع معين من المعدات ، أو تقييد المقرض من الدخول في أنشطة معينة عالية المخاطر مثل شراء شركات أعمال أخرى.

(ب) تعهدات تعاقدية مقيدة تشجع المقرض على الإنهماك في أنشطة مرغوبة تجعل من الأكثر احتمالاً أن يتم إعادة سداد القرض ، وأحد التعهدات المقيدة من هذا النوع يتطلب مثلاً من عائل الأسرة أن يقوم بالتأمين على الحياة الذي يكفل سداد الرهن العقاري عند وفاة الشخص المقرض. وأحد التعهدات المقيدة من هذا النوع بالنسبة لشركات الأعمال هو تقييدها تعاقدياً بأن تحتفظ بصافي حقوق ملكية مرتفع لأن هذا سيخفض المخاطر المعنوية ويقلل احتمال أن يعاني المقرض خسائر ، وتلك التعهدات المقيدة قد تقرر أنه يجب على الشركة أن تبقى على حد أدنى من حيازات أصول معينة تتناسب مع حجم الشركة.

(ج) الحفاظ على الضمان collateral فنظر لأن الضمان يقدم حماية هامة للمقرض ، فإن التعهدات المقيدة بالمحافظة على الضمان يمكن أن تشجع المقرض على أن يبقى الضمان في حالة جيدة، وإن تكون هناك إمكانية للتأكد من أن الضمان سيظل في حيازة المقرض. وهذا النوع من الضمان هو النوع المعتاد الذي يقابله الناس غالباً في عقود الدين.

فمثلاً في عقود دين السيارات يطلب من مشتري السيارة أن يحافظ على السيارة بحيث تكون الصدمات التي تصيب السيارة عند أدنى حد ، وأن يؤمن عليها ضد السرقة ، وأن يمتنع عن بيعها

حتى يتم سداد القرض، وأيضا في عقود الرهن العقاري، يطلب من مالك المنزل أن يكون لديه قدرا كافيا من التأمين على المنزل، وأن يدفع قرض الرهن العقاري إذا تم بيع ملكية المنزل.

(د) تعهدات تعاقدية مقيدة تطلب من الشركة المقترضة أن تقدم وبصفة دورية معلومات عن أنشطتها، وتقدم تلك المعلومات في صورة تقارير دخل وتقارير محاسبية مما يجعل من السهل على المقرض أن يراقب الشركة ويخفض المخاطر المعنوية، وهذا النوع من التعهدات يرتب للمقرض حقا في أن يراجع ويفتش ويفحص دفاتر الشركة في أي وقت.

والآن نستطيع بسهولة أن نرى ومن ثم نفسر السبب في كون عقود الدين هي مستندات قانونية معقدة تطوي على قيود كثيرة على سلوك المقرض (الملح الثامن من ملامح الهيكل المالي)، ففقود الدين تتطلب شروط وتعهدات تعاقدية معقدة حتى يمكن تخفيض المخاطر المعنوية.

3- الوساطة المالية :

بالرغم من أن الشروط التعاقدية المقيدة تساعد على تخفيض مشكلة المخاطر المعنوية، إلا أنها لا تستأصلها كلية، إذ يستحيل أن نكتب شروط وتعهدات يمكن أن تستبعد كلية كل نشاط ذات مخاطر بالإضافة إلى ذلك فإن المقرضين هم من الذكاء بحيث يستطيعون إيجاد منافذ وطرق للتحايل والالتفاف على التعهدات المقيدة مما يجعل تلك التعهدات غير فعالة.

وهناك مشكلة أخرى مع الشروط والتعهدات المقيدة تتمثل في أن تلك التعهدات لا بد من متابعتها والرقابة على مراعاتها، والإجبار على الالتزام بها، لأن هذه التعهدات تصبح لا قيمة لها إذا وجد المقرض طريقا للإخلال بها ولاسيما إذا علم المقرض أن المقرض لن يتابع ولن يراقب لأن عملية المتابعة والمراقبة والإجبار تحتاج إلى وقت وجهد وإنفاق نقدي يتحملة المقرض. فإذا قام المقرض (حامل السند) بالإنفاق والمتابعة والمراقبة وتحمل تلك الأعباء لكي يحافظ على أرصده المقرضة للشركة فإن هناك احتمال أن تظهر مشكلة المستفيد المجاني، حيث أن حملة السندات الآخرين إذا ما عرفوا أنك ستقوم بعملية الرقابة والمتابعة وتحمل النفقات المالية، فإنهم لن يقوموا بها اعتمادا على قيامك بها ومن ثم نتوقع نقص الموارد المخصصة لعملية المتابعة والرقابة والإجبار القانوني للالتزام بالتعهدات التعاقدية، وهذا يعني استمرار المخاطر المعنوية كمشكلة حادة في عقود الدين.

وهنا تبرز أهمية الوسطاء الماليين، ولاسيما المصارف التي يكون لديها المقدرة على تلافى وتجنب المستفيد المجاني، إذ طالما أن المصارف تقدم قروضا خاصة ليست محلا للتداول، فليس هناك أحد يستطيع أن يستفيد مجانا من عملية الرقابة والمتابعة والإجبار القانوني للتعهدات المقيدة التي التزم بها المقرض، مما يعني أن المصرف سيستفيد بالمنفعة الكاملة لعملية المتابعة والرقابة والإجبار القانوني للتعهدات المقيدة دون أن يشاركه أحد في تلك المنافع، مما يقلص المخاطر المعنوية في عقود الدين. وهكذا نجد أن مفهوم المخاطر المعنوية يقدم تفسيراً إضافياً لماذا يلعب الوسطاء الماليون دوراً جوهريا في ضخ الأرصدة التمويلية من المدخرين - المقرضين إلى المقرضين أكثر من الدور الذي تقوم به الأوراق المالية القابلة للتسويق (البيع في الأسواق المفتوحة للأوراق المالية)، وهذا احد التفسيرات للملمح الأول من ملامح الهيكل المالي.

خلاصة الدراسة:

1- يفرض وجود عدم تماثل المعرفة إلى وجود الاختيار العكسي والمخاطر المعنوية وكلاهما يتداخل مع التشغيل الكفاء السلس والناغم للأسواق المالية في تحويل الموارد التمويلية من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي، مما قد يقلل من حجم الموارد التمويلية المعروضة في الأسواق المالية بطريقة مصطنعة ويخلق عجزا زائفا في عرض تلك الموارد، ومن ثم ترتفع تكلفة التمويل بطريقة غير مبررة اقتصاديا، كما يحرم المدخرين الصغار من استثمار مواردهم في أصول مالية، وقد تظل هذه الموارد عاطلة رغم وجود وحدت اقتصادية تطلب تلك الموارد، وهذا يفرض إلى ضياع الدخل الذي كان بإمكان المدخرين الصغار تحقيقه على مدخراتهم ويحرمهم من الاستفادة من وجود الأسواق المالية، فيضيّق نطاق الأسواق المالية.

2- والأدوات المقترحة للحد من المشاكل المترتبة على عدم تماثل المعرفة تشمل على: وجود شركات قطاع خاص تقوم بإنتاج وبيع المعلومات، والتنظيم الحكومي لزيادة المعلومات المتدفقة إلى الأسواق المالية، أهمية الضمان وصافي حقوق الملكية في عقود الدين واستخدام التعهدات القانونية المقيدة مع الرقابة والإشراف.

والنتيجة الجوهرية من التحليل هي وجود مشكلة المستفيد المجاني free - rider problem ولاسيما في أسواق الأوراق المالية (أسهم وسندات) المتداولة، وهو ما يشير إلى أهمية وجود الوسطاء الماليين مثل صناديق الاستثمار وشركة رأس المال المخاطر والمصارف، لأنها تستطيع جني كل المكاسب من عملية المتابعة والرقابة، والتخلص من مشكلة المستفيد المجاني التي ترتبط بوجود أفراد عديدين يحوزون أصولا مالية لشركة ما من شركات قطاع الأعمال غير المالي.

3- واتضح أن وجود الوسطاء الماليين ولاسيما المصارف، يحد من المشاكل الناجمة عن عدم تماثل المعرفة، ومن ثم يلعب دورا كبيرا في ضخ التمويل من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي، وأن أهمية التمويل المقدم من المصارف يجعل دور أسواق الأوراق المالية دورا صغيرا كمصدر للتمويل الخارجي لمؤسسات قطاع الأعمال غير المالي.

4- ولقد اثبت التحليل الاقتصادي الذي سقناه في نطاق الدراسة أن النتائج المترتبة على مشاكل عدم تماثل المعرفة وهي الاختيار العكسي والمخاطر المعنوية تقدم تفسيراً مقنعا للملامح الأساسية التي يتميز بها الهيكل المالي المعاصر في معظم دول العالم.

تعميقيات على الدراسة:

- إلقاء ملخص للدراسة أمام لقاء الأريماء الذي ينظمه مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي بجامعة الملك عبد العزيز بمدينة جدة (يوم الأربعاء 26 ربيع الأول 1430 هـ الموافق 23 مارس 2009م) كان هناك العديد من التعقيبات القيمة ، وأهمها:
- 1- أن التحرير المالي financial liberalization ساهم في تعميق عدم تماثل المعرفة بين المتعاملين في السوق المالية ، ولاسيما وأن القيود الرقابية والتنظيمية قد تم إرخاؤها ، وهذا صحيح على حد كبير ، ولقد ساهم ذلك في زيادة حدة الأزمة المالية.
 - 2- أن النموذج الإسلامي يقدم الحل كهديل للدين متمثل في المشاركة والمشاركة، وهذا صحيح لاسيما وإذا كان الشريك متعاونين ويسود بينهم الصدق والأمانة ، ولكن المشاركة لن تلغي وجود أساليب وملق للاحتيال وإخفاء للمعلومات ، والدليل أن البنوك الإسلامية ربما عانت من ذلك ، واتجهت للمرابحة مضطرة.
 - 3- يقدم الإسلام البيئة الصالحة للحد من عدم تماثل المعرفة من خلال تحريم الغش والخداع والاحتيال وعدم الأمانة، وقد عسده سعادة د. سعد اللحاني بمنح هذه التعليلات الإسلامية المثيرة، وهذا يوضح ضرورة تساؤل موضوع عدم تماثل المعرفة في السوق المختلفة من المنظور الإسلامي.
 - 4- ذكرت الدراسة " المخاطر المعنوية" moral hazard وهناك آراء تفضل استخدام مصطلح المخاطر الأخلاقية ، وكلمة moral قد تكون أخلاقية أو معنوية، وهي الجوانب غير الملموسة والتي قد تقضي إلى جعل السلوك البشري مقبولا أو غير مقبول من منظور إيديولوجي معين ، وبالطبع يأتي المنظور الإسلامي فسي القصة، ولذلك فاستخدام المخاطر الأخلاقية قد يكون الأفضل .
 - 5- هناك من يرى استخدام المعلومات بدلا من المعرفة ، على أساس أن المعلومات قد تكون منشورة ولكن هناك عدم معرفة بها، لا بأس من استخدام عدم تماثل المعلومات كهديل لحد تماثل المعرفة.
 - 6- أثير سؤال عن علاقة الفائدة المعومة بعدم تماثل المعرفة، قد تكون هناك صلة ، لأن الفائدة المعومة تزيد عبء الدين مما قد يدفع المقترضين إلى إخفاء المعلومات الخاصة بتصرفه في الأرصدة المقترضة .
 - 7- الحلول المقترحة ليست للقضاء على عدم تماثل المعرفة ، لأن عدم تماثل المعرفة مقترنة بطبيعة السلوك البشري ، ولكن الحلول هدفها الحد من أثار الضارة للمخاطر التي يكثرن بها عدم تماثل المعرفة، وهل عدم تماثل المعرفة يمكن أن يخفف شرعا، ولا سيما انه قد يترتب عليه ضياعا لأموال الناس؟
 - 8- مسألة الجوكمة governance التي تعني في معنى معين المصالح المباشرة وغير المباشرة لمختلف الأفراد المرتبطين بالمشروع من حملة السهم والذائنين والموردين والمعملاء..... الخ ، والتي ظهرت بصفة خاصة للسيطرة على السلوك البشري للمديرين الذين يهتمون بمصالحهم الخاصة ونفوذهم الشخصي على مصالح حساب الأفراد المختلفين المرتبطين بالمشروع ، هي مثال بارز للتطور في الفكر الاقتصادي الحديث نتيجة عدم تماثل المعرفة.
 - 9- يعود التطور الفكري لمسألة عدم تماثل المعرفة وتطور اقتصاديات المعلومات على منتصف الثمانينات من القرن الماضي ، عندما حاول الاقتصاديون تحليل أثار عدم الرشد في السلوك الاقتصادي ، وظهور لتحليل السلوك البشري غير المبني أو غير المقبول أخلاقيا بصفة عامة.

المراجع

- 1-Mark Geller " Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview." *Journal of Money Credit and Banking*, 20,(1988) pp.559-588
- 2-Glin Mayer " Financial System, Corporate Finance and Economic Development" in *Asymmetric Information , Corporate Finance , and Investment*, ed., R. Glenn Hubbard (Chicago: Chicago University Press: 1990) p. 312
- 3-George Akerlof " The Market for Lemons :Quality, Uncertainty and the Market Mechanism" *Quarterly Journal of Economics* 84 (1970)pp. 488-500
- 3-Stewart Myers and n. s. Majluf " Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Have ", *Journal of Financial Economics* 13 (1984) pp. 187-221
- 4- Bruce Greenwald, Joseph Stiglitz, and Andrew Weiss. " Information Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations," *American Economic Review* 74(1984) pp. 194-199
- 5- Frederic S. Mishkin " *The Economics of Money Banking and Financial Markets*" 6th, edit., (New York: Addison Wesley: 2003) ch.8, pp.181-198
- 6-Scott B. Smart and William L. Megginson, " *Introduction to Financial Management*" 2nd, edit., SOUTHE-WESTERN: 2007, P. 457.

