

### الفصل الثاني: السياسة النقدية وظهور التمويل غير المصرفي

#### ملخص

طراً تغير كبير على هيكل الأسواق المالية. فالابتكار المالي المستمر، وضعف الميزانيات العمومية المصرفية عقب الأزمة المالية، والتغيرات في نماذج العمل، وتعزيز الرقابة المصرفية، كلها عوامل دعمت التحول القوي من الإقراض المصرفي إلى إصدار السندات. وقد سمح هذا بدور أكبر للمؤسسات غير المصرفية، مثل شركات التأمين وصناديق معاشات التقاعد وشركات إدارة الأصول. وتكتسب المؤسسات غير المصرفية أهمية كبيرة في الوساطة المالية في الولايات المتحدة كما زادت أهميتها إلى حد كبير في أوروبا وبعض اقتصادات الأسواق الصاعدة.

فهل أدى ظهور التمويل غير المصرفي إلى إضعاف السياسة النقدية؟ يرى البعض أن إجراءات السياسة النقدية أصبحت أقل تأثيراً على النشاط الاقتصادي نظراً لتراجع أهمية إحدى القنوات الأساسية التقليدية لنقل هذه الإجراءات - وهي قناة الإقراض المصرفي. ومن الناحية النظرية، تستطيع المؤسسات غير المصرفية إما أن تضعف أو تُضخّم انتقال السياسة النقدية إلى الاقتصاد. فمن ناحية، قد يكون بمقدورها التدخل لتقديم القروض بدلاً من البنوك إذا كان تأثير تغيرات السياسة النقدية على تكلفة تمويل هذه المؤسسات أقل من التأثير على تكلفة تمويل البنوك، أو إذا كانت لا تخضع لنفس القيود التنظيمية المطبقة على البنوك، وهو ما يمكن أن يضعف انتقال السياسة النقدية. ومن ناحية أخرى، قد تتسبب المؤسسات غير المصرفية في تضخيم انتقال السياسة النقدية إذا كان إقبالها على تحمل المخاطر أكثر حساسية للتغيرات في هذه السياسة. وفي هذا الفصل، نستكشف تلك الأرض غير المطروقة نسبياً، أولاً بتحديد إطار مفاهيمي، ثم النظر في الأدلة التجريبية باستخدام تحليلات مبتكرة.

ويخلص الفصل إلى أن تزايد أهمية المؤسسات غير المصرفية في مجال الوساطة المالية إن أفضى إلى نتيجة ما على مدار الخمسة عشر عاماً الماضية فإنما هي تعزيز انتقال السياسة النقدية. إذ يبدو أن السياسة النقدية قد أصبحت أكثر فعالية في بلدان مختلفة، كما أنها تبدو أكثر قوة، في المتوسط، في البلدان التي تمتلك قطاعات مالية غير مصرفية أكبر. وعلى غرار البنوك، تلجأ المؤسسات غير المصرفية إلى تقليص ميزانياتها العمومية عند تشديد السياسة النقدية؛ وبشكل عام، تُقلص شركات الوساطة المالية غير المصرفية ميزانياتها العمومية أكثر من البنوك. ويُفسّر هذا السلوك بأنه أثر السياسة النقدية على مستوى تحمل المخاطر، وخاصة في قطاع إدارة الأصول. ونتيجة لذلك، تتحرك عائدات السندات وعلاوات المخاطر فتؤثر على تكلفة الإقراض والنشاط العيني. وبالتالي، يؤثر تكوين القطاع المالي غير المصرفي على انتقال السياسة النقدية.

ويشير تنامي دور المؤسسات غير المصرفية إلى أن إدارة السياسة النقدية ستتطلب التكيف المستمر مع التغيرات التي تطرأ على آلية الانتقال. ويجب مراعاة التعديل المستمر لجرعة إجراءات السياسة النقدية وتوقيت تطبيقها، متشياً مع تغير تأثيرها وسرعة حدوثه. فعلى سبيل المثال، مع زيادة الأهمية النسبية لقناة المخاطرة، قد تصبح آثار تغيرات السياسة النقدية على الاقتصاد العيني أسرع وأكبر. ورغم أن تغييرات الإطار التنظيمي ليست موضع تركيز في هذا

الفصل، فمن المرجح أن تؤثر على قوة انتقال السياسة النقدية لأن بعض الفروق في استجابات البنوك والمؤسسات غير المصرفية تجاه الصدمات النقدية تعكس الفروق بين قواعدها التنظيمية.

ولآثار السياسة النقدية أهمية متزايدة بالنسبة للاستقرار المالي. فعلى سبيل المثال، من المرجح أن يكون لإجراءات السياسة النقدية نتائج أقوى على السلامة المالية للبنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية نظرا لما يبدو من تزايد أهمية قناة المخاطرة كآلية لتحريك استجابات شركات الوساطة المالية. ويعني هذا أن على السلطات الاحترازية والتنظيمية أن تتوخى مزيدا من اليقظة.

وينبغي أن تأخذ السياسة النقدية في الاعتبار حجم وتكوين الميزانيات العمومية لشركات الوساطة المالية حتى تقيس بشكل أفضل ما يحدث من تغيرات في إقبال المؤسسات المالية على المخاطرة. ونظرا لنمو القطاع المالي غير المصرفي، قد تكون المعلومات الواردة في الميزانيات العمومية للمؤسسات غير المصرفية مفيدة بدرجة مساوية على الأقل للمقاييس التقليدية المتعلقة بالمجملات النقدية. فعلى سبيل المثال، يمكن الحصول على معلومات مفيدة للسياسة النقدية من بيانات الرفع المالي وتغيرات الرفع المالي لدى الوسطاء/التجار والأصول الكلية التي تديرها صناديق السندات. ومن الضروري في هذا السياق سد ثغرات البيانات المتعلقة بالمؤسسات غير المصرفية.

تقرير الاستقرار المالي العالمي - أكتوبر ٢٠١٦

٢٩ سبتمبر ٢٠١٦

الفصل الثالث: حوكمة الشركات، وحماية المستثمرين،

والاستقرار المالي في الاقتصادات الصاعدة

## ملخص

أصبحت اقتصادات الأسواق الصاعدة أكثر اندماجا مع بقية بلدان العالم من الناحية المالية، وهو ما أتاح لها فرصا أكبر للحصول على رأس المال ولكنه عرضها للصدمات المالية أيضا. فهل تحسنت الأطر المؤسسية والقانونية مع زيادة هذا الاندماج وساعدت هذه الاقتصادات على تعزيز صلابتها أمام بيئة خارجية أكثر تقلبا؟

يركز هذا الفصل على الترابط بين حوكمة الشركات وحماية المستثمرين والاستقرار المالي عبر مختلف اقتصادات الأسواق الصاعدة. وتشمل حوكمة الشركات وحماية المستثمرين مختلف القواعد والممارسات على مستوى البلدان والشركات، وتغطي السبل التي تضمن حصول مقدمي التمويل لهذه الشركات على عائد من استثمارهم فيها. وقد أبرزت الأزمات المالية السابقة التي مرت بها اقتصادات الأسواق الصاعدة الرئيسية أن أوجه القصور في حوكمة الشركات يمكن أن تكون عاملا مساهما في عدم الاستقرار المالي.

ويخلص هذا الفصل إلى أن تحسنا قد حدث في حوكمة الشركات وحماية المستثمرين بوجه عام على مدار العقدين الماضيين. ويبدو التقدم واضحا في المؤشرات على مستوى الشركات والبلدان. ومع ذلك، توجد فروق مهمة بين اقتصادات الأسواق الصاعدة، كما يوجد مجال لمزيد من التحسين.

ويؤيد التحليل الفكرة القائلة بأن اقتصادات الأسواق الصاعدة تزداد صلابة في مواجهة الصدمات المالية العالمية كلما قويت أطر حوكمة الشركات وحماية المستثمرين. ويضع الفصل مؤشرات جديدة للحوكمة على مستوى الشركات في اقتصادات الأسواق الصاعدة، ويستخدم مناهج تجريبية مبتكرة. وتوضح النتائج أن تحسين حوكمة الشركات يزيد من عمق وسيولة الأسواق الرأسمالية، مما يتيح لها استيعاب الصدمات بشكل أفضل. كذلك تؤدي حوكمة الشركات إلى تحسين كفاءة أسواق الأوراق المالية، مما يجعل أسعار الأسهم أقل حساسية للصدمات الخارجية وأقل عرضة للانهيانات. فعلى سبيل المثال، يؤدي الانتقال من الحد الأدنى إلى الحد الأعلى في مؤشرات الحوكمة على مستوى البلدان والشركات إلى تقليص أثر الصدمات العالمية بنحو ٥٠%، في المتوسط، بالنسبة لشركات الأسواق الصاعدة. وبوجه عام، تزداد قوة الميزانيات العمومية للشركات في اقتصادات الأسواق الصاعدة التي تتسم بمستوى أفضل من حوكمة الشركات وحماية المستثمرين. فعادة ما تكون نسب الدين قصير الأجل واحتمالات عدم السداد أقل في الشركات الأفضل حوكمة، كما تكون هذه الشركات أقدر على الاقتراض بأجال استحقاق أطول. وبالتالي، يقل تعرضها لنضوب التمويل، مما يعزز استقرارها المالي.

وتتعزيز الحجج المؤيدة لمزيد من الإصلاح في ضوء مزايا الاستقرار السياسي التي تصاحب تحسين حوكمة الشركات. ولا يوجد نموذج وحيد في هذا الصدد، لكن أطر الحوكمة الرشيدة للشركات تتسم ببعض الخصائص المشتركة. وبالتالي، يقدم هذا الفصل التوصيات التالية على صعيد السياسات:

- ينبغي أن تواصل كل اقتصادات الأسواق الصاعدة إصلاح أطرها القانونية والتنظيمية والمؤسسية لتعزيز فعالية نظم حوكمة الشركات ودعم إلزامية تطبيقها.
- ينبغي أن تواصل معظم اقتصادات الأسواق الصاعدة دعم حقوق المستثمرين الخارجيين، ولا سيما صغار المساهمين.
- ينبغي تحقيق الاتساق الكامل بين متطلبات الإفصاح والممارسات الدولية الفُضلى في كثير من اقتصادات الأسواق الصاعدة. وسيكون من المفيد، على الأرجح، تشجيع مزيد من الاستقلالية لمجالس الإدارة.