

# ثقة

## ... وأكثر من ذلك

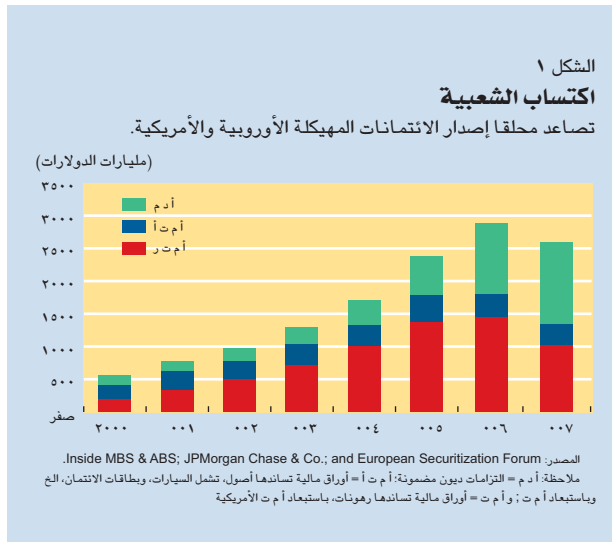
لورا كودرس  
Laura Kodres

يكمن في الحوافز  
الأفضل لكل  
القوى الفاعلة في  
السوق مفتاح زيادة  
الاستقرار المالي

يتعين عليك أن تنهض وترقص» - كما أخبر تشارلس برنس الرئيس التنفيذي لسيتي جروب، أحد الصحافيين. ومثلما حدث في أزمات ائتمان كثيرة سابقة، كانت رخاوة معايير الائتمان خلال سَعار الإقراض هي السبب في المجموعة الأولية من الخسائر. ورغم أن هذا الحدث أطلق له العنان، تزايد تأخر سداد القروض العقارية في الولايات المتحدة - خاصة في سوق الرهونات دون الممتازة - فإن تأثير الصدمة كان شديدا بصفة خاصة. وقد أخفى إبهام وغموض الحشد المتنامي من منتجات الائتمان المهيكلية، موقع وحجم وفعالية المراكز المحفوظ بها - أحيانا حتى عن المؤسسات المالية نفسها. كما فاجأت الأزمة الآخذة في الاتساع، كثيرين من المستثمرين وأثارت أعصابهم. وحل المشاكل لن يكون سهلا لأن الحوافز التي استندت إليها الأزمة مترسخة عميقا في سلوك القطاع الخاص، بل وحتى تشجيعها التنظيمات أحيانا. لكن المشاكل تستحق اهتماما خاصا لأن تأثيرات الأزمة شرعت تصل إلى رقعة عريضة من المواطنين العاديين في كثير من البلدان.

الحالية هي أسوأ أزمة أصابت الأسواق المالية المتطورة خلال عقود، وهي لم تنته بعد. وفي التسابق نحو الأزمة، شجع انخفاض سعر الفائدة الأسمية، والسيولة الوفيرة، وقلة تقلب الأسواق المالية، والإحساس العام بالرضا، أنواعا كثيرة من المستثمرين على تحمل مزيد من المخاطر. فقد كان من المتوقع أن تستثمر الفترة الممتدة من الأحوال الحميدة في السوق المالية، وكان النمو العالمي قويا، ويدت التجاوزات السابقة في فقاغات شركات الشبكات العنكبوتية في البورصة ماضيا بعيدا. خلاصة القول، أن الكثيرين كانوا يعتقدون في ظهور أنموذج جديد للأسواق المالية. ومن ثم، أصبح الاستثمار في أصول واستراتيجيات أكثر خطورة هو القاعدة، عادة مع فهم قليل للمخاطر الأساسية وعدم كفاية رأس المال اللازم لدمعها.

وعلى الرغم من التحذيرات المتكررة من القطاع الرسمي بأن الاستقرار المالي يمكن أن يضار من جراء شدة «البحث» عن العائد، استمرت حوافز القطاع الخاص تشجع على تحمل مزيد من المخاطر. وبحلول ربيع ٢٠٠٧، بدأ حتى كبار المديرين في بعض من أكبر المؤسسات المالية يعربون عن قلق عام، خاصة فيما يتعلق بأوراق الائتمان المالية المهيكلية التي تساندها القروض والرهنونات دون الممتازة وتساهل عقود وشروط القروض التي ساندت أنشطة الشراء بأموال مقترضة. لكن نظرا لاستمرار انخفاض أسعار الفائدة ووفرة السيولة، استمر الطلب على منتجات الائتمان المهيكلية التي تحمل المرتبة الائتمانية أ ثلاثية وكسب عائد أعلى من الطبيعي، طليق العنان حتى منتصف ٢٠٠٧ (انظر الشكل ١). ولم تكن لدى المستثمرين معلومات وبصيرة كافيين لوقف انتشار الأوراق المالية التي يجري الإفراط في تسعيرها. وهكذا، كانت الضغوط التنافسية من أجل إصدار هذه الأنواع من المنتجات وبيعها شديدة لدرجة أن الإدارة العليا كانت تشعر بأنه «طالما أن الموسيقى تصدح، فإنه





الأخرى من الرهونات الأمريكية، والعقارات التجارية، وقروض الشركات، عندما يصبح الافتقار للانضباط الائتماني في الماضي واضحا مع تدهور الأحوال الاقتصادية، ويقدر صندوق النقد الدولي إجمالاً، أنه بالنسبة لكل أنواع المؤسسات المالية، سواء في الولايات المتحدة أو خارجها، فإن الخسائر المرتبطة بالولايات المتحدة قد تبلغ ٩٤٥ مليار دولار (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٨). وفي حين أن مثل هذه التقديرات عرضة للخطأ بطبيعتها - بسبب عدم دقة المعلومات عن مدى التعرض للمخاطر واستخدام أسعار السوق التي قد تغالي في قيمة الأوراق المالية

## «على الرغم من دعم البنوك المركزية للسيولة، وفي بعض الحالات أسعار الفائدة الأقل، فقد تعمقت الأزمة المالية واتسع نطاقها».

استناداً للأساسيات والتدفقات المالية - فإنها تشير إلى أنه لا يزال هناك مزيد من الخسائر يتعين الكشف عنه.

وهكذا تضررت ثقة الطرف المقابل، وتجد المؤسسات المالية ذات الميزانية العمومية الضعيفة التي تحتاج لجمع مزيد من رأس المال وضمنان توافر التمويل اللازم لها، أن القيام بذلك أكثر تكلفة. فقد ارتفعت تكلفة كل من التمويل برأس مال الأسهم والتمويل بالسندات. ويمكن تبين هذا بفحص تقييم السوق لخطر الإعسار. وحالياً تزيد هذه المخاطر مقيسة بعلاوات مقايضات إعسار الائتمان، بالنسبة للبنوك الكبرى في المتوسط، على ما كانت عليه في بداية ٢٠٠٧، مرتين ونصف المرة، رغم أنها قلت نوعاً ما بعد أن تقدم بنك الاحتياطي الفيدرالي لتيسير إدماج بنك جي بي مورجان تشيز لمؤسسة بير ستيرنز فيه (أنظر الشكل ٢). وإضافة لذلك، فإنه باستخدام تقنية تفحص فرص إعسار بنوك أخرى إذا أعسر بنك ما، زاد احتمال تعدد حالات الإعسار بصورة كبيرة أيضاً، مما يشير إلى أن ما يصل إلى خمسة بنوك ستعاني من الإعسار إذا ما أعسر بنك واحد. وهذا يعني أن المخاطر المعدية بين البنوك الرئيسية قد زادت أيضاً.

### جعل الأمور أسوأ حتى من ذلك

زاد عدد من الاتجاهات الحديثة، الوضع القائم سوءاً، فأولاً، هناك اعتماد متزايد على القياس الكمي للمخاطر، خاصة بالنسبة لمخاطر الائتمان، دون تطبيق نهج شامل لإدارة المخاطر. ففي السنوات الأخيرة، زاد اتقان عملية التحديد الكمي لمختلف المخاطر - خاصة مخاطر الائتمان. ومن الصعب بصفة خاصة تقييم منتجات الائتمان المهيكل المركبة لأنها لا تحتوي فقط على مخاطر الائتمان، وإنما تتضمن أيضاً مخاطر السيولة ومخاطر السوق. ولم تعرف شركات كثيرة كيف تصنفها في إطار نظمها لإدارة المخاطر، لأن مخاطر الائتمان والسوق يتم فحصها بصورة مستقلة عادة. وحتى عندما جرى فهم تعقد هذه المخاطر وتربطها على مستوى التشغيل، فإن المعلومات لم يتم نقلها بصورة فعالة أو لم يجر قبولها في رئاسة المنظمة. ومن ثم فقد تسربت هذه المخاطر في الشقوق في بعض الحالات واختفت.

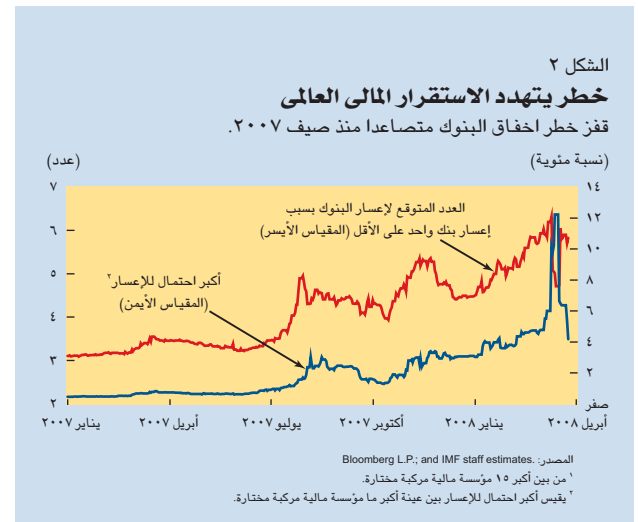
ثانياً، أدى تزايد تطبيق المؤسسات المالية (أساساً البنوك وصناديق التحوط) لقواعد اتخاذ القرارات استناداً إلى الأسعار التي تحددها السوق، إلى انخفاض أسعار في الأسعار من خلال عمليات البيع الجبري. ومثل هذا النوع من السلوك يمكن أن يحدث عندما تقل الأسعار المحددة من قبل سوق عن عتبة

الميزانية العمومية للبنك. وقد جرى تمويل هذه القنوت بأوراق تجارية تساندها أصول أقصر أجلاً، حيث شمل خصوم أدوات الاستثمار المهيكله نحو الثلث من الأوراق التجارية التي تساندها أصول والثلاثين من التمويل الأطول أجلاً. وكانت المشكلة أساساً هي مشكلة عدم وضوح - فالخيارات الدقيقة لهذه الكيانات ليست شفافة بالنسبة للمستثمرين في الأوراق التجارية التي تساندها أصول؛ كما لم تكن إستراتيجية التمويل معروفة بشكل عام. - سواء للجمهور المستثمر أو لبعض المشرفين على المصارف.

وعندما تدهورت الثقة، حول كثير من حائزي الأوراق التجارية التي تساندها أصول والتي تدعمها منتجات ائتمانية مهيكله غير سائلة، حيازاتهم إلى نقود، وقصروا أجل الاستحقاق الذي كانوا راغبين في قبوله، أو طالبوا بإيراد أكبر، خاصة عندما شكوا في أن منتجات الائتمان التي يحوزونها معرضة لمخاطر الرهن دون الممتاز. وكان لكثير من أدوات الاستثمار المهيكله وقنوته، حدود تسهيلات ائتمانية طارئة لدى البنوك الشريكة لها في حالة ما إذا قرر مشترو الأوراق التجارية التي تساندها أصول ألا يجدوا أجل أوراقهم التجارية. وقد أدى نزوب سوق الأوراق التجارية التي تساندها أصول في ٢٠٠٧ إلى عدم سيولة واسع النطاق في سوق ما بين البنوك، عندما جرى اللجوء لمثل هذه الحدود للتسهيلات الائتمانية الطارئة، أو عندما وضعت البنوك أصولاً لأدوات الاستثمار المهيكله أو قنوته في ميزانيتها العمومية لتفادي خطر تقوض سمعتها لدى المستثمرين. وإذا أصبحت البنوك غير واثقة من احتياجاتها من السيولة، فقد اكتنزت السيولة، مما زاد من تفاقم عدم السيولة في ما بين البنوك.

وفي البدء، وفرت البنوك المركزية السيولة في حالة الطوارئ للنظام المالي، لكن الحاجة للسيولة أصبحت مزمنة، مما فرض على البنوك المركزية استنباط طرق جديدة لتوفيرها. وغيّرت البنوك المركزية الكبرى عملياتها عادة - وفعل البعض ذلك على نطاق أكبر من غيره - لمواجهة انكماش السيولة الجارى. وفي بعض الحالات، كان على البنوك المركزية أن تقبل أنماطاً جديدة من الضمانات، أحياناً أقل نوعية، للإبقاء على مسيرة سوق ما بين البنوك.

وعلى الرغم من دعم البنوك المركزية للسيولة، وفي بعض الحالات أسعار الفائدة الأقل، فقد تعمقت الأزمة واتسع نطاقها. ولا تشمل الخسائر في المؤسسات المالية الكبرى حالياً، تلك المرتبطة بالرهونات الأمريكية دون الممتازة (على كل من القروض ومنتجاتها المهيكله المرتبطة بها على حد سواء) فحسب، بل تشمل أيضاً قروض تحقيق الفاعلية المالية ومنتجاتها المهيكله المرتبطة بها، والأنماط



ما محددة سلفا - تحدد عادة عند مستوى يكفل تفيدي وقوع مزيد من الخسائر، مثل آليات تفيدي الخسائر أو متطلبات الاقتراض بضمان أوراق مالية، أو تحديدها هيئة تنظيمية لحماية المستثمرين في صناديق المعاشات مثلا. وفي حين أن المحاسبة على أساس القيمة العادلة منهي مفيد في الأوقات العادية، فإنه قد يخلق فترا لا موجب له في التصور السائد عن القيمة إذا استخدمت أسعار السوق خلال فترات الشدة. ويمكن لهذا مقترنا بقواعد اتخاذ القرارات المتمتة، أن يززع الاستقرار. وعندما تصبح الأسواق غير سائلة وتنخفض الأسعار عند الافتقار إلى وجود مشتري نشطين، فإن المؤسسات المالية تقدر أو تقيم أوراقها المالية بالأسعار الجديدة الأدنى، الأمر الذي يجبرها بدوره على البيع إذا تم تخطى العتبة - مما يزيد الضغوط النزولية.

ثالثا، كشف الاستخدام المتزايد لتمويل الجملة والتمويل قصير الأجل لدعم نموذج الأعمال «بإبرام القروض ثم توزيعها» عن مصدر خطر جديد. وفي نموذج الأعمال الجديد هذا، وفيه تقسم القروض فوراً لحزم من المنتجات المورقة وتباع لمستثمرين آخرين، يعتمد نمو الائتمان (المورق) بدرجة أكبر على استعداد المستثمرين لحيازة أوراق تجارية ومالية تساندها أصول لتمويل الأصول المورقة حديثا، ويعتمد بدرجة أقل على المودعين المستقرين لأجل قصير وطويل في البنوك لتمويل القروض التقليدية. ويعني هذا التغيير الهيكلي أن السيوالة يتم الاحتفاظ بها في شكل ودائع مستقرة طويلة الأجل، وبدلا من ذلك تعتمد البنوك على «عطف الغرياء». وقد فاقم نطاق هذا التعرض للخطر، الأزيمة، إذ نصبت أسواق التمويل التي تعمل جيدا عادة، وتباطأ بصورة مثيرة خلق الائتمان عن طريق المنتجات المورقة. لم تكن فكرة توزيع المخاطر عبر شتى أنحاء الأرض، كما قدر من قبل، تعني أن مخاطر الائتمان المحلي يمكن توزيعها على من هم أكثر قدرة على حيازتها، بل كان يعني أن تتحمل البنوك التي تشكل حزما من المنتجات المورقة هذه المخاطر في نهاية المطاف.

### الحوافز، الحوافز، الحوافز

إذن ما الذي يمكن عمله لحل المشكلة؟ إن أي بائع للعقارات في سوق العقارات سوف يخبر المشتري المحتمل بأن هناك ثلاثة عناصر أساسية للاستثمار في الممتلكات هي «الموقع والموقع والموقع». وفي الأسواق المالية العالمية، فإن الإجابة هي «الحوافز، الحوافز، الحوافز». فهناك حوافز كثيرة تؤثر على سلوك السوق المالية - بعضها جزء من كيفية عمل الأسواق الطليقة، وبعضها تفرضه القواعد والتنظيمات وجميعها يصعب تغييرها.

مشاكل إدارة المخاطر. ما لم يتغير هيكل الحوكمة داخل المؤسسات المالية الكبرى بحيث يتوافر لكل من مديري المخاطر ومديري الأعمال التنفيذيين على حد سواء، وزن متكافئ في أعين الإدارة العليا، فمن غير المرجح أن يولي كبار المديرين اهتماما كافيا للجانب المتعلق بالمخاطر في المفاضلة بين المخاطر والجوائز. وفي الوضع المثالي، يتعين أن يتم الدفع للسماسرة على أساس تحديده المخاطر، ويتم الدفع للإدارة على أساس تحديده الدورات الاقتصادية. ويقضى هذا على المشكلة المزوجة المتعلقة بعدم إيلاء اهتمام كاف للمخاطر في أوقات الازدهار وأن السماسرة يتم دفع أجر لهم مقابل مراهنات تغل أرباحا عالية للشركة لكنها خطيرة جدا (وربما لا يكتشف ذلك إلى في الأجل الطويل بعد دفع المكافأة). ينبغي مكافأة مديري المخاطر على التحليل الجيد لإدارة المخاطر - حتى وإن لم تعمل الإدارة العليا بنصحتهم.

ولكى تحدث مثل هذه التغييرات، إما أنه يتعين على حملة الأسهم، أن يصروا عليها باعتبارها جزءا من الأداء طويل الأجل (ومن ثم يتعين أن تكون في ذاتها

موجهة للأجل الطويل)، وإما يتعين على جهات التنظيم أن تفرضها لعلاج المخاوف من عدم الاستقرار المالي، والتي لن تعالجها الشركات فرادى، بسبب طبيعتها «كسلعة عامة».

نموذج إصدار القروض لتوزيع عيبتها. في ذروة الدورة الاقتصادية، كان في مقدور مصدري القروض أن ينقلوها إلى آخرين دون أن يتعين عليهم الاحتفاظ بمخاطر القروض لأنفسهم. وحيث إنهم لا يحتفظون بأى مخاطر، فقد كان حافظهم قليلا على فحص قدرة المقترض على السداد. وكانت الحالات الصارخة أكثر من غيرها هي ما سمي قروض النينجا - وهي القروض التي لا تشترط دخلا أو وظيفة أو أصولا.

ويمكن توفير الحوافز على الالتزام بالانضباط المالي، إذا احتفظ مصدر القروض ببعض احتمالات مخاطر القروض في المستقبل - إما من خلال التنظيمات أو إصرار المستثمرين المحتملين في المنتجات المورقة عليها. وذلك في الحالتين، أمر يصعب تحقيقه. وهناك عدة طرق لتعويض مخاطر القروض، حتى عندما تظل مدرجة في الميزانية العمومية. فاستخدام المشتقات أمر شائع، وبعض الأساليب المعقدة يصعب ربطها بالقروض نفسها، مما يجعل التحقق عسيراً. وبدلا من ذلك، يمكن مطالبة مصدر القروض بضمان أنه يصدر قروضا «جيدة» (ربما بالاحتفاظ بنسبة محددة سلفا من القروض إلى القيم، أو من مستويات المدفوعات إلى الإيراد لدى المقترض)، محتفظا ببعض المخاطر في ميزانيته العمومية دون تكوين احتياطي للتحوط منها، ورصد القروض. وإنفاذ هذا يستغرق وقتا طويلا ويقتضى موارد إضافية للإشراف. وختاما، فإن جهات تنظيم البنوك في الولايات المتحدة أصدرت في الصيف الماضي، إرشادات جديدة أكثر حزما للبنوك بأن تكبح جماح أنفسها في إصدار الأنواع الأكثر خطورة من قروض الرهن، مع تبني عدة ولايات إرشادات لمصدري الرهونات غير المصرفية.

أدوات خارج نطاق الميزانية العمومية. هناك قضية مرتبطة بهذا هي الحافز القانوني المتعلق بتكلفة وضع الأصول وتمويلها خارج أدوات الميزانية العمومية، حيث تكون المخاطر أقل وضوحا بالنسبة للمستثمرين في المؤسسات المالية الأم، وكذلك بالنسبة لجهات الإشراف والتنظيم. وربما يساعد الانتقال لقواعد أفضل لكفاية رأس المال بالنسبة للبنوك القطرية في شتى أنحاء العالم - المعروفة باسم إطار بازل الثاني - في التقليل من الحافز على استخدام الأدوات الخارجة عن الميزانية العمومية، ولكن ذلك لن يحدث إلا إذا استخدمت جهات الإشراف على نحو كامل حريتها في التقدير للحكم على ما إذا كانت المخاطر يتم نقلها فعلا لمثل هذه الكيانات، وما إذا كانت البنوك مؤهلة بذلك لحصول إغاثة برأس المال. وحتى عندئذ، يقتضى الأمر مراجعة القواعد المتعلقة بما إذا كان هناك قدر كاف من رأس المال محتفظ به لمواجهة حدود التسهيلات الائتمانية الطارئة التي تدعم الكيان الخارج عن الميزانية العمومية، إلى جانب القواعد التي تحكم توحيد الديون عبر الشركات الفرعية التابعة.

وكالات التصنيف الائتماني: نظرا لأن وكالات التصنيف الائتماني تتلقى أجراها من مصدري القروض الذين يطلبون التصنيف، فقد يكون لديها حافز لتصنيف الأوراق المالية المعنية بأعلى كثيرا من قيمتها لتضمن قدرة مصدرها على جذب المشتريين، وتتفادي عندما تتدهور الظروف، أن تنزل بمرتبة التصنيف الائتماني سريعا ليبدو أن لديها نظاما للتصنيف مستقرا وموثوقا به. ويتم التخفيف من هذه الحوافز المعاكسة، بدرجة ما على الأقل، بفعل الحاجة إلى الاتسام بالدقة والواقعية في عملية تحليل مخاطر الائتمان وذلك لضمان المصداقية والطلب النهائي على الأوراق المالية المصنفة.

حسب البلدان، وربما حسب نوع المؤسسة المالية، لكن يجب أن يتجه صوب جعل المؤسسات المالية تتحمل قدرا أكبر من تكاليف توفير الضمانات ضد أحداث السيولة المعاكسة بأكثر مما حدث في الماضي.

ويتمثل منهج لذلك في مطالبة المؤسسات بأن تحتفظ بمزيد من الأصول السائلة قصيرة الأجل التي تستطيع أن تستخدمها كضمان للقروض المقدمة إما من المؤسسات الأخرى أو من البنوك المركزية. ونسب الأصول السائلة هذه شائعة في أجزاء كثيرة من العالم، لكن الأمر يقتضى تحديثها لتأخذ في الاعتبار الأنواع الجديدة من الصكوك السائلة أو نسباً أعلى. وهناك طريق آخر هو دفع المزيد مقابل التأمين أو مقابل تسهيلات السيولة الطارئة. وتشترى البنوك بالفعل مثل هذا التأمين، لكن هناك تساؤلات بشأن ما إذا كان يمكن الاعتماد على هذه العقود في حالة وقوع حدث نظامي. وهكذا، فإن مثل هذا التأمين يمكن أن يكون أكثر كفاءة، إذا تم توفيره علانية. ومن الناحية النظرية، فإن تجميع مخاطر السيولة داخل مؤسسة عامة، مثل البنك المركزي، قد يكون مفضلاً عن التأمين الذي يقدمه القطاع الخاص.

\*\*\*\*\*

وقد أثارت الأحداث الأخيرة عددا من الأسئلة الصعبة بشأن كيف يمكن لمشكلة الرهونات دون الممتازة أن تتدهور إلى الحد الذي يهدد الاستقرار المالي العالمي. بل ويتمثل تحد أكبر في التوصل لطرق عملية قابلة للتطبيق لتصحيح الحوافز والهيكل المترسخة - سواء في السوق أو في أنظمة الإشراف والتنظيم - التي أحدثت اضطرابا عميقا في الوساطة المالية على حساب الرفاهية المالية لمواطني بلدان كثيرة، كثيرون منهم بعيدون عن المركز السطحي للأزمة. ■

لورا كودرس رئيسة شعبة في دائرة أسواق النقود ورأس المال في صندوق النقد الدولي.

المراجع:

International Monetary Fund (IMF), 2007, Global Financial Stability Report, October, World Economic and Financial Surveys (Washington).

—, 2008, Global Financial Stability Report, April, World Economic and Financial Surveys (Washington).

وعقب الأحداث الأخيرة، وافقت وكالات التصنيف حاليا على القيام بمحاولة لتطوير «جدران مانعة لانتشار الحرائق» بين مختلف أجزاء أعمالها حتى تكون هناك مراجعات مستقلة بين الأجزاء التي تقوم بالتصنيف الأولى وتلك المسؤولة عن تغيير التصنيف الائتماني على مر الزمن. وهذه خطوة في الاتجاه الصحيح، لكن الخبرة نادرة فيما يتعلق بهذه المنتجات المركبة، وتبين وفورات الحجم في جمع المعلومات عن المنتجات المركبة وتحليلها أن الإبقاء على مجالين مستقلين داخل الوكالة الواحدة أمر مكلف وغير كفء. وقد اقترح البعض أن تتولى الوكالات التنظيمية القيام بدور فحص تحاليل وكالات التصنيف ونمذجتها باعتبار ذلك مراجعة ثانية على الدقة، لكن مرة ثانية، فإن الأمر يقتضى مقارنة ندرة الخبرة والنفقات الإضافية بالمنافع المتحققة.

تمويل الجملة. وأخيرا، هناك حافظ لدى المؤسسات المالية على حماية أنفسها بصورة غير كافية في مواجهة أحداث السيولة النظامية. فقد حرك الاتجاه نحو استخدام تمويل الجملة، وجود مناخ لسعر الفائدة المنخفض والمستقر والانتقال صوب الأصول الأكثر قابلية للتداول في الميزانيات العمومية للبنوك. ويعنى هذا أن تمويل الجملة أرخص وأكثر كفاءة - ولكن فقط في «الأوقات الطيبة»، عندما يسهل الحصول عليه وعندما تتحول الأمور للأسوأ، يفر المستثمرون الذين كانوا يقدمون هذه الأموال نحو الأصول الأعلى نوعية، مما يجعل حصول البنوك على تمويل راسخ أكثر صعوبة. وعندما تسوء الأمور بقدر كاف، يفترض كثير من المؤسسات المالية الكبرى أن البنوك المركزية ستسد الفراغ.

بالطبع، إن مشاكل التمويل في مؤسسة بمفرها ليست أمرا مرضيا مطلقا، ولكن إذا واجه معظم المؤسسات نفس الصعوبات، فإن مسؤولية المؤسسة عن حماية نفسها تكون أقل إلحاحا. وحيث إن المؤسسات لا تستطيع مطلقا التيقن من أن مشاكل التمويل التي تعانيتها ستثير رد فعل على نطاق نظام البنوك المركزية كله، فإن لديها بعض الحافز لتحسين نظم إدارة مخاطر السيولة الخاصة بها، لكن ذلك لن يحدث إلا بقدر إدراكها أن البنوك المركزية يحتمل أن تهب للإنقاذ - مثلما فعلت.

وهكذا، فإنه إذا كان الاستقرار على نطاق النظام مهما، وكانت الشركات تفتقر للحافز على أن توفر لنفسها حماية كافية للسيولة، فإن شكلا ما من الإشراف أو الرقابة التنظيمية سيكون أمرا مطلوبا. ويمكن لهذا الشكل أن يتباين

**IMF Survey**  
مسح صندوق النقد الدولي

يرجى زيارة موقع مجلة المسح لصندوق  
النقد الدولي على الإنترنت وهو

[www.imf.org/imfsurvey](http://www.imf.org/imfsurvey)

