



Singapore financial district.

أسواق أعمق تساوي رأس مال أقل تكلفة

إصلاحات القطاع المالي يمكن أن تساعد على خفض تكلفة رأس المال وحفز الاستثمار ودعم إعادة التوازن في آسيا

سانجاي كالرا
Sanjay Kalra

فرصة للتوسع

لا تزال الأنظمة المالية في عدد من الاقتصادات الآسيوية تخضع لهيمنة البنوك، وليس لديها سوى أسواق صغيرة للسندات بالعملة المحلية يقل فيها إصدار سندات الشركات. كما أن رسملة سوق الأوراق المالية متدنية نسبيا في كثير من البلدان مقارنة بالاقتصادات المتقدمة في آسيا وخارجها، فضلا على محدودية المشاركة الأجنبية في أسواق الأسهم والسندات. وبالفعل فإن التحركات الكبيرة في أسعار الأوراق المالية التي تولدها النوبات الدورية لتدفقات رؤوس الأموال الوافدة تشير جزئيا إلى محدودية عمق سوق الأوراق المالية ومدى اتساعها. وإجمالا، فهناك عدد من الأنظمة المالية للبلدان الآسيوية التي تحتاج إلى النمو والتنوع. وتنتقي الشركات الآسيوية من بين خيارات تمويل القروض المتاحة، كما أنها تنشط في البحث عن بدائل للتمويل المصرفي لو كانت أسواق رأس المال أعمق وأكثر سيولة. فعلى سبيل المثال، كان هناك فورة كبيرة مفاجئة - لكنها مؤقتة - في إصدار الأوراق المالية للشركات في أسواق سندات الدين بالعملة المحلية في خضم الأزمة المالية العالمية في ٢٠٠٨. وكان يمكن في ذلك الوقت القول بأن احتياجات تلك الشركات إلى التمويل كانت محدودة، وكان إصدار الأوراق المالية للشركات يعكس تحولا من التمويل المصرفي إلى أسواق السندات للاستفادة من انخفاض فروق أسعار الفائدة (دراسة Kalra and Oner, 2010).

تكلفة الأعمال

إن المجال متاح أمام الأنظمة المالية الآسيوية لتخفيض التكلفة وزيادة الكفاءة في تخصيص رؤوس الأموال. إذ يمكن إجراء مزيد من التخفيض في تكلفة رأس المال في بعض الاقتصادات، منها الهند وإندونيسيا وماليزيا وتايلاند، لكي تصل إلى مستويات الأجهزة المصرفية الأخرى في المنطقة (في أستراليا وكوريا ونيوزيلندا وسنغافورة). ويمكن تخفيض تكلفة الأعمال المصرفية بإجراء إصلاحات في القطاع المالي لتقوية الميزانيات العمومية في البنوك، وتقليل القروض المتعثرة، وتحسين معلومات الائتمان. وبالإضافة إلى ذلك، ففي بلدان مثل إندونيسيا، قد يساعد الإصلاح الهيكلي الذي يقلل مخاطر الائتمان في تخفيض أسعار الفائدة على القروض - وذلك على سبيل المثال، من خلال إجراءات أوضح بخصوص الضمانات وإجراءات إشهار الإفلاس.

وتنعكس مقاييس التكلفة للأجهزة المصرفية للاقتصادات في التكلفة الكلية لرأس المال التي تتحملها الشركات. والمقاييس البسيطة لتكلفة رأس المال توضع الأمر بإيجاز: ترتفع تكلفة رأس المال بوجه عام في البلدان ذات التكاليف المصرفية الأعلى (راجع الرسم البياني).

أدى

الجدل العالمي الدائر حول الاختلافات إلى وضع مسألة المدخرات «الزائدة» في آسيا قيد الفحص الدولي الدقيق. وعلى الرغم من أن الجدل كان يتركز في أغلبية على دور الصين، فإن التوازنات بين الادخار والاستثمار في بلدان أخرى، خاصة بلدان رابطة أمم جنوب شرق آسيا (آسيان)، بما في ذلك إندونيسيا وماليزيا والفلبين وتايلاند، صارت هي الأخرى تجذب الانتباه.

فهل تدخر آسيا أكثر مما يجب أم تستثمر أقل مما يجب؟ إن الإجابة تختلف بين الاقتصادات، فبعضها يحتاج لتقليل المدخرات، في حين يحتاج البعض الآخر إلى زيادة الاستثمار. ولكن ما يمكن فعله لتصحيح الاختلافات هو أمر مهم لأغلب الاقتصادات. ويوضح البحث الذي أجري أخيرا (دراسة Kalra, 2010 وOura, 2008) أن الاستثمار في بعض الاقتصادات الآسيوية - وبالتحديد، إنفاق الشركات على استثمار رأس المال - سيكون أعلى لو تمكنت إصلاحات القطاع المالي من تقليل تكلفة رأس المال وزيادة الكفاءة في تخصيص رؤوس الأموال. فذلك من شأنه أن يخفف من الاختلافات.

أنظمة أكثر قوة

تجاوزت الاقتصادات الآسيوية حتى الآن هجمة الركود العالمي أخيرا ببسر أكبر مما حدث في الأزمات السابقة. فقد تحسنت موارد الشركات الآسيوية بدرجة ملحوظة منذ أزمة عام ١٩٩٧. وتراجع تمويل الشركات عن طريق الديون وارتفعت الربحية والسيولة. كما تحسنت بشكل كبير مؤشرات التعرض للمخاطر، وانخفضت احتمالات تعثر قطاع الشركات في الوفاء بالتزاماته عما كان منذ عقد مضى. وباختصار، هناك شواهد على أن الممارسات المالية للشركات أكثر سلامة وقوة في عدد من البلدان الآسيوية التي ضربتها الأزمة. كما ازدادت الأنظمة المالية في الإقليم قوة. وعلى وجه الخصوص، تحسنت المؤشرات المالية للأجهزة المصرفية على مدى العقد الماضي. لذلك فإن الاقتصادات الآسيوية تستطيع الآن زيادة الإنفاق على الاستثمار لتلبية الطلب المتزايد في بلدانها عندما تستعيد توازنها بالاتجاه نحو مصادر محلية للنمو وتستفيد بأقصى قدر ممكن من الانتعاش العالمي.

وستتوقف كيفية استفادة البلدان الآسيوية من هذه الفرص، جزئيا، على مدى نجاح أنظمتها المالية في تخصيص الأموال القابلة للاستثمار بين المشروعات الاستثمارية المختلفة، وذلك عن طريق تقليل تكلفة رأس المال وتوجيه الأموال إلى المجالات الأشد احتياجا إليها. وتستطيع إصلاحات القطاع المالي أن تساعد في كلا الأمرين.



خاصة عند مقارنتها بأسواق أكثر تقدماً مثل الولايات المتحدة، حتى أن القيود التي تعوق استعادة التوازن تختلف على الأرجح بين الاقتصادات. كما أن هناك اختلافات بين قطاعات النظام المالي الواحد.

وفيما يتعلق ببعض الاقتصادات، مثل الهند وتايلند، توجد شواهد على وجود عيوب في القطاع المالي ككل، ووجود قيود على تمويل الشركات. أما في بلدان أخرى، فالشواهد أكثر ضعفاً على العيوب المالية. ففي كوريا وماليزيا ومقاطعة تايوان الصينية - التي لديها قطاعات غير مصرفية أعمق - يبدو أن الأنظمة المالية تخصص رؤوس الأموال بكفاءة أكثر. ويبدو أن أسواق الأسهم وسندات القروض بشكل خاص أنجح من الجهاز المصرفي في تخصيص التمويل بين القطاعات والشركات.

ولكن هذا الأمر لا ينطبق إلا على الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية والتي لديها فرصة الحصول على التمويل الخارجي. إلا أن كثيراً من الشركات في بلدان عديدة - وأغلبها مؤسسات صغيرة ومتوسطة الحجم وليست مدرجة في أسواق الأوراق المالية - لا يستطيع الحصول على تمويل خارجي من خلال أسواق مالية منظمة. ولا تزال قيود التمويل شديدة على هذه الشركات، وهي تعتمد بشكل كبير على المصادر الداخلية لتمويل نموها. ويمكن توقع أن تؤدي إصلاحات القطاع المالي إلى تخفيف القيود بالنسبة للشركات غير المدرجة في أسواق الأوراق المالية.

تدابير الإصلاح

هناك بالفعل مبادرات جارية في بلدان آسيوية - على المستويين الوطني والدولي - من أجل توسيع الأنظمة المالية وإصلاحها. فعلى سبيل المثال، قامت تايلند بوضع المخطط الشامل الثاني للقطاع المالي والمخطط الشامل لتطوير أسواق رأس المال. واتخذت ماليزيا مؤخراً تدابير لزيادة تحرير قطاعها المالي وتنمية التمويل الإسلامي في كل من قطاع البنوك وأسواق رأس المال. وعلى المستوى الدولي، هناك مبادرة أسواق السندات الآسيوية وهي مبادرة لرابطة أمم جنوب شرق آسيا والصين واليابان وكوريا (آسيان + 3) والتي بدأت في عام 2003. وتهدف هذه المبادرة إلى تكوين أسواق سندات تتوافر لها السيولة وتتسم بالكفاءة، مما يسر استخدام المدخرات الآسيوية في الاستثمارات الآسيوية. وقد قطعت هذه المبادرة شوطاً بعيداً في تعزيز أسواق السندات بالعملة المحلية. ويتم الربط بين الأسواق المالية على مستوى آسيا ككل لتحسين تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود في منطقة آسيان.

وستزيد هذه الإصلاحات أسواق آسيا المالية عمقا وكفاءة، الأمر الذي سيساعد بدوره في خفض تكلفة رأس المال ويحفز الاستثمار ويعزز استعادة التوازن في آسيا. ■

سانجاي كالرا نائب رئيس قسم في إدارة آسيا والمحيط الهادئ في صندوق النقد الدولي.

المراجع:

Ameer, Rashid, 2007, "Time-Varying Cost of Equity Capital in Southeast Asian Countries," Asian Economic Journal, Vol. 21, No. 2, pp. 207-38.

Kalra, Sanjay, 2010, "Thailand: The Corporate Sector, Financial Reforms, and Rebalancing" (unpublished).

—, and Ceyda Oner, 2010, "Asian Local Currency Bond Markets: A New 'Spare Tire'?" (unpublished).

Oura, Hiroko, 2008, "Financial Development and Growth in India: A Growing Tiger in a Cage?" IMF Working Paper 08/79 (Washington: International Monetary Fund).

ونظراً لأن أسواق الأسهم وسندات الشركات صغيرة نسبياً في عدد من البلدان الآسيوية، فإن تكلفة الانتماء من البنوك هي التي تحدد تكلفة رأس المال. ووضعت دراسة Karla 2010، على منوال دراسة Ameer 2007، مقاييس لتكلفة رأس المال تشمل تكلفة الأسهم ورأس المال المقترض، وهي مقاييس شاملة لتكلفة رأس المال التي تشمل نسب الأسعار إلى الأسهم، وآفاق النمو، وسعر الفائدة على القروض وفئات الضرائب على دخل الشركات في البلدان المعنية.

ومن الأرجح أن تؤدي المقاييس التي تقلل تكلفة رأس المال إلى تحفيز الاستثمار. وتشير التحليلات التجريبية للإنفاق الرأسمالي على مستوى الشركات إلى أن تكلفة التمويل تعد عاملاً رئيسياً يحدد الإنفاق الرأسمالي: حيث إن انخفاض تكلفة رأس المال يرتبط بارتفاع الإنفاق الرأسمالي للشركات.

ويصدق ذلك على طائفة من الاقتصادات في آسيا - في الهند وإندونيسيا وكوريا وماليزيا ومقاطعة تايوان الصينية وتايلند - وعلى المصادر البديلة للتمويل الخارجي للإنفاق الرأسمالي؛ أي القروض والأسهم. كما أن الإنفاق الرأسمالي أكثر حساسية لتكلفة القروض في بعض الاقتصادات (كوريا وماليزيا ومقاطعة تايوان الصينية)، وقد يرجع ذلك إلى ارتفاع مستوى رسملة سوق الأوراق المالية وحجم وأسواق الأسهم الأكبر بكثير مقارنة بإجمالي الناتج المحلي.

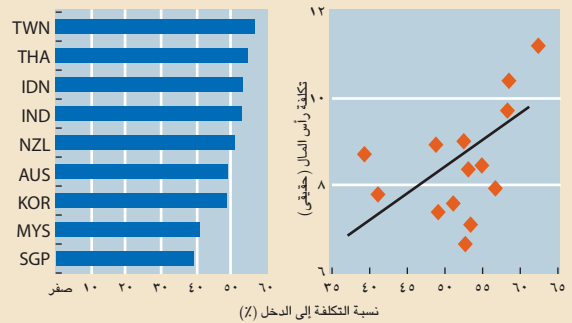
كفاءة التخصيص

هل هناك عيوب في الأسواق المالية الآسيوية يمكن تسويتها عن طريق الإصلاحات - أي أن تكون تكاليف المعاملات مرتفعة أو تجعل من الصعب على الشركات أن تقتصر؟ قد تنشأ العيوب نتيجة لطائفة متنوعة من الأسباب، مثل الهيكل المؤسسي، وحجم السوق المالية، والثغرات في المعلومات. وهناك شواهد على أن مثل هذه العيوب تعوق كفاءة تخصيص رؤوس الأموال بين القطاعات والشركات في آسيا.

ومن الطبيعي أن العيوب وقيود التمويل تتباين فيما بين القطاعات والبلدان

تكاليف البنوك

عمدت بعض البنوك الآسيوية إلى تخفيض تكاليف مزاولتها للأعمال؛ وفي استطاعة هذه البنوك التي تقوم بذلك أن توفر رأس المال بتكلفة أقل.



المصادر: قواعد بيانات Bankscope و Worldscope، وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.
TWN = مقاطعة تايوان الصينية، THA = تايلند، IND = إندونيسيا، IDN = الهند، NZL = نيوزيلندا، AUS = أستراليا، KOR = كوريا، MYS = ماليزيا، SGP = سنغافورة