

المحاضرة 01:

مدخل إلى النظام المالي: مكونات النظام المالي، التمويل المباشر والتمويل غير المباشر

المرجع الأساسي: Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2006). *Financial markets and institutions*. Pearson Education India.

(للتفصيل أكثر راجع الفصل 2 من الكتاب)

الأهداف:

- التعرف على النظام المالي (Financial System) ومكوناته الرئيسية.
- التمييز بين التمويل المباشر (Direct Finance) والتمويل غير المباشر (Indirect Finance).
- فهم دور الأسواق المالية والمؤسسات المالية في النظام المالي.

الكلمات المفتاحية:

- النظام المالي (Financial System)
- التمويل المباشر (Direct Finance)
- التمويل غير المباشر (Indirect Finance)
- الأسواق المالية (Financial Markets)
- المؤسسات المالية (Financial Institutions)
- السيولة (Liquidity)
- المخاطر المالية (Financial Risk)

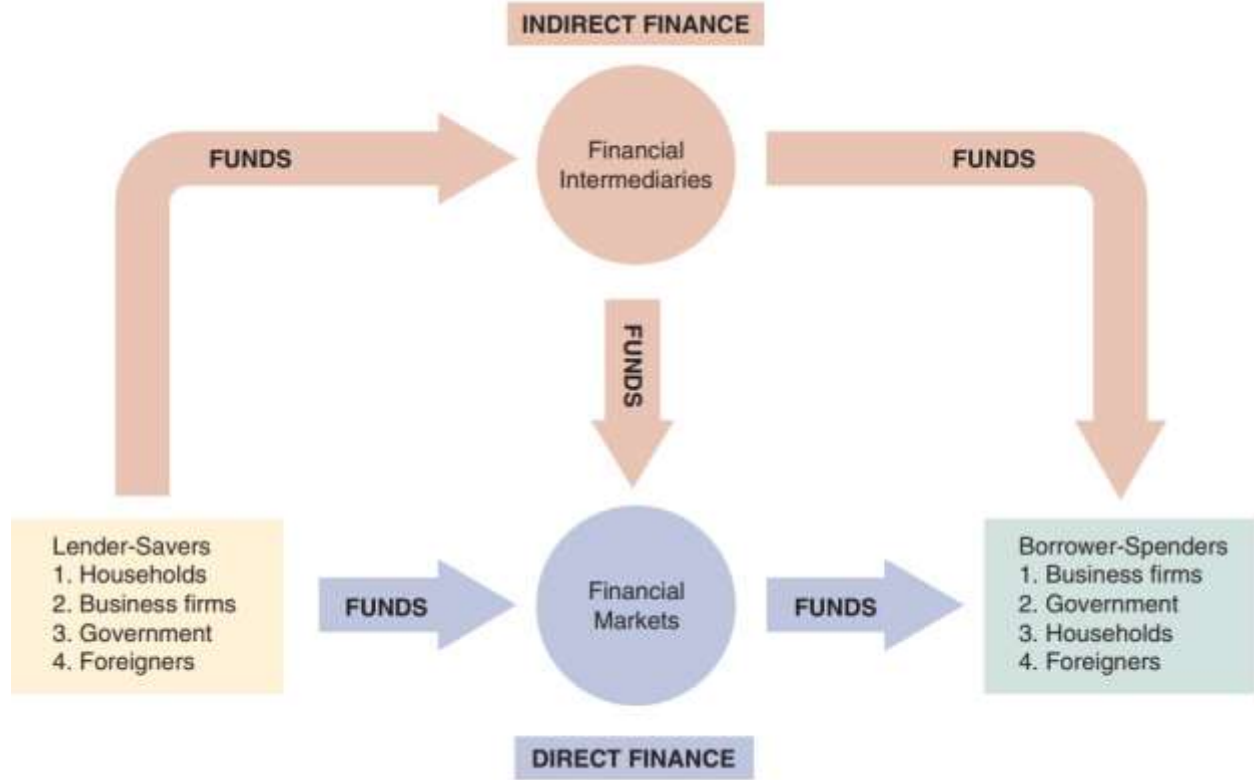
تمهيد

لدى الأسواق المالية (أسواق السندات والأسهم) والوسطاء الماليون (البنوك، شركات التأمين، صناديق التقاعد) وظيفة أساسية تتمثل في جمع الأشخاص الذين بحاجة إلى التمويل والآخرين الذين لديهم فائض في الأموال من خلال نقل الأموال من أولئك الذين لديهم فائض في الأموال إلى أولئك الذين يعانون من نقص في الأموال. بشكل أكثر واقعية، عندما تقوم شركة "آبل" بابتكار "iPod" أفضل، قد تحتاج إلى أموال لطرحه في السوق. وبالمثل، عندما تحتاج حكومة محلية

إلى بناء طريق أو مدرسة، قد تحتاج إلى أموال أكثر مما توفره الضرائب المحلية على الممتلكات. لذا، فإن الأسواق المالية الفعّالة والوسطاء الماليين هم أساسيون لصحة اقتصادنا. لدراسة تأثير الأسواق المالية والوسطاء الماليين على الاقتصاد، نحتاج إلى فهم هيكلهم العام وكيفية عملهم. في هذه المحاضرة سنتعرف على مكونات النظام المالي.

1. وظيفة الأسواق المالية

تؤدي الأسواق المالية (Financial markets) الوظيفة الاقتصادية الأساسية المتمثلة في توجيه الأموال من الأسر والشركات والحكومات التي قامت بتوفير فائض من الأموال من خلال إنفاق أقل من دخلها إلى أولئك الذين يعانون من نقص في الأموال لأنهم يرغبون في إنفاق أكثر من دخلهم. تظهر هذه الوظيفة بشكل تخطيطي في الشكل 1. الأشخاص الذين قاموا بالتوفير ويقومون بإقراض الأموال، أي المقرضين المدخرين (lender-savers)، يوجدون على اليسار، وأولئك الذين يجب عليهم اقتراض الأموال لتمويل إنفاقهم، أي المقترضين المنفقين (borrower-spenders)، يوجدون على اليمين. تعد الأسر أحد المقرضين المدخرين الرئيسيين، ولكن في بعض الأحيان تجد الشركات التجارية والحكومات (وخاصة الحكومات المحلية والولايات) وكذلك الأجانب وحكوماتهم أنفسهم يمتلكون فائضًا من الأموال ويقومون بإقراضها. أما المقترضين المنفقين الأكثر أهمية فهم الشركات والحكومات (governments)، ولكن الأسر والأجانب أيضًا يقترضون لتمويل مشترياتهم من السيارات والأثاث والمنازل. تظهر الأسهم أن الأموال تتدفق من المقرضين المدخرين إلى المقترضين المنفقين عبر طريقين: طريق مباشر وطريق غير مباشر.



الشكل 1. تدفق الأموال خلال النظام المالي

1.1. التمويل المباشر

في التمويل المباشر (direct finance) (المسار في أسفل الشكل 1)، يقوم المقترضون باقتراض الأموال مباشرة من المقرضين في الأسواق المالية من خلال بيعهم الأوراق المالية (securities) (المعروفة أيضًا بالأدوات المالية (financial instruments))، والتي هي مطالبات على الدخل أو الأصول المستقبلية للمقترض. تعتبر الأوراق المالية أصولًا (assets) للشخص الذي يشتريها، لكنها تعتبر التزامات (liabilities) (أوراق الدين أو الديون) للفرد أو الشركة التي تبيعها (تصدرها). على سبيل المثال، إذا كانت شركة جنرال موتورز (General Motors) بحاجة إلى اقتراض الأموال لدفع ثمن مصنع جديد لتصنيع السيارات الكهربائية، فقد تقترض الأموال من المدخرين من خلال بيعهم سندات (bonds)، وهي أداة دين تعد بالقيام بدفعات دورية لفترة محددة، أو أن تكون الأسهم، وهي أداة مالية تمنح مالكيها حق الحصول على حصة من أرباح الشركة وأصولها.

لماذا يُعتبر توجيه الأموال من المدخرين إلى المنفقين مهمًا جدًا للاقتصاد؟ الجواب هو أن

الأشخاص الذين يدخرون غالبًا ليسوا نفس الأشخاص الذين لديهم فرص استثمارية مربحة متاحة لهم،

وهم رواد الأعمال (entrepreneurs). في غياب الأسواق المالية يصعب نقل الأموال من شخص ليس لديه فرص استثمارية إلى شخص لديه تلك الفرص. وبالتالي، فإن الأسواق المالية ضرورية لتعزيز الكفاءة الاقتصادية.

تسمح الأسواق المالية بتحريك الأموال من الأشخاص الذين يفتقرون إلى الفرص الاستثمارية الإنتاجية إلى الأشخاص الذين لديهم مثل هذه الفرص. تُعتبر **الأسواق المالية** ضرورية لتحقيق تخصيص فعال لرأس المال (الثروة، سواء كانت مالية أو مادية، التي تُستخدم لإنتاج المزيد من الثروة)، مما يساهم في زيادة الإنتاج والكفاءة للاقتصاد بشكل عام. في الواقع.

تعمل الأسواق المالية بكفاءة على تحسين الرفاهية الاقتصادية للجميع في المجتمع. فهي تُحسن بشكل مباشر من رفاهية المستهلكين من خلال السماح لهم بتوقيت مشترياتهم بشكل أفضل، من خلال توفير الأموال للشباب لشراء ما يحتاجونه ويمكنهم تحمل تكلفته في النهاية دون إجبارهم على الانتظار حتى يدخروا المبلغ الكامل لثمن الشراء.

الآن بعد أن فهمنا الوظيفة الأساسية **للأسواق المالية**، دعنا نستعرض هيكلها. توضح الأوصاف التالية لعدة تصنيفات لـ **الأسواق المالية** الميزات الأساسية لهذه الأسواق.

1.2. التمويل غير المباشر

كما هو موضح في الشكل 1، يمكن أيضًا نقل الأموال من المقرضين إلى المقترضين عبر مسار ثانٍ يسمى التمويل غير المباشر (indirect finance) لأنه ينطوي على وجود وسيط مالي يقف بين المقرضين المدخرين والمقترضين المنفقين ويساعد في نقل الأموال من واحد إلى الآخر. يقوم الوسيط المالي بذلك من خلال اقتراض الأموال من المقرضين المدخرين ثم استخدام هذه الأموال لتقديم قروض للمقترضين المنفقين. على سبيل المثال، قد يقوم البنك (bank) بالحصول على الأموال عن طريق إصدار التزام للجمهور (أصل للجمهور) في شكل ودائع توفير. ثم قد يستخدم الأموال للحصول على أصل من خلال منح قرض لشركة ما أو من خلال شراء سندات خزينة من السوق المالية (financial market). والنتيجة النهائية هي أنه تم نقل الأموال من الجمهور (المقرضين المدخرين) إلى الشركة أو الحكومة (المقترض المنفق) بمساعدة الوسيط المالي (البنك).

تُعتبر عملية التمويل غير المباشر باستخدام الوسطاء الماليين، والتي تُسمى الوساطة المالية (financial intermediation)، هي المسار الرئيسي لنقل الأموال من المقرضين إلى المقترضين. في الواقع، على الرغم من أن وسائل الإعلام تركز كثيرًا من اهتمامها على أسواق الأوراق المالية، وخاصة سوق الأسهم، فإن الوسطاء الماليين (financial intermediaries) يعتبرون مصدرًا أكثر أهمية للتمويل للشركات من أسواق الأوراق المالية. لماذا تعتبر الوسطاء الماليين والتمويل غير المباشر مهمين جدًا في الأسواق المالية؟ للإجابة على هذا السؤال، نحتاج إلى فهم دور تكاليف المعاملات (transaction costs) ومشاركة المخاطر (risk sharing) وتكاليف المعلومات (information costs) في الأسواق المالية.

2. تكاليف المعاملات (transaction costs)

تُعتبر تكاليف المعاملات (transaction costs)، وهي الوقت والمال المستهلكين في إجراء المعاملات المالية، مشكلة رئيسية للأشخاص الذين لديهم فائض من الأموال للإقراض. حيث قد تتسبب هذه التكاليف في استبعاد المدخرين أو المقترضين المحتملين الصغار من الأسواق المالية، وبالتالي قد لا يتمكنون من الاستفادة منها. هل يمكن لأحد إنقاذهم؟ يمكن للوسطاء الماليين القيام بذلك. يمكن للوسطاء الماليين تقليل تكاليف المعاملات (transaction costs) بشكل كبير لأنهم طوروا خبرة في خفضها، ولأن حجمهم الكبير يسمح لهم بالاستفادة من اقتصاديات الحجم (economies of scale)، وهو تخفيض في تكاليف المعاملات كلما زاد حجم (مقياس) المعاملات. على سبيل المثال، يعرف ****البنك**** (bank) كيفية العثور على محامٍ جيد لإنتاج عقد قرض محكم، ويمكن استخدام هذا العقد مرارًا وتكرارًا في معاملاته القرضية، مما يقلل من التكلفة القانونية لكل معاملة. بدلًا من أن يكلف عقد القرض (الذي قد لا يكون مكتوبًا بشكل جيد) ****500 دولار****، يمكن للبنك توظيف محامٍ ممتاز بمبلغ ****5,000 دولار**** لصياغة عقد قرض محكم يمكن استخدامه لـ ****2,000**** قرض بتكلفة ****2.50 دولار**** لكل قرض.

تعني تكاليف المعاملات المنخفضة للوسيط المالي أنه يمكنه تقديم خدمات السيولة لعملائه، وهي خدمات تجعل من السهل على العملاء إجراء المعاملات. على سبيل المثال، يوفر ****البنوك**** (banks) لحائزي الودائع حسابات جارية تتيح لهم دفع فواتيرهم بسهولة. بالإضافة إلى ذلك، يمكن

لحائزي الودائع كسب فائدة على الحسابات الجارية وحسابات التوفير ومع ذلك لا يزال بإمكانهم تحويلها إلى سلع وخدمات كلما دعت الحاجة.

3. مشاركة المخاطر (Risk Sharing)

فائدة أخرى تُتيحها التكاليف المنخفضة للمعاملات التي توفرها المؤسسات المالية هي أنها يمكن أن تساعد في تقليل تعرض المستثمرين للمخاطر، أي عدم اليقين بشأن العائدات التي سيحققها المستثمرون على الأصول. يقوم الوسطاء الماليون بذلك من خلال العملية المعروفة باسم مشاركة المخاطر (risk sharing): حيث يقومون بإنشاء وبيع أصول ذات خصائص مخاطر يكون الناس مرتاحين لها، ثم يستخدمون الأموال التي يحصلون عليها من بيع هذه الأصول لشراء أصول قد تحتوي على مخاطر أكبر بكثير. تتيح التكاليف المنخفضة للمعاملات للوسطاء الماليين مشاركة المخاطر بتكلفة منخفضة، مما يمكنهم من كسب الأرباح من الفرق بين العائدات التي يحققونها من الأصول المرهونة والمدفوعات التي يقدمونها على الأصول التي باعوها. يُشار أحيانًا إلى هذه العملية باسم تحويل الأصول (asset transformation)، لأنه بمعنى ما، يتم تحويل الأصول المرهونة إلى أصول أكثر أمانًا للمستثمرين.

كما يعزز الوسطاء الماليون مشاركة المخاطر من خلال مساعدة الأفراد على تنويع (diversify) استثماراتهم وبالتالي تقليل مقدار المخاطر التي يتعرضون لها. يتضمن التنويع الاستثمار في مجموعة (محفظة) من الأصول التي لا تتحرك عائداتها دائمًا معًا، مما يؤدي إلى تقليل المخاطر العامة مقارنة بالأصول الفردية. (يعتبر التنويع مجرد اسم آخر للمثل القديم: "لا ينبغي عليك وضع جميع بيضك في سلة واحدة"). تتيح التكاليف المنخفضة للمعاملات للوسطاء الماليين القيام بذلك من خلال تجميع مجموعة من الأصول في أصل جديد ثم بيعه للأفراد.

4. عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information)

وجود تكاليف المعاملات (transaction costs) في الأسواق المالية يفسر جزئيًا لماذا يحضى الوسطاء الماليين والتمويل غير المباشر بدور مهم في الأسواق المالية. حيث أنه في الأسواق المالية، غالبًا ما لا يعرف أحد الطرفين ما يكفي عن الطرف الآخر لاتخاذ قرارات دقيقة. تُسمى هذه الحالة من عدم المساواة (inequality) بالمعلومات غير المتماثلة (asymmetric information). على سبيل المثال، عادةً

ما يكون لدى المقترض الذي يأخذ قرصًا معلومات أفضل حول العوائد المحتملة والمخاطر المرتبطة بمشروعات الاستثمار التي تم تخصيص الأموال لها مقارنةً بالمقرض. تخلق قلة المعلومات مشاكل في النظام المالي على جبهتين: قبل إبرام المعاملة وبعدها.