

الفصل السادس

القواعد الموضوعية لإدارة أسواق المال

تشجيع انحرافات الإدارة في المدى القصير

يشجع المشرفون على أسواق المال في أغلب البلدان سياسات المدى القصير، حيث لم تعد لديهم الإرادة، ولا الشجاعة، للترقية بين المعايير والقواعد على أساس المدى الطبيعي لكل منها. والهيئات التي تحدد القواعد التي يخضع لها المستثمرون، ومديرو البنوك، أو التي تضع القواعد المحاسبية (مثل المعايير الدولية للإفصاح المالي، والمعايير الدولية للمحاسبة) قد تخلت في الواقع عن التمييز بين الاستثمارات، وبين الوسطاء الماليين، على أساس المدى الزمني الطبيعي لكل منهم. وقد وضعت - وتستمر في وضع - القواعد الاحترازية، أو المعايير التي تنطبق بلا تفرقة على جميع العاملين في السوق.

القواعد المالية التي تجحف بالاستثمارات طويلة المدى

ومع ذلك، فالمستثمرون يعملون على مستويات مختلفة المدى بشكل كبير، فصناديق التحوط، وصناديق الاستثمار (مثل صناديق الاستثمار ذات رأس المال المتغير، أو صناديق الزمالة التي قد تواجه عمليات سحب في أية لحظة، ويجب لذلك أن تمتلك قدرة سيولة دائمة) تعمل في المدى القصير؛ وشركات التأمين تعمل في المدى المتوسط؛ أما صناديق المعاشات فتعمل على المدى الطويل، بل الطويل جداً (عشرون، أو ثلاثون، بل أربعون عاماً)؛ ولذلك فمن الطبيعي أن قائمة القواعد أو المعايير التي تنظم أنشطتها يجب أن تأخذ في الاعتبار تكوين ميزانياتها، والمخاطرة التي تتعرض لها أصولها الصافية (أي مواردها الخاصة)، ونغطية التزاماتها.

وبالمثل، يجب أن تأخذ القواعد في الاعتبار المدى الطبيعي للمستثمر عند أداء مهمته. فالمستثمر على المدى القصير المعرض للاحتياج المستمر للسيولة عليه الاحتفاظ في محفظته بأصول قابلة للإسالة، أي أصول غير معرضة للمخاطرة بقيمتها الرأسمالية عند بيعها على وجه السرعة. أما المستثمر على المدى المتوسط (سبع إلى عشر سنوات) فيستطيع أن يضيف إلى محفظته نسبة من الأسهم، مع ملاحظة أن عليه دائماً الاحتفاظ بنسبة معقولة من السندات ذات تاريخ الاستحقاق المناسب. أما المستثمر على المدى الطويل، فيمكنه أن يحتفظ بالكثير من الأسهم في محفظته.

وقد تتعرض الأسهم للكثير من التغيرات في المدى القصير، والمستثمرون على المدى القصير نسبياً قد تواجههم صعوبة القدرة على اختيار الوقت المناسب لبيع الأسهم المحتفظ بها في المحفظة، وبذلك تحقق خسائر في رأس المال (وهو ما حدث لمن اضطروا للبيع في أبريل ٢٠٠٠، غداة انفجار فقاعة الإنترنت). وفي المقابل، فإن صندوق المعاشات يستطيع أن يختار بالكثير من المرونة تاريخ بيع بعض الأسهم التي يمتلكها، نظراً لطول مدى تعامله. وهكذا فعنصر المخاطرة لديه ضعيف بما يسمح له بالاستثمار في البورصة ليرفع من عائد الأصول التي يمتلكها.

ومع ذلك، فالاتجاه هو التعامل مع جميع المستثمرين بالطريقة ذاتها، سواء أكان مدى استثمارهم ثلاثة أيام، أو ثلاثين عاماً، وهذه «الطريقة» تراعي بالأكثر مدى الثلاثة أيام لا الثلاثين عاماً. وهكذا فهيئات الإشراف تتجه لمعاملة صناديق المعاشات كالمستثمرين على المدى القصير متجاهلة أن احتفاظها بالأسهم لا يمثل خطراً كبيراً.

وكمثال على ذلك ، يكفي أن ننظر في قواعد الإشراف التي يجري مناقشتها في هولندا في عام ٢٠٠٥ وببساطة ، تتجه هذه القواعد لأن تفرض أن تكون القيمة في البورصة لأصول الصندوق تزيد عن قيمة الخصوم المطلوبة من الصندوق (أي المعاشات الواجب دفعها) ، وذلك حتى في حالة انخفاض أسعار البورصة بشكل كبير . وهذا يدفع صناديق المعاشات إلى الاحتفاظ بسندات ذات تاريخ استحقاق طويل ، ولا تحمل أية مخاطرة .

ونرى أن هذا التطور في القواعد التنظيمية غير مناسب ، ويؤدي لنتائج عكسية ، على أقل تقدير ، لأنه لا يشجع الاحتفاظ بأصول طويلة المدى ، أو تحمل قدر من المخاطرة من جانب المستثمرين الذين من مهامهم الاستثمار طويل المدى ، وهي بذلك تعطل التمويل طويل المدى للشركات ، وفي الوقت نفسه تخفض من عائد الادخار ، وتقلل بذلك من موارد صناديق المعاشات ، وتقلل بالتالي من المزايا لأصحاب المعاشات .

وهذه ليست المرة الأولى التي تدفع فيها قاعدة جديدة لتغيير تركيب المحافظ المالية لمصلحة الأصول الأقل مخاطرة ، والأقصر مدى . وقد بدأت الحركة منذ نهاية أعوام التسعينيات في المملكة المتحدة ، حيث أدت - خلال بضعة أعوام - لتغير كبير في تركيبة المحافظ المالية . فقد انخفضت اليوم نسبة الأسهم في محافظ شركات التأمين ، وصناديق المعاشات من ٦٠٪ إلى ٤٠٪ . وهو تحول كبير تم حساب سندات قروض القطاع الخاص ، وهو يتجه للامتداد إلى الولايات المتحدة ، وأوروبا ، وبالتالي يتسع بشكل متزايد .

وتشير هذه المحاولة من جانب جهاز الإشراف لمنع صناديق المعاشات من الاحتفاظ بأصول تتضمن مخاطرة التساؤل حول من الذي سيتحمل المخاطرة المالية طويلة المدى . فالقاعدة التي تعامل جميع المستثمرين على أنهم يعملون فقط على المدى القصير تفرض عليهم التخلي عن دراسة وتحليل مشروعات الاستثمار طويلة المدى . والنتيجة قد تكون عكس الهدف المقصود ، فللابتعاد عن مخاطرة افتراضية في الحقيقة - مرتبطة بحيازة الأسهم على المدى الطويل - يُشجع الاحتفاظ بأصول تتضمن مخاطرة أكبر في الواقع . ففي حين يتوجب على المستثمرين على المدى الطويل تجنب الشركات التي تحقق عائداً مرتفعاً للغاية لمواردها الخاصة في المدى القصير ، حيث يعني ذلك - كما رأينا - أنها

تخفي مخاطر «كارثية» قد تحدث فيما بعد . ولكن إذا حُث هؤلاء المستثمرون على عدم الاستثمار في أصول طويلة المدى (الأسهم)، وشُجّعوا على تفضيل الأصول الأقصر مدى (والتي تتحمل في نهاية الأمر مخاطرة مخبأة)، فإن ذلك يعني ببساطة الاستغناء عن ضرورة مراقبة مخاطرة الشركات، مع كل ما يعنيه ذلك من أضرار .

وفي بلدان أوروبا القارية حيث تزدهر صناديق المعاشات (مثل هولندا، والسويد، وفنلندا، . . .)، تتبع هذه الصناديق بصفة عامة نظام «المعاشات المحددة»، أي أنها تتعهد بأن تدفع عند بلوغ السن المتفق عليه المعاش المقرر سلفاً . وفي هذه الحالة، يتحمل الصندوق المستثمر أية مخاطرة مالية، وهذا هو ما يفسر اتجاه هيئات الإشراف لحث الصناديق على تجنب الاحتفاظ بأية أصول تحمل مخاطر . خاصة بعد المشاكل الكبيرة التي عانت منها صناديق المعاشات المحددة للشركات الأمريكية بعد انفجار الفقاعة .

وبعد انخفاض الأسعار الناتج عن انفجار فقاعة الإنترنت (انخفضت أسعار الأسهم بين قمة الفقاعة في مارس ٢٠٠٠، وفبراير ٢٠٠٣ بمقدار ٤٠٪) حدث انخفاض كبير في القيمة الرأسمالية لهذه الصناديق، خاصة في بعض القطاعات التي تواجه متاعب مثل صناعة السيارات، والنقل الجوي، لدرجة حملت أحد قضاة التفليسة في شيكاغو أن يصدر حكماً في ١٠ مايو ٢٠٠٥ بالسماح لشركة يونيتيد إيرلاينز بالتوقف عن دفع المعاشات لموظفيها السابقين وعددهم ١٢٠ ألفاً . وكانت هذه أكبر حالة توقف لصندوق معاشات في تاريخ الولايات المتحدة . وعندما يحدث مثل هذا التوقف لصندوق معاشات في الولايات المتحدة يتولى جهاز ضمان المعاشات - وهو جهاز يتبع القطاع العام أنشئ عام ١٩٧٤ - الحلول محل الشركات عند إفلاسها . وهكذا في عام ٢٠٠٤ - حل هذا الجهاز محل ١٩٢ صندوق معاشات، ويدفع المعاشات المستحقة لأكثر من مليون من الأشخاص، من بينهم الموظفون السابقون لشركات الطيران PANAM، وTWA، ويونيتيد إيرلاينز، وإيسترن إيرلاينز، وشركة بيثلهم للصلب . وهذا يعني أن هذه التوقفات تكلف الحكومة الفيدرالية الكثير . أما الشركات التي لم تصل لأوضاع يونيتيد إيرلاينز، فإن عليها أن تستكمل النقص في رءوس أموال صناديق المعاشات الخاصة بعمالها، وذلك بعد سنوات من التأخر في إضافة استثمارات جديدة^(٤١) .

(٤١) يقدر العجز في تمويل صناديق المعاشات في الولايات المتحدة بمبلغ ٤٥٠ ملياراً من الدولارات .

وتوفير هذه المبالغ يؤثر على النتائج الاقتصادية للشركات ، ويقلل بالتالي من قدرتها على تمويل مشروعاتها للاستثمار .

لهذا السبب ، نلاحظ منذ منتصف أعوام التسعينيات في الولايات المتحدة اتجاهها تدريجياً نحو نظم للمعاشات ذات «اشتراكات محددة» ، وهذا يعني أنه لا حاجة لديهم لوضع القواعد التي تحد من الاحتفاظ بأسهم كما يحدث في هولندا مثلاً ، وإنما يجري الاتجاه بالتدرج نحو نظام يتحمل فيه العاملون بالأحر هم أنفسهم المخاطرة ، وهذا ليس بالحل الأفضل ؛ حيث إن المستثمرين من الهيئات لديهم - بفضل حجمهم - القدرة ، وعليهم أن يلعبوا دورهم في توزيع المخاطرة المالية . وتجري الأمور اليوم كما لو أن هناك طريقتين لا ثالث لهما ، فإما تشديد القيود بحيث تدفع المستثمرين على المدى الطويل أن يحفظوا عملياً نسبة الأسهم في محافظهم ، أو تحميل المخاطر الخاصة بالمعاشات للعاملين أنفسهم .

عنصر يزيد الأوضاع سوءاً: المعايير المحاسبية الجديدة

وسيراً على قاعدة المدى القصير ، نجد أن القواعد المحاسبية الجديدة التي طبقت في أوروبا في عام ٢٠٠٥ (المعايير الدولية للإفصاح المالي ، والمعايير الدولية للمحاسبة) تسير في ذات الاتجاه (انظر البرواز) . وهي تقضي في الأساس بالترقيم المستمر طبقاً لأسعار السوق لأصول وخصوم الشركات والوسطاء الماليين . ولسنا هنا بصدد تقييم الآثار الكلية لتطبيق هذه المعايير المحاسبية الجديدة ، أو لشح حسابات الشركات ربع السنوي ، ولكننا سننظر فقط في دعم هذه الإجراءات للتوجه قصير المدى الذي نتحدث عنه .

المعايير الدولية للمحاسبة/ المعايير الدولية للإفصاح المالي

مجلس المعايير الدولية للمحاسبة ، تأسست لجنة المعايير الدولية للمحاسبة في عام ١٩٧٣ من ممثلي جمعيات المحاسبين من عشر بلدان ، وكان هدفها وضع معايير للمحاسبة تكون مقبولة دولياً ، وتيسر الممارسات المحاسبية على المستوى

الدولي، وأن تنشر هذه المعايير. ولكن خلال أكثر من عشرين عاماً وضعت هذه اللجنة - البعيدة عن المنظمات السياسية الدولية والقومية - ما يقرب من الثلاثين من «معايير المحاسبة الدولية»، والتي كانت في الكثير من الأحيان عبارة عن حلول وسط، تسمح بالكثير من الاختيارات لحل المشكلة المحاسبية ذاتها. وفضلاً عن ذلك، فنظراً لأن أعضاء اللجنة لم يكونوا من الدول، أو من المشرفين القوميين على شئون المحاسبة، فإن المعايير التي وضعتها لم تكن ملزمة في أي بلد.

وأخيراً في عام ١٩٩٥، تلقت اللجنة تكليفاً من هيئة دولية، هي المنظمة الدولية للجان البورصة، التي تضم مجموع اللجان القومية للإشراف على بورصات الأوراق المالية. وكان هذا التكليف يقضي بقيام اللجنة بتعديل (غالباً بإلغاء الاختيارات) وباستكمال المعايير القائمة، وذلك قبل نهاية عام ٢٠٠٠، بهدف استخدامها في التعاملات الدولية. وكان الهدف الرئيس - وإن لم يذكر صراحة - هو السماح للشركات الأجنبية المقيمة بالبورصة الأمريكية، والتي تستخدم المعايير الدولية للمحاسبة ألا تضطر للمواءمة بين هذه المعايير وبين نظيرتها الأمريكية. وخلال خمس سنوات قامت اللجنة بعمل كبير لوضع المعايير المطلوبة، ولكن التنسيق لم يتم في الواقع. ولا تفرض أية بورصة في العالم نشر ميزانيات الشركات وفقاً للمعايير الدولية للمحاسبة. أما اللجنة المشرفة على أعمال البورصات الأمريكية، فلا تسمح حتى الآن باستخدام الشركات الأجنبية لهذه المعايير دون التوفيق بينها وبين المعايير الأمريكية.

وأخيراً، كانت أوروبا هي التي منحت الفرصة للمعايير الدولية للمحاسبة (وكانت اللجنة قد تحولت في عام ٢٠٠١ إلى مجلس المعايير الدولية للمحاسبة، وسميت المعايير التي يضعها هذا المجلس بالمعايير الدولية للإفصاح المالي). وفي مايو ٢٠٠١، قررت اللجنة الأوروبية اختيار المعايير الدولية للمحاسبة كالمراجع المشترك لجميع أعضاء الاتحاد الأوروبي. ويفرض القرار الأوروبي الصادر في ١١ سبتمبر ٢٠٠٢ على جميع الشركات المقيمة بالبورصات الأوروبية استخدام المعايير الدولية للمحاسبة/ المعايير الدولية للإفصاح المالي لعمل ميزانياتها

المجموعة، وذلك قبل الأول من يناير ٢٠٠٥م، ومن الآن فصاعداً تقدم جميع الشركات المقيدة بالبورصات الأوروبية بياناتها المحاسبية بشكل يقبل المقارنة.

فلسفة المعايير الدولية للمحاسبة/ المعايير الدولية للإفصاح المالي، تقدم هذه المعايير تصوراً جديداً للإعلام المالي، تمثل توجهاً مختلفاً عن تقاليد المحاسبة الفرنسية.

تركيز الاهتمام على إعلام المستثمرين، ويؤدي هذا التوجه بصفة خاصة إلى تضمين الميزانيات بعض العناصر «الخارجة على الميزانية» في شكلها الحالي (مثل الأوراق المالية المشتقة)، والتشديد على التزامات الشركات بالنسبة للإعلام المالي.

تغليب الحقائق الاقتصادية على الأشكال القانونية، في حين يركز القانون المحاسبي الفرنسي على الشكل القانوني للعملية المالية كشرط لإدراجها ضمن الميزانية، فإن المعايير الدولية للمحاسبة/ المعايير الدولية للإفصاح المالي تؤكد على التعبير عن الحقائق الاقتصادية المعنية. وعلى سبيل المثال، فبعض الأصول «المذكورة»، أو الموضوعة في أداة مخصصة مستقلة قانونياً عن الشركة، يجب أن تدخل ضمن الميزانية؛ وكذلك الأصول المشتراة بنظام «الشراء التأجيلي» (أي التي لا تعتبر قانوناً مملوكة للشركة) يجب أن تحاسب على أنها مشتراة بموجب قرض.

مبدأ القيمة العادلة (أو السوقية)، تقرر المعايير الدولية للمحاسبة/ المعايير الدولية للإفصاح المالي إحلال مبدأ القيمة العادلة للأصول محل القيمة التاريخية أو الدفترية [وهو النظام المتبع في المحاسبة الفرنسية «حاشية للمؤلفين»؛ وكذلك المصرية - المترجم]. وتتحدد هذه القيمة طبقاً لهذه المعايير على أنها «المبلغ الذي يمكن الحصول عليه مقابل الأصل المعين في تعامل بين أطراف على دراية بالسوق، وبرضاء الطرفين، في ظروف المنافسة المعتادة». وهي النتيجة المنطقية لمبدأ تغليب الحقائق الاقتصادية على الأشكال القانونية، فبمرور الزمن يمكن للقيمة التاريخية (ناقصة قيمة الاستهلاك) لأصل ما أن تختلف كثيراً عن قيمة الارتفاع و/ أو القيمة التبادلية في السوق. وينظر إلى تقييم الأصول بقيمتها

«العادلة» أو السوقية، على أنه يعطي صورة أكثر أمانة للشركة في لحظة معينة، إذ يمكن تقييم الشركة في بعض الحالات طبقاً للنماذج الاقتصادية، أو للتقييم الحالي للتدفقات المالية المستقبلية، التي يمكن الحصول عليها مقابل الأصل المعين. ولكن هذا المبدأ لا يطبق على جميع الأصول والخصوم بسبب الصعوبات العملية، وكذلك بسبب الاعتراضات الكثيرة التي أثيرت ضده.

وقبل أن نتحدث عن تأثير هذه المعايير الجديدة للمحاسبة، علينا أن نذكر باختصار لماذا اختارت أوروبا هذه المعايير؟ وكيف حدث هذا؟ فقد بقيت أوروبا لمدة طويلة بعيدة عن المشاركة في الجدل بشأن إطار منظم للمحاسبة. والنصان اللذان رافقا قيام الجماعة الأوروبية ثم الاتحاد الأوروبي هما التوجيهان الرابع (١٩٧٨)، والسابع (١٩٨٣) اللذان يضعان القواعد الأساسية لعمل الحسابات السنوية، والميزانيات المجمعة للشركات. ولكن هذه التوجيهات رغم أهميتها كانت غير كافية لأنها اكتفت بوضع المبادئ العامة فقط، حيث استمر من حق أجهزة الإشراف القومية وضع المعايير الخاصة بكل منها، والتي قد تختلف كثيراً فيما بينها، طالما لم تتعارض مع التوجيهين.

ولكن الاتحاد كان يعمل على تحقيق التكامل الأوروبي عن طريق وضع هيكل موحد للمحاسبة الأوروبية. وبناءً عليه، كان هناك اختياران محتملان: إما اختيار أحد المراجع القائمة على المستوى الدولي، أي المعايير الدولية للمحاسبة/ المعايير الدولية للإفصاح المالي، أو «المعايير المحاسبية المقبولة عامة» الأمريكية (انظر البرواز)، وإما وضع نظام جديد للمعايير. وكان مؤدى هذا الاختيار الأخير عزل أوروبا داخل إطار خاص بها، أما اختيار المعايير الأمريكية فقد كان غير محبوب سياسياً، كما أنه قد نشأ مواكباً لظروف الشركات الأمريكية، دون أي اعتبار للبلدان الأخرى، فضلاً عن أنه لم ينجح في منع فضائح الشركات مثل إنرون، وورلدكوم.

«المعايير المحاسبية المقبولة عامة» في الولايات المتحدة (GAAP)

بقيت معايير المحاسبة في الولايات المتحدة دون تقنين عملي حتى عام ١٩٣٠، وكانت معايير متساهلة، حيث إن الكثير من التعاملات المحاسبية التي تبدو لنا اليوم مثيرة للسخرية (وبصفة خاصة إعادة تقييم الأصول المعنوية أو غير العينية

في الميزانية) كانت شائعة جداً. وهذا التساهل الذي سمح كثيراً بإعلان أرباح وهمية، اعتبر في نظر السلطات أحد أسباب انهيار البورصة في عام ١٩٢٩، وهنا أنشأ قانون أسواق الأوراق المالية الذي صدر في عام ١٩٣٤ مفوضية أسواق الأوراق المالية، ومهمتها وضع القواعد المحاسبية، والإشراف على أسواق الأوراق المالية.

وعلى الفور كلفت مفوضية أسواق الأوراق المالية جمعية المحاسبين الأمريكية - التي أنشأت بدورها لجنة متخصصة - وضع المعايير الأولى في هذا الصدد. وفي مواجهة الشكوى المتكررة، والشديدة من استقلال هذه الهيئة، نُقلت سلطة الإشراف في عام ١٩٧٣ إلى سلطة «مجلس معايير المحاسبة المالية»، الذي لا يتبع جمعية المحاسبين الأمريكية، وهو الذي يصدر «معايير المحاسبة المالية». وقد أصدرت هيئات الإشراف القديمة حوالي التسعين من القواعد، ما زال البعض منها سارياً للآن. أما مجلس معايير المحاسبة المالية، فقد وضع حتى اليوم إطاراً لمفهوم المحاسبة، وما يقرب من ١٥٠ قاعدة. وهذا في مجموعه ما يطلق عليه «المعايير المحاسبية المقبولة عامة في الولايات المتحدة».

ويضم مجلس معايير المحاسبة المالية سبعة أعضاء، وتتخذ قراراتهم بأغلبية خمسة أعضاء على الأقل. وأعضاء المجلس متفرغون ويتقاضون مرتبات، حيث يتخلون عن أية مسئولية فنية سابقة. وجميع اجتماعات المجلس علنية، ويتبع نظام محدد لتقرير أية قواعد - أو معايير - جديدة: ١. مسودة مشروع ٢. مرحلة تلقي التعليقات من جميع الأطراف ذات الاهتمام: ٣. إقرار الصيغة النهائية للقاعدة. ويجري اختيار أعضاء المجلس، ودفع مرتباتهم بمعرفة صندوق خاص هو «صندوق المحاسبة المالية»، كضمان للاستقلالية.

وإحدى المميزات المهمة للنظام الأمريكي المرتبطة بظروف نشأته هي التمسك الأكيد بالقيمة التاريخية لأي أصل بصفته القيمة الأعلى المقبولة. وأخيراً، فرغم استقلالية المجلس، إلا أنه يخضع لإشراف مفوضية أسواق الأوراق المالية التي يعود لها قانوناً سلطة الإشراف المحاسبي. وكثيراً ما اضطر المجلس لتعديل بعض مشروعات قواعده، بل وعكسها أو إلغاؤها تحت الضغط السياسي. وقد

ثار مؤخراً الكثير من الجدل حول التعامل حسابياً مع «الأسهم الاختيارية» لمديري الشركات، وتجميعات الشركات أو اندماجها، وتقييم القيمة المعنوية للشركة (الفرق بين القيمة الكلية للشركة في لحظة معينة والقيمة الصافية لأصولها).

وهكذا كان الهدف الرسمي للجنة المعايير الدولية للمحاسبة هو بناء نظام دولي مشترك للمحاسبة، على أساس الالتقاء حول الأنظمة القائمة. ولكن علينا أن ننوه أن أغلبية أعضاء مكتب اللجنة كانوا من السائرين في الفلك الأنجلوساكسوني، وأنه بالنسبة لموضوعين أثارا الكثير من الجدل (استهلاك القيمة المعنوية أو شهرة الشركة، وموضوع «القيمة العادلة»)، أخذ بوجهة نظر الأخ الأمريكي. وإذا كان مديرو الشركات (وخاصة البنوك وشركات التأمين) يشكون من النتائج غير المعقولة لتطبيق هذه المعايير الجديدة (التنوع الكبير للنتائج، وعدم أخذ عمليات تغطية المخاطر في الاعتبار، وتقييم بعض الأصول التي تحتفظ بها الشركة على المدى الطويل بسعر السوق) فإن ذلك قد يرجع إلى أنهم لم يشاركوا بقدر كافٍ في الاتفاق على هذه المعايير.

وبالتأكيد كانت النوايا سليمة في أول الأمر، إذ لا شك أنه بعد انفجار فقاعة الإنترنت، وما تلاها من أحداث، كانت هناك حاجة عاجلة لإعادة النظر في أسلوب إدارة الشركات بصفة عامة، وفي أسلوب مراجعة حساباتها بصفة خاصة. واقتنعت سلطات الإشراف أن هذا يتحقق عبر التعبير الدقيق عن الحالة الاقتصادية للشركة - في اللحظة الحالية - في حساباتها. ومن ناحية المبدأ، لا يمكن رفض مفهوم «القيمة العادلة»، وهو يمثل جوهر «المعايير الدولية للمحاسبة/ المعايير الدولية للإفصاح المالي»، لأنه يبدو من المبرر أن تجري معاملة الأصول محاسبياً بقيمتها الفعلية، لا القيمة التاريخية. وفي خضم هذا الجدل حول المعايير المحاسبية الجديدة، تحمل معاني الكلمات أهمية كبرى، فمن الذي يمكنه أن يعترض على ضرورة التعبير عن القيمة «العادلة»، وعن الإعلام الاقتصادي والمالي «الأفضل»، الذي يأخذ في الاعتبار «حقائق» العالم «المعاصر»؟

ومع ذلك، فالمشاكل تبدأ (ومعها التساؤلات) عندما نلاحظ أن «القيمة العادلة» تمثل

في أغلب الحالات مفهوماً ذاتياً، وبالتالي معقداً في حسابه؛ لأن الشركات لا تعمل في عالم مثالي، فيه أسواق شفافة، وتعمل بيسر، وبكفاءة تامة. ففي مجال الحسابات هي الأخرى يمكن أن يكون الطريق للجحيم معبداً بالنوايا الحسنة.

فأولاً تعميم هذه المعايير الجديدة يدعم تركيز مجموع الفاعلين (من شركات ومستثمرين) على مستويات المدى القصير، فتقييم الأصول بالقيمة العادلة يمكن أن يعطي الصورة الأمينة للثروة المالية للفاعل الاقتصادي في لحظة معينة، ولكنها تعني عدم الاستقرار للموارد الخاصة (وللنتائج في بعض الأحوال ضيقاً لأسلوب المحاسبة المستخدم). ومن هنا يصعب تحليل الأداء الاقتصادي للشركة، والتمييز بين ما يرجع لتصرفات الإدارة (أي الأداء الداخلي)، وبين ما يعود لعوامل خارجية (تطورات الأسواق). ألا يتعرض المديرون لاحتمال التركيز المبالغ فيه على الأثر القريب لقراراتهم، بدلاً من التركيز على الاختيارات الإستراتيجية للمدى المتوسط والبعيد، التي هي وحدها خالقة القيمة؟

وكثيراً ما تقدم الحجة بأنه ما دام السوق صار سريع التقلب، فإنه من المنطقي أن تكون النتائج الحسائية متقلبة كذلك. وفي المقابل نلاحظ أن تقلبات هذه النتائج تتحدد أكثر وأكثر وفقاً لتقلبات الأدوات المالية، وأقل فأقل وفقاً لحقائق تشغيل الشركة. والتوجه لمفهوم «القيمة العادلة» يرتبط بمفهوم الآنية، فالاهتمام بالقيمة اللحظية فقط للشركة (أي التي تلائم احتياجات المستثمرين الذين يهتمون بمعرفة القيمة اللحظية للأصول التي يحوزونها، وكذلك لتلك التي قد يفكرون في شرائها) يدفع المديرين إلى اختيار الاستثمارات سريعة العائد مفضلين إياها على تلك التي تعطي عائداً بطيء التحقق. أي بعبارة أخرى، إنها تساهم في تفضيلهم للحاضر، وتجاهل النتائج طويلة المدى لقراراتهم.

ووفقاً لهذا المنطق في التقييم، لا يُنظر للشركة ككيان متكامل يؤثر كل من أنشطتها على الآخر، وإما كمجموع من الأنشطة يمكن تجزئتها كلاً على حدة. ومفهوم «القيمة العادلة» بتجاهله لعنصر الزمن يلغي المبدأ الأساسي لتكامل الشركة، ويحولها لمجرد أصل مالي، مع ما يعنيه ذلك من أثر على قرارات مديريها^(٤٢). والرغبة المستمرة

(٤٢) انظر في هذا الشأن جاك ميسترال، وكريستيان دي بواسيبه، وجان هيرفيه لورنزي، Les normes comptables et le monde post Enron. Les Rapports du CAE, No 42, La Documentation Française, Paris, 2003.

لاستخراج معدل عائد رأس المال المستثمر في كل لحظة لا بد أن تحول الاستثمارات نحو القطاعات التي تحقق العائد الفوري، وبعيداً عن تلك القطاعات التي تجري تنميتها في المدى الطويل.

وفضلاً عن ذلك، فتطبيق هذه المعايير الجديدة لا يؤدي إلى تلك الشفافية في حسابات الشركات التي يُدعى بها أحياناً. فقد تكون حسابات الشركة مجمعة، وتغير القيمة الرأسمالية بالزيادة أو النقص مختلط مع نتائج التشغيل، مما يجعل من الصعب تقييم أداء الإنتاج العادي للشركة، أو أن الشركة تقوم بإعلان مجموعات مختلفة من الحسابات، يأخذ بعضها بحساب «القيمة العادلة»، ولا يأخذ بها بعضها الآخر.

وهنا أيضاً كانت النوايا سليمة نظرياً، وهي توفير عناصر للتقييم المالي أكثر «نقاءً» من الناحية النظرية. ولكن من الناحية العملية، كيف يمكن أن نؤكد أن المديرين والمحللين الماليين سيتمكنون بيسر أكثر من تقييم إستراتيجية الشركة، وبصفة خاصة أنهم لن يواجهوا مشاكل كبيرة في الفهم بسبب صعوبة تقييم بعض الأصول (غير المينية، أو غير المذكورة...) وذلك أيّما كان الأسلوب المستخدم (النماذج الاقتصادية القياسية، أو التقييم الحالي للتدفقات النقدية المستقبلية...).

وأخيراً، فتقلب نتائج الشركات المتزايد لا بد أن تكون له نتائج اقتصادية، فعلى الشركات أن تتعامل بمرونة في مواجهة الصدمات المالية، وهناك دائماً الإغراء بنحملها للعاملين، وخطط الاستثمار! وهو اتجاه خطير بالنسبة لخلق القيمة على المدى الطويل، وخطير بالنسبة للاقتصاد كذلك؛ لأن هناك خطر مبدأ «القيمة العادلة» الذي ينتج عنه في التطبيق العملي آثار «داعمة للدورة» (procyclique).

خاتمة

قدمنا فيما سبق الأسباب العميقة التي تفرض على الشركات (أو تجعلها تطبق من تلقاء ذاتها) تحقيق عائدات مرتفعة لمواردها الذاتية، الأمر الذي يؤدي - ضمن أشياء أخرى - لتشويه قسمة الدخل لمصلحتها. ورأينا كذلك، لماذا تتميز قرارات مؤسسات الاستثمار بـ «النظرة ذات المدى القصير» الذي يجري التعبير عنه بشراء نفس الأصول وبيعها في وقت واحد.

وأدت إدارة الادخار عن طريق وسطاء إلى معركة بين مؤسسات الاستثمار على نصيبها من السوق، ترتب عليها أسلوب «التقليد الرشيد»، مما يعني تشابه الاختيارات بين المستثمرين الذين يريدون تجنب أن يكون أداء أي منهم أقل من المتوسط.

أما المعايير الجديدة للإشراف المالي (مثل القواعد المفروضة على صناديق المعاشات)، أو المعايير المحاسبية (مثل المعايير الدولية للمحاسبة/ المعايير الدولية للإفصاح المالي)، فقد قصرت من مدى التخطيط سواء للمستثمرين أو للشركات. فقد دفعت الأولين إلى التعامل جميعاً كمستثمرين على المدى القصير، ودفعت الآخرين إلى التركيز على تطور نتائجهم في المدى القصير، بما في ذلك تطور قيمتها الرأسمالية بالزيادة أو القصور.

ومن هنا نفهم لماذا تخلت مؤسسات الاستثمار عن التحليل طويل المدى للشركات. أما بالنسبة للشركات، فقد جعلت المعايير الجديدة للمحاسبة، وسياسة نشر النتائج على فترات متقاربة - والتي تؤدي للتركيز على النتائج الآنية - من «الأفضل» لمديرها العمل على تحقيق نتائج مرتفعة للغاية في المدى القصير مع التعرض لمخاطر جسيمة فيما بعد، أو تجنب القيام بمشروعات تنمية على المدى الطويل.

وهذان النوعان من التصرفات يؤديان - كما رأينا - إلى سلسلة من النتائج الضارة، وهي: عرقلة الطلب على السلع، وخفض الأجور بشكل غير مفيد، واتخاذ مخاطر (مخبة) جسيمة، والجري وراء الربح الاحتكاري، وزعزعة استقرار الأسواق المالية، بل ربما الاقتصاد الوطني لهذه الدولة أو تلك. ونحن نعتقد أنه لا يكفي التصحيح الجزئي لهذه الانحرافات (مثل التقنين السياسي لقسمة الدخل، أو الحد من حرية تدفق رؤوس الأموال . . .)، وإنما يجب البحث عن أسبابها العميقة ومعالجتها.

والأمر يصل في النهاية إلى نوع من عملية تدمير للذات تقوم بها الرأسمالية، فتصرفات مديري مؤسسات الاستثمار (التي سمينها «التقليد الرشيد») تؤدي لتقلبات عنيفة في الأسواق المالية، قد تؤدي لتشجيع التخلي عن حيازة الأصول وزعزعة استقرار البلدان (مثلاً عندما يتعلق الأمر بتبادل العملات)، ودفع المدخرين، بصفة دورية للإفلاس بعد إعطائهم تصوراً كاذباً بالإثراء الظاهري. والتفضيل القوي للحاضر، الذي يؤدي للكثير من الأسباب (مواقف المشرفين على الأسواق، وقواعد المحاسبة، وممارسات المحللين الماليين، . . .) للمطالبة بعائد مرتفع للغاية للموارد الخاصة في المدى القصير، حتى إذا كان ثمن ذلك التعرض لمخاطر جسيمة على المدى الطويل، والتخلي عن مشروعات الاستثمار أو البحوث طويلة المدى، والكثير من الانحرافات الاقتصادية (تشويه قسمة الدخل، والجري وراء الربح). ويؤدي هذا جميعه بلا شك إلى نمو ضعيف (بسبب نقص الطلب، وكذلك العرض، حيث لا يجري الاستثمار طويل المدى، وحيث تُخفض الأجور بلا فائدة)، وإلى الإفلاس (إذا ما تحققت المخاطر «الكارثية»)، وفي النهاية، إلى رفض الرأي العام للرأسمالية (عندما يؤدي تشويه قسمة الدخل إلى توزيع النقود على حملة الأسهم دون غيرهم).

والمسئولية عن تصحيح هذه الانحرافات مسئولية جماعية، وكل من الفاعلين - الأسواق المالية، والمستثمرين، والمدخرين أنفسهم - له دوره الذي يجب أن يؤديه، دون أن يكون من الضروري طلب التدخل من السلطات العامة.

ومثل هذا التطور الذي وصفناه ليس من مصلحة المدخرين الأفراد، ولا العاملين الذين سيتقاعدون في نهاية الأمر؛ لأن النظرة قصيرة المدى، و«التقليد الرشيد» سيؤدي

لتقبلات كثيرة في ثروتهم . وهي تدفع المستثمرين إلى القبول بالكثير من الأفكار السيئة ، مثل الاستثمار بكثافة في البلدان البازغة ، وفي أوراق شركات التكنولوجيا الجديدة في أواسط أعوام التسعينيات . والتقليد الرشيد يتمشى في الواقع مع الفكر الكينزي القائل : السير في الطريق الخطأ مع الجميع أفضل من السير في الطريق الصحيح منفرداً . وهذا التقليد الرشيد ذاته هو الذي يدفع اليوم بلا شك الكثير من المستثمرين إلى تجنب الأصول المالية التقليدية لمصلحة الأصول المسماة «البديلة» (الصناديق المركبة ، ورأس المال المخاطر . . .) . ولعله سيأتي يوم قريب يفضل فيه المدخر الأساسي أن يتحكم بشكل أكبر في كيفية استخدام أمواله ، أو أن يتطور نظام الإدارة وفقاً «للعائد المطلق» الذي يسمح لمدير الاستثمار بالتصرف وفقاً لقناعاته الشخصية دون الاهتمام بما يفعله الآخرون .

وفضلاً عن ذلك ، فإن استخدام معدل عال للقيمة الحاضرة للشركة يؤدي لاتخاذ قرارات - على المدى القصير - ذات مخاطرة جسيمة ، وإخفاء هذه المخاطرة (مثل اختيار إستراتيجية النشاط ، والبحوث ، والاستدانة الزائدة ، . . .) ، والتي يمكن أن تحدث في المدى المتوسط . ومصلحة المتقاعدين المستقبلين تقضي بالطبع بعدم التعرض لهذه المخاطر ، أي أن مؤسسات الاستثمار ذات المدى الطويل عليها أن «تراقب» بدقة تصرفات الشركات ، وأن تقبل التوجه نحو العائد الأقل للموارد الذاتية .

وأخيراً ، من المحتمل أن يفضل الكثير من المديرين الاكتفاء بعائد للموارد الذاتية ، يتسق مع تحقيق مشروعات الاستثمار طويل المدى . وبالتالي يمكن تصور أن يتفق جميع الفاعلين - الأسواق المالية ، والمدخرين ، والمديرين - بشكل تلقائي على التصرف بما يصح انحراف التصرفات التي فصلناها أعلاه .

وختاماً ، ماذا يجب أن تفعله الدولة إذا ما اضطرت للتدخل ؟ فيما عدا محاولات تحسين المعايير المحاسبية الجديدة (وهو أمر يجري التعامل معه على مستوى المفوضية الأوروبية) ، فإن سالف القول يدل على أن الخط الموجه لتحرك السلطات يجب أن يكون السعي لاحترام المدى الزمني لكل نوع من المستثمرين ، وذلك فيما يتعلق بمرات نشر تقارير الأداء ، وتحليلها ، وطبيعة القواعد الاحترازية . ويجب التوقف عن مقارنة أداء صناديق المعاشات بنفس وتيرة أداء صناديق الاستثمار ذات رأس المال المتغير

(Sicav) كما يجب التوقف عن فرض قواعد لتركيب محافظ الأصول مناسبة للمستثمرين على المدى القصير، على صناديق المعاشات، أو فرض توفر السيولة الدائمة عليها.

ومرة أخرى، نؤكد هنا أننا لا ندين الرأسمالية، وإنما نؤكد أن الانحرافات السائدة حاليًا، بتهديدها لمستوى النمو، ولعائد رأس المال على المدى البعيد، إنما تدفع بالرأسمالية إلى المأزق، بما يجر إليه ذلك من أضرار سياسية، واجتماعية. وهنا على كل عنصر فاعل أن يتحمل نصيبه من المسؤولية.

جدول البراويرز

- من الذي يتحمل عبء الأزمات؟ ٣٤
- المشاركة، والحفز، وبرامج ادخار الشركات ٥١
- كيف يطبق « نظام الخفض الضريبي المستحق » في الولايات المتحدة . ٥٣
- مقياس الربحية بنسبة العائد على السهم ٦١
- الأحكام الرئيسية في قانون ساريان - أوكسلي ٦٧
- الأدوات (الأوراق) المالية المركبة ٨٢
- المعايير الدولية للمحاسبة/ المعايير الدولية للإفصاح المالي ٩٥
- « المعايير المحاسبية المقبولة عامة » في الولايات المتحدة ٩٨

المؤلفان في سطور

• باتريك آرتو

- * مدير البحوث الاقتصادية لمجموعة صندوق التوفير / صندوق الودائع .
- * أستاذ بكلية الهندسة ، وأستاذ مشارك في جامعة باريس - باثيون سوربون .

• من أعماله :

- * نظرية النمو والتذبذبات - الناشران الجامعيون . باريس ١٩٩٣ م .
- * الأوضاع الشاذة في الأسواق المالية - إيكونوميكا . باريس ١٩٩٥ م .
- * الاقتصاد الحديدي لاديكوفرت . باريس ٢٠٠١ م .

• ماري بول فيرار

- * رئيسة تحرير مجلة أنجي - ليزيكو .

• من أعمالها :

- * قصة أرباب العمل الكبار - فلانماريون . باريس ٢٠٠٢ م .

نبذة عن المترجم

• المهندس سعد الطويل

- * عمل مترجمًا باليونسكو والأمم المتحدة لفترات غير متصلة خلال السنوات ١٩٨٤ إلى ١٩٩٢ ، وترجم العديد من الكتب للهيئات الآتية :
- * الهيئة المصرية العامة للكتاب .
- * المركز الثقافي الفرنسي بالقاهرة .
- * منظمة العفو الدولية .
- * المجلس الأعلى للثقافة .
- * مركز البحوث العربية والأفريقية .
- * دار نشر سطور .