

# نقص الانتفاع برأس المال



عامل يصنع أجزاء الهارمونيكا في مصنع مملوك للدولة في شنغهاي.

ديفيد دولار وشانج - جن وي

David Dollar and Shang-Jin Wei

باستخدام رأس مال أقل، ومن ثم حررت موارد في الصين لاستخدامات أخرى مثل زيادة الاستهلاك. كذلك لا بد أن يسفر تحسن الكفاءة عن زيادة ربحية قطاع الشركات، ويسهم في تحسين الميزانيات العمومية للبنوك التي تمول الشركات. وهناك أسباب كثيرة، مع مراعاة جميع الجوانب، تفسر لماذا قد تكون المشروعات المملوكة للدولة أقل كفاءة من الشركات الخاصة المحلية:

- فقد تواجه تدخلا إداريا أكبر مثل القيود المفروضة على توظيف العمال وتسريحهم، وعلى تحويل خطوط الإنتاج استجابة لظروف السوق المتغيرة.
- لا تتوافر للمشروعات المملوكة للدولة عادة برامج للأجور تشجع الإدارة على تعظيم الكفاءة الاقتصادية وتجنب الإفراط في الاستثمار و«بناء إمبراطورية».
- كذلك يعاني بعض المشروعات المملوكة للدولة من ضعف حوكمة الشركات مما قد يوفر فرصا للإدارة لتحويل الأصول إلى جيوبهم الخاصة.

الصين بسرعة تذهل الأبصار بحيث قد يبدو من اللغو الحديث عن كيفية تحسن الأمور فيها. وتراكم رأس المال والصادرات هما اللذان يحركان النمو الصيني لحد كبير. وقد كانت نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي في البلاد مرتفعة واستمرت في الارتفاع في السنوات الأخيرة، إذ نمت من أقل من ٣٥ في المائة منذ عقد خلا إلى ما يربو على ٤٠ في المائة في ٢٠٠٥ (انظر الشكل ١). وهو نمو أعلى بصورة جوهرية منه في الاقتصادات المتقدمة، بل وحتى في معظم بلدان شرق آسيا الأخرى (التي بلغ المتوسط فيها نحو ٢٥ في المائة في السنوات الأخيرة). ويشعر كثير من المراقبين لأحوال الصين بالقلق من أن بعض الاستثمارات، خاصة من قبل المشروعات المملوكة للدولة، ليس كفتا لأن الشركات الخاصة المحلية والشركات الأجنبية على حد سواء تحقق عائدا على رأس المال أعلى مما تحققه المشروعات المملوكة للدولة. إذ استطاعت الشركات الخاصة والأجنبية تحقيق نفس الناتج

إذا كان تحيز الاستثمار صوب مشروعات الدولة التي لا تتسم بالكفاءة قد انتهى في الصين، فإنها تستطيع أن ترفع مستويات المعيشة بصورة كبيرة دون التضحية بالنمو.

هل هناك فرق كبير في الإيراد على رأس المال بين الشركات مختلفة الملكية أو الشركات القائمة في مواقع مختلفة؟ هل نجحت البلاد في إزالة التحيز في قطاعها المالي لصالح المشروعات المملوكة للدولة بعد نحو ثلاثة عقود من الإصلاحات الاقتصادية؟

لقد تقصينا هذه المسائل باستخدام مجموعة بيانات مستمدة من مسح صممناه ونفذناه في ٢٠٠٥. وغطى المسح ١٢٤٠٠ شركة صناعية في ١٢٠

## «من الأرجح أن تضطر الشركات الخاصة للتخلي عن مشروعات عالية العائد لأنها لا تستطيع الحصول على التمويل.»

مدينة تقع في مختلف أرجاء الصين. وفي هذه العينة التراتبية العشوائية، كان ثلث الشركات شركات كبيرة، وثلثها شركات متوسطة، وثلثها شركات صغيرة. والنتيجة الأولى المثيرة للاهتمام هي أن ٨ في المائة فقط من الشركات كانت الدولة تملك فيها الأغلبية، مما يدل على أن قطاع الصناعة التحويلية في الصين حالياً يتكون إلى حد كبير من شركات خاصة، محلية وأجنبية (انظر الشكل ٣). لكن الشركات المملوكة للدولة تنزع إلى أن تكون أكبر بكثير، ولذلك فهي تمثل نحو ثلث كل رصيد رأس المال الذي شمله المسح (انظر الشكل ٤). كما تمثل نحو ثلث الاستثمار الجاري، لذلك تظل تشكل نسبة كبيرة من الاقتصاد الصيني.

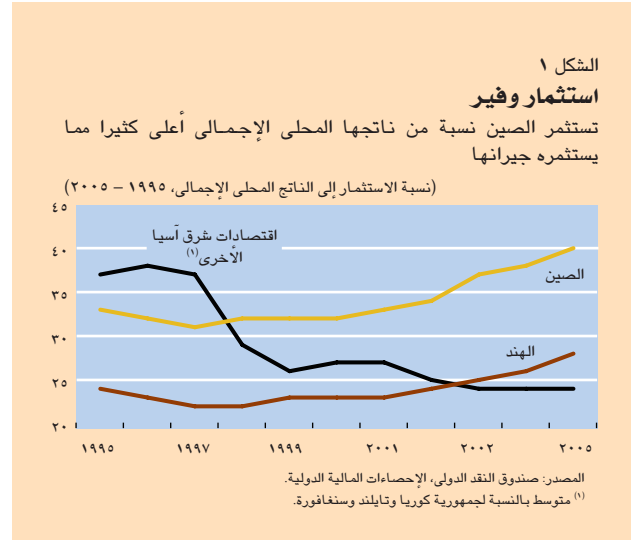
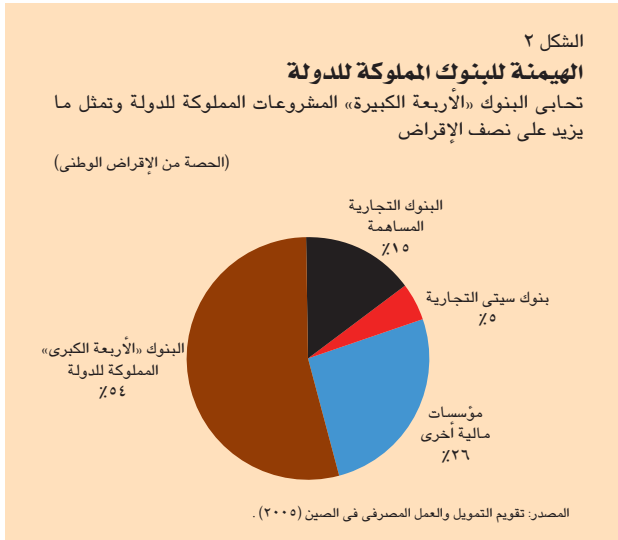
وبالنسبة لكل شركة في أي قطاع وموقع، حسبت الدراسة الإيراد على رأس المال باعتبارها قيمة مضافة ناقصاً أجور العمال، مقسوماً على أسهم رأس المال. وبعد ذلك، تم تحديد انحدار الإيراد على مستوى الشركات على مجموعة من متغيرات المؤشرات تمثل ازواجاً ومواقع عبر الزمن والقطاع، وكذلك مجموعة من متغيرات المؤشرات تمثل ملكية الشركة. وتعكس مؤشرات السنة والقطاع أن

• تحابي البنوك المملوكة في معظمها للدولة، وكذلك سوق رأس المال المحلية، الشركات المملوكة للدولة، بصورة مباشرة في الماضي وغير مباشرة في الحاضر.

ولذا، فل هذه الأسباب المختلفة - ضعف حوكمة الشركات، والحوافز غير الكافية في المشروعات المملوكة للدولة، والحوافز غير الكافية في البنوك المملوكة للدولة، وفرص الشركات الخاصة المحدودة في الحصول على رأس مال الأسهم - يمكن أن تنشأ فجوة في إيراد رأس المال بين الشركات مختلفة الملكية. ولا بد أن يعني هذا التباين في العائد ضمناً أنه إذا تم تقليل التشوه في تخصيص رأس المال، يمكن تخفيض الاستثمار الوطني المفرط في الصين دون التأثير على نتائج النمو. ونورد في هذا المقال بعض البحوث الجديدة التي تقيم كميًا الفجوة في العائد على رأس المال في الصين، وتقدر المكاسب الممكنة في الاستهلاك التي يمكن أن تنجم عن إزالة أوجه عدم الكفاءة.

### فرص غير متكافئة للحصول على التمويل

من المتوقع أن يستمر النظام المالي في الصين، الذي تهيمن عليه البنوك المملوكة للدولة إلى حد كبير، في محاباة المشروعات المملوكة للدولة على الرغم من جهود السلطات المطردة على مر السنين لزيادة الاتجاه التجاري لهذه البنوك (انظر الشكل ٢). ورغم أن المشروعات المملوكة للدولة تمثل حصة متناقصة من الناتج القومي - نحو ٤٠ في المائة فقط في ٢٠٠٥ مقابل ٥٣ في المائة منذ عقد خلا و٧٠ في المائة في ١٩٨٥ - فإن اقتراضها من البنوك المحلية يمثل أكثر من نصف إجمالي القروض التي تقدمها هذه البنوك. وإضافة لذلك، فإن الشركات التي تملك الدولة فيها الأغلبية تمثل معظم الشركات المتداولة بصفة عامة في بورصتي الصين. وربما يرتبط بعض التحيز نحو المشروعات المملوكة للدولة بالحجم الأصغر لإقراض بعض الشركات الخاصة وارتفاع مخاطره. لكن من الشائع سماع شكوى الشركات الخاصة من الصعوبة التي تجدها في تأمين التمويل لكل من رأس المال العامل قصير الأجل واحتياجات الاستثمار طويل الأجل، حتى وإن كانت ملامحها من حيث الحجم والمخاطر مماثلة لنظيراتها المملوكة للدولة. بعبارة أخرى، من الأرجح أن تضطر الشركات الخاصة للتخلي عن مشروعات عالية العائد لأنها لا تستطيع الحصول على التمويل، على نحو أكثر تكراراً مما يحدث لنظيراتها المملوكة للدولة.



المثال، فإنه إذا حصلت المشروعات المملوكة للدولة على معاملة أكثر مواتاة من معاملة الشركات الخاصة المحلية فى الاقتراض من البنوك أو فى الحصول على موافقات الحكومة على أن تدرج فى البورصة المحلية، فعندئذ لابد أن تنزع إيرادات المشروعات المملوكة للدولة إلى أن تكون أدنى منها فى الشركات الخاصة فى المتوسط (انظر الشكل ٥). وباستخدام هذا الإطار، تقيم الدراسة ثلاثة أنواع من عدم الكفاءة، أو التحيز فى تخصيص رأس المال على مستوى الملكية والموقع والقطاع.

ويظهر عدد من النتائج:

- أهمها، وجد أن الشركات المملوكة للدولة لحد كبير تحقق إيرادات من رأس المال أقل مما تحققه الشركات الخاصة أو الأجنبية. فالمعدل الوسيط للإيراد بالنسبة للشركات الخاصة هو ٦٣ فى المائة. وعلى النقيض من ذلك، تبلغ القيم الوسيطة للشركات التى تملكها الدولة بالكامل والتى تملك الغالبية فيها، ٣٧ فى المائة و٥٢ فى المائة، على التوالى. وهذه الأرقام جميعها تبدو كبيرة لأنها حسبت قبل اقتطاع الضرائب والإهلاك، وتعكس كل التشوهات الأخرى فى تكلفة رأس المال. والنقطة الأساسية هى أن إيرادات رأس المال لا تتساوى عبر أنواع الملكية، وأن المشروعات المملوكة للدولة تحقق إيرادات أدنى كثيرا من الشركات الخاصة.
- هناك تحيز كبير للمواقع فى تخصيص رأس المال يحاى المحافظان الغربية، حتى على الرغم من أن الإيرادات هناك هى الأدنى. وتحقق الشركات فى القسم الشرقى من البلاد - منطقة دلتا نهر يانجتسى (شنغهاى، وجيانجسو، وزيانج) ومقاطعة بوهى (التي تضم بيجين وتينجين). أعلى إيرادات من رأس المال، وتحقق المناطق الباقية مستويات متوسطة من الإيرادات. وقد يعكس جزء من هذا التحيز للمواقع سياسات متعمدة لتوجيه الأموال للمناطق الأكثر فقرا، لكن تكاليف الكفاءة الضائعة لم يتم عادة تحديدها من الناحية الكمية.

- هناك أيضا تحيز للتخصيص على مستوى القطاع. ينزع كثير من القطاعات الأقل كفاءة مثل الطباعة والنسخ وتصنيع الأخشاب للحصول على استثمار أكبر مما تحصل عليه قطاعات أكثر كفاءة مثل تكرير المعادن السوداء والجلد والمنتجات المرتبطة بذلك. بيد أن التحيز على مستوى القطاع من الناحية الاقتصادية والإحصائية ليس فى مثل ضخامة التحيز على صعيدى الملكية والموقع. ويمكن تبرير بعض من التحيز على مستوى القطاع بالشواغل البيئية أو اعتبارات أخرى.

كما درسنا قيمة الإيراد الحدى للعمل - الزيادة فى إجمالى الإيراد التى تنجم عن وحدة إضافية من العمل - عبر الشركات. وتبين النتائج أن الشركات المملوكة للدولة بالكامل تحقق قيمة للإيراد الحدى لرأس المال وقيمة للإيراد الحدى للعمل أقل مما تحققه الشركات الخاصة، مما يدل على أن إجمالى إنتاجية عوامل الإنتاج فيها أقل وأن فرصها أسير فى الحصول على التمويل. ومن ناحية أخرى، تحقق الشركات المملوكة جزئيا للدولة قيمة أعلى للإيراد الحدى للعمل، لكنها تحقق قيمة أقل للإيراد الحدى لرأس المال. ويتسق هذا النمط مع التفسير القائل بأن إجمالى إنتاجية عوامل الإنتاج فيها ليست أقل فى المتوسط منها فى الشركات الخاصة بأية حال، لكن فرصها فى الحصول على الائتمان أسير من فرص نظيراتها فى القطاع الخاص.

وتبين النتائج التى توصلنا إليها أن الصين حققت تقدما كبيرا فى إصلاح مشروعات الدولة وخصخصتها. فقطاع الصناعات التحويلية فى أيدى القطاع الخاص إلى حد كبير حاليا. وكثير من المشروعات المملوكة للدولة الباقية مربحة، مما يدل على أنه تحقق بعض الإصلاح الفعال فى حوكمة الشركات. وهذا يعنى القول أن إنتاجية رأس المال فى غالبية الشركات المملوكة للدولة أقل من الإيراد

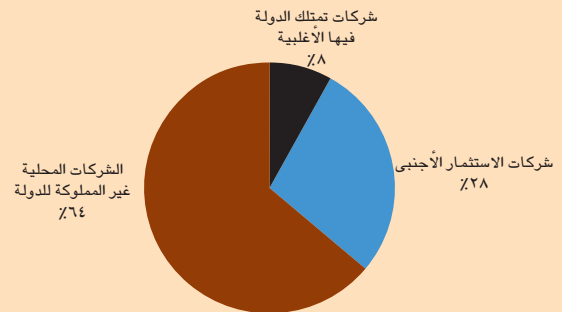
صدمات الطلب والعرض فى سنة محددة وقطاع معين يمكن أن تجعل الإيراد فى هذا القطاع - السنة مختلفا عنه فى غيرهما. وتقيس مؤشرات الملكية الإيراد على مختلف مجموعات الملكية بالنسبة للشركات الخاصة المحلية. ويتم تعريف هذه المجموعات للملكية بطريقة تجعلها تستبعد بعضها البعض: فهناك الشركات المملوكة بالكامل للدولة، والشركات التى تملك الدولة فيها الأغلبية، والشركات التى تملك الدولة فيها الأقلية، والشركات المملوكة للأجانب بالكامل، والمملوكة غالبيتها للأجانب (بدون حصص للدولة)، والشركات التى يملك الأجانب الأقلية فيها (بدون حصص للدولة) والشركات المملوكة ملكية جماعية.

ومن حيث المفاهيم، فإن المديرين لابد أن يساوا بين قيمة الإيراد الحدى لرأس المال الذى تحققه الشركات - الزيادة فى إجمالى الإيراد التى تنتج عن وحدة إضافية من رأس المال - وبين مجموع سعر الفائدة السوقية، وسعر الإهلاك، والتشوهات فى سوق رأس المال التى تواجهها الشركات. وإذا ما تم تخصيص رأس المال بصورة كفاءة، فعندئذ لابد أن تتساوى إيرادات رأس المال عبر الشركات جميعها، بغض النظر عن القطاع، والموقع أو الملكية. ويعكس الفرق فى الإيرادات بين شركتين فى نفس القطاع أساسا الفرق فى تكلفة رأس المال. فعلى سبيل

الشكل ٣

### معظم الشركات خاصة ...

من ١٢٤٠٠ شركة للصناعة التحويلية فى ١٢٠ مدينة، كان ٨ فى المائة منها فقط تملك الدولة فيها الأغلبية

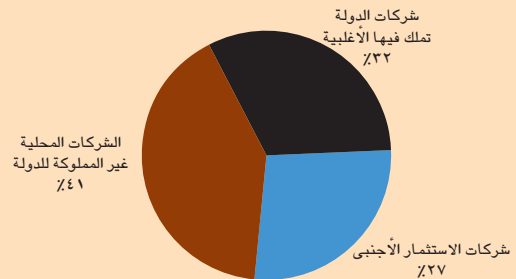


المصدر: دولار وواى (٢٠٠٧).

الشكل ٤

### لكن الشركات المملوكة للدولة أكبر

تمثل الشركات المملوكة للدولة ثلث أصول الصناعة التحويلية.



المصدر: دولار وواى (٢٠٠٧).

في الشركات الخاصة، ذات الاستثمار الأجنبي أو المحلية على حد سواء، مما يدل على أن إصلاح المشروعات المملوكة للدولة لم يمض قدما بالقدر الكافي.

## تداعيات السياسة

إن ما الذى يعنيه ذلك بالنسبة للسياسة؟ من ناحية، فإن التكلفة الإجمالية للتخصيص المالى غير الكفاء، خاصة التحيز على مستوى الملكية، كبيرة. فعلى سبيل المثال، فإنه لو استطاعت الصين أن تزيد إيرادات رأس المال الذى تستخدمه الشركات المملوكة للدولة حاليا (على سبيل المثال بتحويل بعض من

## «ولا بد أن يتمثل أحد الإصلاحات الممكنة فى مطالبة الشركات المملوكة للدولة بأن تدفع أرباحا، وهذه يمكن أن تصبح مصدرا عاما للإيرادات بالنسبة للموازنة.»

رأس المال إلى الشركات الخاصة، أو بإجراء مزيد من التغييرات فى الحوافز التى يوجهها مديرو المشروعات المملوكة للدولة)، لاستطاع البلد عندئذ تخفيض معدل الاستثمار المرتفع جدا فيه بصورة كبيرة، مثلا بنسبة ١٠ فى المائة من الناتج المحلى الإجمالى، دون الإضرار بمعدل النمو. ويمكن أن يؤدي مثل هذا التحسن فى كفاءة الاستثمار إلى تحقيق زيادة أسرع فى استهلاك الأسر المعيشية ومستويات معيشتها بمقدار مساو فى كل سنة. وللصين هدف معلن هو «إعادة توازن» النمو بقدر ما بعيدا عن الاستثمار والتصدير واتجاها إلى الاستهلاك المحلى، ولا بد أن يدعم تحقيق المزيد من الإصلاح فى النظام المالى وحوكمة الشركات فى الشركات المملوكة للدولة هذا الهدف.

ومن ناحية أخرى، فقد تسبب انضمام الصين إلى منظمة التجارة العالمية فى حدوث قدر كبير من تحرير القطاع المالى (إضافة لزيادة الانفتاح التجارى). وقد حدث التنظيمات المختلفة، مثل الحد الأدنى الكبير نسبيا لمتطلبات رأس مال

البنوك، من نطاق التحرير نوعا ما. ومع ذلك، فإنه بزيادة المنافسة من قبل المؤسسات المالية المملوكة للأجانب، قد يوفر تحرير القطاع المالى بصورة مطردة الدوافع اللازمة لحفز البنوك المحلية على التخلص من ممارسات الإقراض غير الكفوءة، خاصة إذا أكملت الحكومة التحرير بالابتعاد عن أسلوب كفاءة البنوك الفاشلة. وفى المناخ الراهن من النمو العالمى والصينى القوي، أصبحت شركات الصناعة التحويلية مربحة فى معظمها؛ ومن ثم فإن الإقراض للشركات الأقل كفاءة قد يقلل ربحية البنوك، لكنه لا يؤدي بالضرورة إلى زيادة القروض المشكوك فيها. بيد أنه إذا كان هناك أى تباطؤ فى الاقتصاد، فقد تجد البنوك المملوكة للدولة أن قروضها المشكوك فيها تتزايد، ولا بد أن يزيد خطر حدوث أزمات مالية أيضا.

وأخيرا، ففى ظل المناخ الراهن، يأتى نحو نصف الاستثمار فى المشروعات سواء الاستثمار الذى تقوم به الدولة أو الاستثمار الخاص - من الإيرادات المحتجزة. والنتيجة التى توصلنا إليها هى أن الشركات المملوكة للدولة تنزع إلى إعادة استثمار الإيرادات حتى وإن كان الإيراد الحدى منخفضا. وهذه الشركات تدفع الضرائب، لكنها لا تدفع أرباحا للمالك أو ممثله، وهو الحكومة. ولا بد أن يتمثل أحد الإصلاحات الممكنة فى مطالبة الشركات المملوكة للدولة بأن تدفع أرباحا، وهذه يمكن أن تصبح مصدرا عاما للإيرادات بالنسبة للموازنة. وتستطيع الصين استخدام هذه الأموال للمساعدة فى تمويل هدفها المعلن، ألا وهو تحسين الخدمات الاجتماعية، خاصة فى المناطق الريفية. ولا بد أن ينزع هذا بصورة مباشرة وغير مباشرة إلى زيادة الاستهلاك فى الصين.

ويتبنى كثير من المشروعات المملوكة للدولة أهدافا اجتماعية، مثل تخفيض البطالة بالإفراط فى توظيف العمال. ومن ثم يمكن اعتبار جزء من أجور عملهم تأمينا مستترا من البطالة. وقد يحاج البعض بأنه بقدر ما تكون به هذه الوظائف غير الاقتصادية قيمة من الناحية الاجتماعية، ينبغى أخذها فى الاعتبار فى تصميم استراتيجيات الإصلاح بالنسبة للمشروعات المملوكة للدولة. ونحن نتعاطف مع هذا، لكن نلاحظ أن صانعى القرارات لم يحسبوا على نحو صحيح التكلفة الاجتماعية للتمويل المدعوم بحكم الأمر الواقع المقدم للمشروعات المملوكة للدولة من حيث استهلاك الأسر المعيشية الضائع. ومقارنة بالاستراتيجية البديلة لتمويل توسع قطاع خاص أكثر كفاءة واستيعاب العمالة الفائضة بهذه الطريقة، فإن الإفراط فى تمويل المشروعات المملوكة للدولة يرجح أن يكون وسيلة رديئة لتحقيق هذه الأهداف الاجتماعية.

خلاصة القول، أن تدابير هيكلية مثل زيادة تحسين ممارسات البنوك فى الإقراض، وتسهيل فرص وصول الشركات الخاصة إلى البورصة، وجمع أرباح من المشروعات المملوكة للدولة، واستمرار خصخصة الشركات، يمكن أن تساعد الصين فى تحقيق هدفها الاقتصادى الكلى فى مواصلة النمو سريعا، لكن باستثمار أقل واستهلاك أكثر. ■

ديفيد دولار هو المدير القطرى للصين ومنغوليا فى البنك الدولى، وشانج - جن وى مدير مساعد ورئيس شعبة التجارة والاستثمار فى دائرة البحوث بصندوق النقد الدولى.

المراجع:

Dollar, David, and Shang-Jin Wei, 2007, "Das (Wasted) Kapital: Firm Ownership and Investment Efficiency in China," IMF Working Paper No. 07/9 (Washington: International Monetary Fund).

