

## الفصل العاشر

### سوق الأوراق المالية : التنظيم اللائحي والاستقرار

#### *Security Market : Regulation and Stability*

ولماذا تنتهي هذه الفترة هذا الفصل سوف نناقش :

- كيف يحمي التنظيم اللائحي صغار المستثمرين
- لماذا قد لا تكون شفافية السوق كما هو متوقع
- لماذا تنهار فجأة أسواق الأسهم ، وماذا يمكن فعله لمنع هذا

تواجه أسواق الأوراق المالية مشكلتين كبيرتين – الخداع وعدم الاستقرار . كما سوف نرى ، توجد طرق كثيرة لخداع المستثمرين ، وواضعو اللوائح يبذلون قصارى جهدهم لحمايتهم . في النصف الأول من هذا الفصل سوف نفحص التنظيم اللائحي للأوراق المالية ، ونرى إذا ما كان فعالاً .

لا أحد يعيش عصر الإنترنت يكون لديه أدنى شك في أن أسواق الأسهم شديدة التقلبات . في أواخر عقد التسعينيات ( 1990 ) ، ارتفعت قيم أسهم الإنترنت إلى نسب خرافية ، فقط ، لكي تنهار بعد سنوات قليلة . كان انهيار أسعار الأسهم سريعاً ، ولكن ليس بسرعة الانهيار الذي حدث في عام 1987 ، عندما فقد مؤشر S&P500 20 في المائة من قيمته خلال يومين

فقط . ما الأضرار الناتجة عن هذه التقلبات ، وماذا يمكن فعله أمام هذه الأضرار ؟ سوف نتناول هذه الأسئلة في النصف الثاني من الفصل .

## التنظيم اللائحي لأسواق الأوراق المالية *The Regulation Of Securities Markets*

بالطبع الخداع ليس مشكلة قاصرة فقط على أسواق الأوراق المالية . إنها مشكلة كل الأسواق . ومع ذلك ، في معظم الأسواق تعتمد أساساً على مقولة " على المشتري أن يكون حريصاً " . توجد قوانين ضد الخداع . ولكنها توفر للمستهلك القليل من الحماية ، و فقط ضد أنواع الخداع الفاضحة . في بعض الأسواق ، توجد قوانين أكثر تحديداً في حماية المستهلك ولكن معظمها يعتمد على حرص ويقظة المستهلك بنفسه . لماذا نحن أكثر قلقاً حول الخداع في أسواق الأوراق المالية ؟

### لماذا تنظم أسواق الأوراق المالية لائحياً ؟

إلى حد ما ، التنظيم اللائحي للأسواق المالية ليس إلا امتداد لقوانين الخداع وحماية المستهلك وإلى ظروف خاصة بأسواق الأوراق المالية . ومع ذلك ، في الواقع يذهب الاهتمام بالتنظيم اللائحي للأسواق المالية إلى أبعد من هذا . لماذا يحظى الخداع بكل هذا الاهتمام ؟ وراء التنظيم اللائحي للأسواق المالية اهتمام كبير . ولكن أيضاً بالسوق . سوق الأوراق المالية ذات الأداء الجيد مسألة مهمة بالنسبة للاقتصاد ككل . اتساع دائرة الخداع يمكن أن تهدد حيويته . الخداع يزيد في تكاليف التعاملات ، لأن المشاركين يجب أن يخصصوا موارد معينة لحماية أنفسهم . تكاليف

التعاملات الزائدة ، والخوف من الوقوع في برائن الخداع يقلل من نطاق السوق . المستثمرون يبتعدون ، والمصدرون الأماناء يجدون تكاليف الأموال مانعة . بسبب العنصر الكبير للتكاليف الثابتة في التعامل مع المشكلة ، تكون العقبة كبيرة أمام المستثمر الصغير والمصدر الصغير .

هل التدخل الحكومي ضروري . في الواقع الخداع مشكلة تحفيز . بالطبع ، الأمانة مسألة أخلاقية ، ولكن الأفراد سوف يكونون أكثر أمانة في الاعتماد عليهم عندما " تكون الأمانة السياسة المثلى " . سوف يكون هذا كذلك ، عندما تكون تكاليف السمعة السيئة أكبر من المكاسب المتوقعة من الخداع .

المشكلة في الأسواق الخاصة بالأوراق المالية أنها ، بالنسبة للفرد ، أن المكاسب من الخداع يمكن أن تزيد بسهولة على تكاليف فقد السمعة . ومع ذلك ، توجد تكاليف إضافية ، التي لا يتحملها الفرد أو لا يأخذها في اعتباره - السمعة الخارجية التي تنال من الجهة أو الفرد دون ذنب . ليس فقط سمعة الفرد المخادع هي التي يصيبها الضرر ، ولكن أيضاً سمعة السوق .

يفترض مثل هذا الأثر الخارجي الحاجة إلى التدخل . ولكن هل نحن حقيقة في حاجة إلى تدخل الحكومة ؟ يوجد بديل : تنظيم الذات . حيث أن المشاركين في أسواق أخرى يعانون من الأثر الخارجي على السمعة التي يخلقها الخداع الفردي ، يوجد حافز لوضع سياسة . بالطبع ، يتطلب وضع سياسة وجود تنظيم ، ولكي يكون وضع السياسة فعال ، يجب أن يكون مثل هذا التنظيم قادراً على معاقبة المخادعين .

في الواقع ، بسبب طبيعة أسواق الأوراق المالية ، يمكن تلبية شروط تنظيم الذات بسهولة . لقد رأينا أن التجارة في الأوراق المالية تتجه إلى المركزية في أسواق منظمة . توفر السيطرة على الأسواق المنظمة ، التنظيم اللازم لوضع السياسات . توفر القدرة على استبعاد المخادعين من السوق

العقاب اللازم . وبالطبع ، يساعد هذا على أن ميزة سمعة السياسة الجيدة يلتقطها السوق : السوق المنظم لاثياً بصورة جيدة يجذب المزيد من التعاملات .

تتولى الحكومة الإشراف . تاريخياً ، قد كان التنظيم الذاتي هو القاعدة . وضعت البورصات سياسات لكل من المضاربين والمصدرين . ومع ذلك ، كما رأينا في الفصل السابع ، اغتصبت الحكومات هذا الدور ، ومن ثم قد أضعفت سلطة البورصات في هذا الدور .

في الولايات المتحدة الأمريكية ، كان الانهيار الكبير في عام 1929 ، والكساد الكبير الذي تلاه هو الذي أحدث هذا التغيير . كان هناك إحساس عام بأن التنظيم اللاتحي عن طريق البورصات قد كان غير ملائم ، وأن الخداع بأشكاله المتعددة كان ذائع الانتشار وأن هذه العوامل قد ساهمت في كل من الازدهار والانهيار . التأكيد الشائع تضمن الآتي :

- تفتقر البورصات إلى الإرادة أو السلطة على حمل المصدرين على كشف المعلومات الكافية للمستثمرين .
  - يناور أعضاء البورصات على الأسعار على حساب الجمهور .
  - هامش الإقراض المبالغ فيه من البنوك والسماسرة قد ضاعف من الآلام .
  - كان خيار أولئك الأعضاء " البيع القصير " لكي يشاركوا عن قصد في الذعر المصرفي .
- على الرغم من أن البحوث التالية قد فشلت في تدعيم هذه الاتهامات، فقد كانت تحظى باعتقاد راسخ في ذلك الوقت ، وأعطت للحكومة الدافع لكي تتولى التنظيم اللاتحي لأسواق الأوراق المالية .

من الذي يحتاج إلى حماية ؟ ليس كل المشاركين في أسواق الأوراق المالية على مستوى واحد من الحاجة إلى الحماية . يحتاج المستثمرون بدون علاقة إلى حماية أكثر من المستثمرين ذوي العلاقة \* .

بينما لدى المستثمرين ذوي العلاقة الحافز والوسائل للعناية بأنفسهم ، فإن المستثمرين بدون علاقة ليس لديهم لا الحافز ولا الوسائل . مع المستثمرين ذوي العلاقة ، المراقبة جزء من الحزمة : سهولة الوصول إلى المعلومات الخاصة ، وأصواتهم مسموعة .

يفتقر المستثمر الصغير بدون علاقة إلى الحافز في أن يتحمل أعباء المراقبة . المستثمر الكبير بدون علاقة – المؤسسات المستثمرة والأفراد الأثرياء – لديهم حافز قوي لحماية أنفسهم ، لأن لديهم الكثير المعرض للمخاطر . إنهم يستطيعون شراء خدمات مديري الأموال لأداء هذا الدور نيابة عنهم . أمام المستثمرين الصغار الطريق مفتوحاً أيضاً للمراقبة ، بوضع أموالهم في مؤسسات موثوق بها مثل صناديق الأموال للتبادلية ، أو صناديق المعاشات ، أو شركات التأمين.

الفئة الثانية من المستثمرين بدون علاقة – المستثمرين الأجانب – قد تكون لديهم الحوافز ، ولكن بدون وسائل . المعلومات العامة ليست متاحة ، إذا كانت بلغة أجنبية . الكثير من المعلومات المهمة قد لا تنشر ، ولكنها تكون معروفة للمحليين . قد تعني اختلافات التوقيت وجود أشياء تحدث بينما المستثمرون الأجانب نائمون . لذلك ، ليس هناك ما يدعو إلى الدهشة ، أنه على الرغم من التقدم الكبير في "العولمة" ، يوجد تحيز سوق نحو المواطنين في الاستثمار . لدى المستثمرين تفضيل قوى – مع تسليوي الأشياء الأخرى – للاستثمار في أسواق الأوراق المالية في لوطنهم .

\* . نظر الفصل الرابع والخامس حول التمييز بين المستثمرين بدون علاقة والمستثمرين ذوي العلاقة .

ليس المستثمرون هم الفئة الوحيدة التي تحتاج إلى حماية . في سوق المضاربيين ، يخشى المضاربون من تجار المعلومات العالمين ببيواطن الأمور . في سوق المزايدات ، يخشى تجار المعلومات الذين يقدمون اكتشاف السعر والسيولة من مناورات السوق . عندما تكون هذه المشكلات كبيرة بدرجة كافية ، فإن منشئ الأسواق سوف يسحبون خدماتهم ، وسوف ينال هذا من جودة السوق .

بعد أن فهمنا أسباب التنظيم اللانحي لسوق الأوراق المالية ، دعنا نرى كيف يعمل . نبدأ بتناول الهيكل اللانحي – كيفية تنظيم اللوائح ، ثم نتناول مادة اللوائح المنظمة . سوف نركز أساساً على التنظيم اللانحي في U.S. ، ثم نرى بعد ذلك كيف يختلف التنظيم اللانحي في بلدان أخرى .

### هيكل بناء التنظيم اللانحي

تلخص اللوحة 10 – 1 هيكل بناء التنظيم اللانحي لأسواق الأوراق المالية الرئيسية . لاحظ التقنيات المتناثر لهذا الهيكل . الأوراق المالية وثيقة الارتباط بعضها مع البعض الآخر تخضع إلى تنظيم هيئات مختلفة . بصفة خاصة ، سوق الأسهم تنظمه SEC ، بينما سوق مؤشرات الأسهم في العمليات الآجلة تنظمه CFTC ( لجنة تجارة السلع الآجلة ) . لاحظ أيضاً ، أن الأسواق التي هي أساساً أسواق جملة مع عدد صغير من المستثمرين مثل سوق المال ، وسوق الأوراق المالية المدعومة برهونات ، غالباً تتهرب من الخضوع للوائح التنظيمية . سوق أوراق مالية البلديات لا تنظمه الحكومة الفيدرالية .

## اللوحة رقم 10 - 1

### التنظيم اللائحي لأسواق الأوراق المالية في U.S.

واضعو لوائح حكومية	تنظيم ذاتي	السوق
الغرفة ، SEC ، Fed	لا	أوراق مالية U.S. والهيئات الحكومية
لا	لا	سوق المال
لا	لا	أوراق مالية مدعومة برهونف
Fed ، SEC	بورصة NYSE ، بورصات أخرى	أسهم وسندات الشركات
(متطلبات الهش)	مجلس إدارة أوراق مالية البلدية	أوراق مالية البلديات
لا	جمعية لصلوات الأجنة القومية	الصلوات المالية الأجنة
CFTC	هيئة مقاصة الخيارات	الخيارات المالية
CFTC		

قوانين الأوراق المالية . الأساس القانوني للتنظيم اللائحي للأوراق المالية يقوم على قانونين - قانون الأوراق المالية ( 1933 ) ، وقانون بورصة الأوراق المالية ، ( 1934 ) . توضح اللوحة 10 - 2 بعض نصوصها الأساسية . كما يمكنك أن ترى ، تتضمن قوانين الأوراق المالية مزيج من سياسات تنظيم الذات الحكومية وسياسة إحلال الحكومة محل تنظيم الذات . في التنظيم اللائحي للتجارة والأسواق ، دور الحكومة ينحصر بدرجة كبيرة في الإشراف على تنظيم الذات من خلال البورصات . في المقابل ، في التنظيم اللائحي للمصدرين قد اضطلعت الحكومة إلى حد كبير بالدور الذي قامت به سابقاً البورصات .

## اللوحة رقم 10 - 2

### قانون الأوراق المالية ( 1933 ) ، وقانون بورصات الأوراق المالية ( 1934 )

- أُنشئت لجنة بورصة الأوراق المالية SEC لإدارة قوانين الأوراق المالية .
- يجب أن تسجل الأوراق المالية الجديدة لدى SEC : مع التزام الجهة المصدرة بالكشف عن كل المعلومات المرتبطة .
- المصدرين الذين لديهم أوراق مالية مسجلة في بورصة أسهم يجب أن يقدموا تقرير سنوية وبيانات دورية إلى SEC .
- أي نظام تعامل يعتبر بورصة أوراق مالية يجب أن يسجل لدى SEC . يجب أن تكون البورصة مملوكة للأعضاء ( أولئك الذين يتعاملون عليها ) ، ويجب أن تنضم نظاماً للتنظيم اللائحي الذاتي .
- يجب أن يقدم العالمون بواطن الأمور الداخليون تقريراً عن أي تعاملات في أوراق مالية لشركة التي يصلون لديها إلى SEC .
- الأشكال المختلفة من مناورات السوق ، بما في ذلك الكشف عن معلومات زائفة أو مضللة ممنوعة .

كما هي الحالة دائماً ، يدعم التنظيم اللاتحي الاحتكار . البورصات ، بعد أن تصبح محمية من التنافس قانونياً ، فإنها تتبنى القواعد التي تزود أعضائها بالأرباح الاحتكارية . المثال البارز في هذا المجال يأتي من العمولات الثابتة : كان مطلوباً من الأعضاء أن يتقاضوا عمولات من العملاء طبقاً لجداول تضعها البورصة . اعتمدت SEC هذه الممارسات . أمام النقد المتزايد لهذه الممارسات أصدر الكونجرس تعديلات لقوانين الأوراق المالية عام 1975 . ألغت هذه التعديلات للقواعد المضادة للتنافس وخاصة تلك المتعلقة بالعمولات الثابتة . إنها وجهت SEC إلى تدعيم التنافس ، وإلى إقامة " سوق للأوراق المالية على المستوى القومي " .

لنوع المنظمة للعمليات الآجلة والخيارات . كان أول تشريع فيدرالي لتنظيم العمليات الآجلة والخيارات في عام 1922 ، ثم تعديله وتغيير اسمه إلى قانون بورصة السلع ( CEA ) عام 1936 ، نص هذا القانون على أن تجري التعاملات على أرض بورصات معينة ، ووضع آليات الترخيص والتنظيم اللاتحي للبورصات ، المضاربين والسامرة .

أنشئت لجنة تجارة السلع الآجلة CFTC ، عام 1974 لإدارة تشريع العمليات الآجلة والخيارات . حلت هذه اللجنة محل هيئة بورصة السلع (أنشئت عام 1934 ) . ترافق CFTC أسواق ومضاربات العمليات الآجلة ، ويجب أن تعطي موافقتها قبل التعامل مع أي نوع من عقود العمليات الآجلة الجديدة .

يمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية إلى عدد من الفئات - التنظيم اللاتحي للمصدرين ، التنظيم اللاتحي للتعاملات ، التنظيم اللاتحي للأسواق ومنشئ الأسواق ، والتنظيم اللاتحي لمديري الأموال . نتناول كل منها بالترتيب .

## التنظيم اللائحي للمصدرين

تقديم الأوراق المالية إلى الجمهور . التنظيم اللائحي لأوراق  
المالية ، من أجل ضبط النظام في السوق الأولية . يتركز اهتمامه الأساسي  
في منع المصدرين من استغلال عدم تماثل المعلومات في تضليل  
المستثمرين.

تاريخياً ، كما رأينا في الفصل الأول ، كان هناك حل خاص لهذه  
المشكلة – الجهة الضامنة للاكتتاب . تستطيع مثل هذه الجهة أن تحصل  
على المعلومات الضرورية ، وتصادق على أمانة المصدر . إن الجهة  
ضامنة الاكتتاب الجديرة بالثقة سوف تخفض تكاليف التمويل للمصدرين ،  
ومن ثم جذب الأعمال الآجلة . يكمل التنظيم اللائحي الحكومي عمل الجهة  
الضامنة للاكتتاب من خلال المطالبة بالمكاشفة والشفافية للجمهور حول كل  
المعلومات المتعلقة بنشاط الشركات للمصدرة . لاحظ أن المطالبة تذهب إلى  
ما وراء التنبه السلبي ضد الخداع أو سوء التمثيل . إنها تتضمن متطلبات  
التأكيد على كشف كل الحقائق المرتبطة .

ليس كل ما يصدر من أوراق مالية يجب أن يسجل لدى SEC :  
إعفاءات مهمة تتضمن الآتي :

- المصدرون لأوراق مالية تقل عن 1.5 مليون دولار سنوياً .
- الأسواق الخاصة – أوراق مالية تقدم إلى مجموعات خاصة من  
المستثمرين ذوي الخبرة والمعلومات الكافية للحصول على ما  
يريدونه من معلومات مرتبطة .
- أوراق مالية الشركات ذات مدى استحقاق تقل عن 270 يوماً ،  
ومعظم أوراق مالية أسواق المال الأخرى .

• أوراق مالية الحكومة الأمريكية وأسواق مالية معظم البلديات ( على الرغم من أن قوانين الولاية تطلب غالباً المكاشفة بالنسبة للأخيرة ) . استمرار المكاشفة . في السوق الثانوية يوجد قلق أيضاً بأن المصدرين قد يضللون المستثمرين حيث يهتم البيع والشراء بأسعار لا تعكس القيمة الحقيقية.

يأتي الحل غير حكومي أيضاً في شكل متطلبات التسجيل في البورصة . تستمر أهمية التسجيل . نمطياً ، تطلب البورصات من الشركات المسجلة أن تقدم تقارير ربع سنوية ، والتي تكشف عن كل " المعلومات المادية " .

يكمل التنظيم اللائحي الحكومي هذا عندما يطلب تقارير متنوعة تقدم إلى SEC ( هذه الأيام على الإنترنت ) . التقارير الأساسية تشمل : تقرير سنوي على نموذج 10-K وتقرير ربع سنوي على نموذج 10-Q ، وتقرير جار على نموذج 8-K لأي شهر تحدث فيه وقائع معينة . يعتمد المستثمرين قانونياً على هذه التقارير عند تعرضهم لأية خسائر ، نتيجة سوء التمثيل أو حذف معلومات محورية .

لا تخلو متطلبات المكاشفة من النقد . أحد الاعتراضات إنها تضر بالميزة التنافسية للشركة ، حيث تكشف عن معلومات ذات قيمة تجارية عالية. ومع ذلك ، لا يوجد الكثير من الأدلة التي تدعم هذا . اعتراض آخر يشير إلى أن متطلبات المكاشفة تشوه حوافز المديرين ، لأنها تؤدي إلى التلاعب بالأرقام ، وخاصة تلك التي تظهر في كشوف الميزانية . الأكثر من هذا ، تلبية متطلبات المكاشفة ليست بدون تكلفة ، ومن المحتمل أن تذهب إلى ما هو أبعد ، إذا زادت التكاليف عن الفوائد للشركات وللمستثمرين .

بالطبع ، لكي تكون معلومات المكاشفة ذات قيمة ، يجب أن تؤسس على نظام وممارسات محاسبية سليمة . يتولى وضع المعايير المحاسبية هيئة مهنية مجلس معايير المحاسبة المالية ( FASB ) ، تأخذ هذه المعايير في اعتبارها المزايا والتكاليف ، حيث يمكن أن تكون المتطلبات باهظة التكاليف . لا يحتاج المستثمرون فقط إلى معلومات ، إنهم يحتاجون إلى معرفة ماذا تعني . لحسن الحظ ، توجد صناعة كاملة من محلي الأوراق المالية ، ووسائل إعلام مالية تشغل الأرقام ، وتنقل وجهات نظرها إلى الجمهور .

قوانين الولاية . تحمي قوانين الشركات المستثمرين أيضاً . تضع الولايات قوانين الشركات بدلاً من الحكومة الفيدرالية ، وتوجد منافسة شديدة بين نظم قوانين الولاية الخاصة بالشركات لكي تدخل نظامها التشريعي . إنها قوانين الشركات التي وفرت الكثير من الحماية القانونية لمستثمري الأسهم العادية التي ناقشناها في الفصل الخامس . إنه قانون الشركات أيضاً الذي وضع مجموعة من القواعد من أجل إعادة هيكلة الشركات ( الاندماج والتملك ، وهكذا ) لحماية مصالح حاملي الأسهم بدون علاقة .

التنظيم الداخلي للتعاملات . يراقب التنظيم اللائحي في الأوراق المالية ، التعاملات في الأوراق المالية لضمان أن تكون التعاملات عادلة . أحد الأسباب الذي يجعل التعامل غير عادل أن التجار العالمين يبيعون الأمور الداخليين ذوي التميز في الحصول على المعلومات قد يبيعون الأوراق المالية بأكثر مما يستحق أو يشترونها بأقل مما تستحق . على سبيل المثال ، عندما يعرف الداخليون ( insiders ) ذوي التميز في الحصول على المعلومات أن أداء الشركة في طريقه إلى التحسن أفضل مما هو معتقد عامة ، قد يشترون أوراقها المالية من مستثمرون يجهلون هذه المعلومات ، بأقل

مما تستحقه حقيقة . منع مثل هؤلاء المتسلقين من التعامل أحد أهداف التنظيم اللاتحي للأوراق المالية .

سبب آخر يجعل التعامل قد يكون غير عادل يتمثل في المناورات في السوق . نحن نعرف أن سعر السوق يستجيب إلى كل من المعلومات الجديدة وعدم توازن السيولة . إنه يمكن التلاعب به خلال أي من القناتين . يمكن إذاعة المعلومات المضللة عن عمد لجعل الأسعار ترتفع أو تهبط نتيجة خلق انطباع معين يخدم هذا الغرض أو ذلك . أو أن مضارباً يمكن أن يشترى حصة كبيرة من إصدار معين لخلق ندرة مصطنعة ( عدم توازن سيولة ) والتي تسحب السعر إلى أعلى . منع مثل هذا التلاعب هدف آخر للتنظيم اللاتحي للأوراق المالية .

تجارة العالمين بيوطن الأمور In siders . منذ عام 1961 فسرت SEC نصوص قوانين الأوراق المالية المقاومة للخداع على أساس منع تعاملات الداخلين القائمة على المعلومات غير المتاحة للجمهور . ينظر إلى الداخلين على أنهم أعضاء مجالس الإدارة ، وأعضاء الإدارة العليا في الشركات ، وأيضاً الاستشاريون المهنيون مثل أمناء الاستثمار في البنوك أو شركات الأموال ، المحامون ، والمحاسبون . يطلب من الداخلين أن يسجلوا في تقارير خاصة كل تعاملاتهم في أسهم الشركة . يتعرض المخالفون إلى غرامة والسجن ، ويمكن مفاضاتهم لما أحدثوه من أضرار في المحاكم المدنية عن طريق المستثمرين الذين يشترون أو يبيعون إلى مثل هؤلاء الداخلين .

يمكن أن تؤدي تعاملات الداخلين منسئ الأسواق أيضاً . قد تخفض تعاملات الداخلين توريد إنشاء الأسواق ، ومن ثم ، عرقلة سيولة السوق . يمكن النظر إلى ما تحققه هذه الفئة من مكاسب على أنه سرقة من الشركة

ومن المستثمرين بدون علاقة . ومع ذلك ، يوجد من يجادل ، بأنه عندما تسحب المعلومات الداخلية من السوق ، ولا يوجد أحد يتاجر على أساسها ، سوف يكون سعر السوق غير عادل حتى إذا لم يكسب الداخلون شيئاً . إن السعر سوف يكون غير عادل لأنه لا يعكس كل المعلومات المتاحة . إذا سمح للداخلين بالتعامل ، فإنه سوف يكون لديهم حافز قوي للتجارة على هذه المعلومات بأسرع ما يمكن ، وأن سعر السوق سوف يستجيب بسرعة ليعكس المعلومات الجديدة .

يوجد دائماً أخذ وعطاء . ليس واضحاً إذا ما كانت للقوانين التي تحكم تعاملات الداخلين ( العالمين ببواطن الأمور ) مفيدة أكثر منها ضارة . الإلجبار مشكلة ، والمقاضاة الفعلية نادرة . إنه من السهل أيضاً أن يلتف الداخلون حول قوانين تعاملاتهم — على سبيل المثال ، المتاجرة بأسهم الشركات المنافسة أو الموردة بدلاً من شركتهم الذاتية . في الواقع ، لأن قوانين تعاملات الداخلين تزيد من تأثير السوق على التصريحات ، وهذا يجعل تجارة العالمين ببواطن الأمور الداخلين ، أكثر ربحية .

مناورات السوق : بينما مناورات السوق محظورة في كل أسواق الأوراق المالية . فإنها ليست مسألة كبيرة في أسواق الأسهم العادية والدين . في المقابل ، في أسواق العمليات الآجلة والخيارات ، منع المناورة في السوق هدف أساسي للتنظيم اللاتحي .

في التنظيم اللاتحي ضد المناورة في السوق ، يوجد منهجان متاحان - تنظيم لاتحي قائم على الضرر ، وتنظيم لاتحي قائم على الوقاية . يراقب الأول السوق من أجل المناورة أو التلاعب ، وإذا اكتشف يعاقب المناور أو المتلاعب . يسعى الثاني إلى جعل المناورة مستحيلة أو على الأقل صعبة .

بينما يعتمد التنظيم اللائحي في سوق الأسهم على المنهج القائم على الضرر ، فإن التنظيم اللائحي في أسواق العمليات الآجلة والخيارات أساساً للوقاية . توجد تنظيمات لائحية تحد من حجم مراكز المضاربة . تراجع CFIC شروط العقود الجديدة ، ويمكن أن تطلب تغييرات لتخفيض إمكانية المناورة . إذا حدث شك لدى CFTC حول وجود تلاعب تستطيع أن تتدخل في السوق لفرض سعر معين يجب أن يسوى المضاربون تعاملاتهم على أساسه ، أو تجبرهم على تسهيل مراكزهم غير المسددة .

### التنظيم اللائحي للأسواق ومنشئ الأسواق

الفئة الثانية من التنظيم اللائحي تتناول الأسواق ذاتها . يحاول مثل هذا التنظيم أن يمنع ظلم شركات الأوراق المالية التي تنشئ الأسواق ، ويضع القواعد للأسواق المنظمة بهدف تحسين أدائها .

شركات الأوراق المالية . يستطيع السماسرة الذين يعملون لدى شركات الأوراق المالية أن يسيئون التصرف بطرق متنوعة . يطلق على أحد الأمثلة ، جرى الطليعة *front-running* . يحدث هذا عندما يتسلم أحد السماسرة أمراً ضخماً ، ويتوقع أن تكون النتيجة تغير في السعر ، يتاجر لحسابه الخاص ، قبل أن ينفذ أمر العميل .

خط الدفاع الأول ضد سوء السلوك يتمثل في التسجيل ، سواء لدى هيئات التنظيم اللائحي في الولايات أو لدى SEC . يمكن تعليق التسجيل أو إلغائه إذا ثبت سوء سلوك السماسر أو المضارب . يضاف إلى ذلك ، أن قوانين الأوراق المالية تحظر بوجه خاص أنواعاً معينة من السلوك مثل جرى الطليعة ، وتتطلب ممارسات إدارية معينة . تتطلب الأخيرة حفظ

مسجلات تفصيلية ، وتقارير عن التعاملات ، والفصل الواضح بين أصول العميل وأصول السمسار الخاصة .

لحماية العملاء من إخفاق شركات الأوراق المالية يطلب التنظيم اللاتحي حد أدنى لرأس المال . أنشأ قانون هيئة حماية مستثمر الأوراق المالية عام 1970 . طبقاً لهذا القانون نشأت شركة حماية مستثمر الأوراق المالية SIPC ، لتأمين حسابات العملاء . تأمين SIPC حسابات عملاء شركات الأوراق المالية حتى 500.000 دولار ، متضمنة 100.000 دولار تأمين الحسابات النقدية .

الأسواق المنظمة . التنظيم اللاتحي للأسواق المنظمة إلى حد كبير تنظيم لاتحي ذاتي – تركته SEC للأسواق المنظمة ذاتها . يجب أن تكون بورصات الأوراق المالية مسجلة لدى SEC ، وتضع نظاماً للوائحها الذاتية . يجب أن يتضمن مثل هذا النظام ، على سبيل المثال ، قواعد تحدد " أولويات التعامل " – على سبيل المثال ، العطاءات الأعلى ، والعطاءات الأسبق تنفذ أولاً.

شفافية السوق . أحد الموضوعات الذي لم تتركه SEC للتنظيم الذاتي يتمثل في " شفافية السوق " . يكون السوق شفافاً قياساً إلى المدى الذي تكون فيه معلومات التعامل متاحة للجمهور في وقتها الحقيقي . يكون السوق في قمة الشفافية ، عندما تكون كل المعلومات المرتبطة – الأسعار ، الحجم ، تدفق الأوامر ، هوية المضارب – متاحة في لحظتها للجميع ، وهذا ما تدفع إليه SEC الأسواق بصفة عامة .

تبدو الشفافية بالتأكيد من الأمور السليمة ، ولها فضائلها التي يجب أن يقف المرء مدعماً لها . ولكن بالطبع يوجد أخذ وعطاء . الإيجار على شفافية زائدة له تأثيرات معقدة على هيكل أسواق الأوراق المالية . إذا كان

السعر متاحاً في لحظتها وبدون تكلفة لماذا تحمل مشقة وتكاليف التعامل في البورصة ؟ كما رأينا في الفصل السابع ، نقل الشفافية من شأن الأسواق المنظمة ، حيث يصبح من السهل التعامل بعيداً عن السوق . تتمثل النتيجة في التفتت التنظيمي مع تأثيره السلبي على السيولة واكتشاف السعر . حيث أن التعامل خارج السوق غير منظم لائحياً ، قد تكون النتيجة أيضاً تنظيمياً لائحياً أقل فعالية . تعرّض الشفافية الزائدة أيضاً منشئ الأسواق إلى مخاطر خسارة متزايدة لتجار المعلومات . إنها أيضاً ، قد تخفض لذلك ، توريد إنشاء الأسواق ، مرة أخرى ، مما يضر باكتشاف السعر والسيولة .

### التنظيم اللائحي لمديري الأموال

حتى الآن قد ركزنا على كيفية حماية التنظيم اللائحي للمستثمرين كأفراد الذين يتعاملون مع الأوراق المالية في الأسواق المنظمة . ومع ذلك ، يستطيع الأفراد تفادي أخطار تكاليف الاختيار ، الحفظ والتعاملات في الأوراق المالية عن طريق تفويض بعض أو كل المهام إلى المؤسسات المالية الوسيطة أو مديري الأموال . مع المؤسسات المالية الوسيطة ، مثل شركات التأمين على الحياة ، صناديق المعاشات ، وصناديق الأموال التبادلية ، يشتري الفرد التزامات المؤسسة الوسيطة ويترك الاستثمار للمؤسسة الوسيطة . كما قد رأينا ، نسبة كبيرة ومتزايدة من الأوراق المالية تحتفظ بها وتتعامل فيها المؤسسات المستثمرة . مع مديري الأموال ، مثل إدارات أمناء الاستثمار في البنوك ، المصرفيين ذوي الأعمال الخاصة ، واستشاري الاستثمار ، يمتلك العملاء الأفراد الأوراق المالية ، ولكن قرارات الاستثمار تفوض إلى مدير المال . التفويض هنا تصرف سليم بسبب اقتصاديات الحجم والتخصص ، وتقدم المؤسسات المالية الوسيطة ميزة إضافية – الوساطة .

ومع ذلك ، المشكلة مع هذه الترتيبات تتمثل في كيفية حماية العميل من التفويض . تستطيع المؤسسات الوسيطة أن تخدع عملاءها أو تتوقف عن السداد . مديرو الأموال يمكنهم أن يخدعوا أو حتى يسرقوا ، أو يحملوا العملاء خسائر من خلال عدم الكفاءة أو الإهمال .

SEC مسئولة عن التنظيم اللاتحي لمديري الأموال ، تطبيقاً لقانون استشاري الاستثمار عام 1940 ، الذي يتطلب أن يسجل هؤلاء الاستشاريون أنفسهم لدى SEC ، وينظم علاقاتهم بعملائهم . مع هذا النوع من التنظيم اللاتحي ، يوجد أخذ وعطاء أيضاً . من المحتمل أن التنظيم اللاتحي الصارم يؤدي إلى جودة عالية في الخدمة ، ولكن بتقييد شروط التسجيل ، فإنه أيضاً يشجع على التكتل الاحتكاري ، وأسعار أعلى مقابل الخدمة . قد يضر هذا أولئك الذين يهتمون بالتكاليف أكثر من اهتمامهم بالجودة . على الجانب الآخر التنظيم اللاتحي الأقل تشدداً يسهل الدخول ، ويدعم المنافسة . يؤدي هذا إلى خدمة أرخص ، ولكن ليس بالضرورة أفضل . الخدمات الجيدة أكثر تكلفة ، ومن الصعب أن يعرف العملاء متى يحصلون عليها . ومن ثم قد تطرد الخدمة السيئة الخدمة الجيدة من السوق .

## التنظيم اللاتحي في بلدان أخرى

### منهجان مختلفان

بصورة عامة ، التنظيم اللاتحي لأسواق الأوراق المالية في البلدان الأخرى يمكن أن يأخذ أحد منهجين شاملين . المنهج الذي تتبناه U.S. ، وبلدان أخرى تتحدث الإنجليزية ، وفي عدد قليل آخر ، يسعى إلى تدعيم آليات السوق . المنهج المطبق في أماكن أخرى – على سبيل المثال ، في معظم بلدان القارة

الأوربية وفي اليابان - يعتمد على المزيد من الرقابة الحكومية المباشرة .  
سوف نطلق على المنهج الأول " منهج الأنجلو " وعلى الثاني " المنهج القارى " .  
يعتمد المنهج القارى على الإشراف اللصيق لمنع المشكلات قبل  
الحدوث . على سبيل المثال ، تتطلب إصدارات الأوراق المالية الجديدة  
الحصول على ترخيص : يحكم المهنيون إذا ما كانت الأوراق المالية  
المقترحة " ملائمة " للمستثمرين ( يطلق على هذا نظام الجدارة ) . في  
المقابل ، يضع منهج الأنجلو المعايير ، ثم يركز على اكتشاف ومعاينة  
المخالفين . على سبيل المثال ، تتطلب الإصدارات الجديدة التسجيل  
والشفافية، بدلاً من الترخيص . إذا تحولت الشفافية عن مسارها الصحيح ،  
يعتبر المصدر مخادعاً أو غير ملائم .

بصفة عامة ، لدى البلدان القارية القانون المدني ضمن نظامها  
القانوني . المبدأ الأساسي في القانون المدني ، أي شيء لا ينص عليه  
القانون صراحة ، يعتبر محظوراً . لذلك ، الابتكار المالي صعب ، لأن أي  
شيء جديد يتطلب الحصول على ترخيص من واضعي اللوائح التنظيمية .  
بصفة عامة ، بلدان " الأنجلو " لديها نظام القانون العام . المبدأ الأساسي في  
نظام القانون العام ، أن أي شيء لا يمنعه القانون فهو مباح . ومن ثم ، لا  
توجد قيود على الابتكار المالي الذي لا يخالف القوانين القائمة . ليس هناك  
غربة بأن معظم الابتكارات المالية ظهرت في بلدان " الأنجلو " .

نتج البلدان القارية إلى الاعتماد على الرقابة المباشرة أو إدارة  
الأسواق بواسطة المهنيين . نتج بلدان " الأنجلو " إلى البناء على التنظيم  
اللائحي القائم ، بواسطة تكملته بالإشراف اللائحي ، وتدعيم المؤسسات  
الأكبر ، لأنها الأسهل في التعامل بالنسبة للمهنيين . المنهج الأنجلو أكثر  
إيجابية لحالات الدخول والمنافسة .

عدد قليل من البلدان تعتبر " أنجلو " صافية أو قارية صافية في مناهجها إلى التنظيم اللاتحي . تتجه النظم الفعلية إلى أن تكون خليطاً ، تعطي فقط تفضيلاً لأحد المناهج على الآخر . على سبيل المثال في U.S. ، التنظيم اللاتحي لسوق الأسهم عن طريق SEC يناسب النمط الأنجلو ، بينما التنظيم اللاتحي لسوق المشتقات عن طريق CFTC يتجه أكثر نحو المنهج القاري.

لأنه ينظر إلى النظام المالي في U.S. على أنه الأكثر نجاحاً ، فقد كان هناك اتجاه لتقليد مناهجه في دول أخرى . منذ عقد الثمانينيات (1980)، قد تحول عدد من الدول القارية من الجدارة للإصدارات الجديدة إلى التسجيل والشفافية ، ومن التنظيم المباشر اللاتحي للأسواق ، إلى الإشراف على التنظيم اللاتحي الذاتي . أيضاً اتباعاً لقيادة U.S. ، قد ألغت بعض البلدان ، ومنها " أنجلو " العملات الثابتة ، وقدمت قوانين تجارة الداخلين .

ومع ذلك ، كما قد رأينا ، ليس كل التنظيم اللاتحي في U.S. يعمل بصورة جيدة حتى في U.S. ذاتها . لذلك ، ليس مستغرباً أنه في البلدان الأخرى ، ذات تقاليد التنظيم اللاتحي والنظم القانونية المختلفة لم ينجح كل ما تم نقله .

### العولمة والتنظيم اللاتحي

لقد خلقت العولمة والزيادة الناتجة في التجارة عبر الحدود بعض المشكلات الإضافية أمام واضعي اللوائح التنظيمية . أولاً ، لأن المصدرين والمتعاملين من الصعب أن يصل إليهم واضعو اللوائح التنظيمية ، فإن القدرة على الإصدار والتعامل في الأوراق المالية تزيد من فرص الخداع . ثانياً ، الاختلاف في معايير بين الدول يمثل عقبة أمام الاستثمار خارج الحدود :

قد يكون انمستثمرون مترددين في شراء الأوراق المالية في بلد آخر ، إذا كانوا يفتقرون إلى الثقة في عدالة أسواقها . ثالثاً ، يثير التعامل في الأوراق المالية عبر الحدود مسألة التقاضي . هل يجب أن يكون التعامل عبر الحدود خاضعاً لقواعد قانون الدولة الوافدة أو الدولة المضيفة أو شكلاً من أشكال التنظيم المشترك .

أحد الحلول لتلك المشكلات يتمثل في " التناغم والانسجام " - جعل التنظيم اللاتحي متشابهاً في كل مكان . شكلت المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية ، 1984 ، لهذا الغرض . أيضاً يوجد الاتحاد الدولي للبورصات ومقره في باريس لنفس الغرض . في نفس الوقت ، لجنة المعايير المحاسبية الدولية ومقرها في لندن ، تعمل على التناغم والانسجام بين المعايير المحاسبية وقواعد المكاشفة والشفافية ، وتكتب اختصاراً IASC . لم توتي كل هذه الجهود ثمارها حتى الآن .

يأتي الحل البديل من " الاعتراف المتبادل " - اتفاق تعاوني يأخذ في اعتباره الخضوع للقانون الأجنبي ، مع الخضوع للقانون المحلي . لدي كل من كندا والولايات المتحدة الأمريكية مثل هذا الاتفاق للإصدارات الجديدة وحالات التملك . في الاتحاد الأوربي ، يأخذ معظم التنظيم اللاتحي للأوراق المالية هذا الاتجاه . للاعتراف المتبادل بعض المزايا على التناغم والانسجام . إنه لا يقيد المنافسة في التنظيم اللاتحي ( ناقشنا المنافسة في التنظيم اللاتحي في الفصل التاسع ) . بالإضافة إلى ذلك ، الاعتراف المتبادل أكثر سهولة سياسياً في تحقيقه ، لأنه لا يتضمن أية تضحيات في السيادة .

## الاتجاهات في التنظيم اللائحي

كما قد رأينا في الفصل الأول ، قد كانت التغييرات في التنظيم اللائحي استجابة إلى بعض الاتجاهات المهمة في أسواق الأوراق المالية - العولمة ، الابتكار ، والأهمية المتزايدة للمؤسسات المستثمرة . لقد كانت الأهمية المتزايدة للمؤسسات المستثمرة قوة دافعة نحو تفكيك اللوائح التنظيمية - على سبيل المثال ، إلغاء العمولات الثابتة ، وإزالة حواجز التجارة عبر الحدود . لم تكن كل الجهود بغرض تخفيض التنظيم اللائحي . في بعض الحالات ساهم الابتكار في مساعدة التنظيم اللائحي . نظم التجارة الإلكترونية تجعل الإشراف أكثر سهولة .

تساعد تكنولوجيا الكمبيوتر كثيراً في تحقيق شفافية السوق ، والتي ربما يكون أحد الأسباب الذي جعل منها هدفاً من أهداف اللوائح التنظيمية . لقد أكملنا مراجعتنا للوائح التنظيمية التي استهدفت إلغاء ، أو على الأقل تخفيض حالات الخداع في الأسواق الخاصة بالأوراق المالية - دعنا نتحول إلى المشكلة الثانية في أسواق الأوراق المالية - عدم الاستقرار .

## استقرار أسواق الأوراق المالية

### *The Stability of Securities Markets*

إنها حالات الإخفاق والانهيار التي سبق الحديث عنها ، والتي كانت مثار القلق الأساسي لواضعي سياسات أسواق الأوراق المالية ، بسبب الخطر المحتمل لعدم الاستقرار على الاقتصاد ككل ، وعلى الأسواق ذاتها . قبل أن نسأل ، ماذا يمكن عمله - إذا كان هناك ما يمكن عمله ، فإننا نحتاج إلى فهم كيفية حدوث الانهيار ، وماهية أسبابه الرئيسية .

## ماذا يحدث في الانهيار ؟

الخطوة الأولى في فهم الانهيارات ، أن نفهم كيف توفر أسواق الأوراق المالية السيولة ، وكيف تتحطم سيولة السوق .

كيف توفر أسواق الأوراق المالية السيولة . توفر أسواق الأوراق المالية

السيولة من خلال طرق مختلفة من المؤسسات المالية والوسيطه مثل البنوك.

توفر المؤسسات المالية الوسيطة السيولة عن طريق تحويل خصومها إلى

نقدية . توفر أسواق الأوراق المالية السيولة بمساعدة المستثمرين على بيع

أوراقهم المالية إلى مستثمرين آخرين . يمكن أن يحدث عدم توازن عارض

بين مبيعات ومشتريات السيولة المرغوبة . لدى أسواق الأوراق المالية طرق

متنوعة لتناول هذه الحالات . في أسواق المضاربة يمتص منشئو الأسواق

المهنيون عدم توازن السيولة عن طريق المتاجرة لحسابهم الخاص . في

أسواق المزادات ، يقفز التجار المتخصصون سريعاً للشراء أو البيع إذا

سحب عدم التوازن الأسعار بعيداً عن قيمتها العادلة .

أحياناً ، مع ذلك ، الآليات التي تزود السوق بالسيولة ، يمكن أن

تتحول إلى موجة عاتية من المبيعات . النتيجة انهيار . أفضل طريقة لفهم

الدوافع وراء مثل هذا الاندفاع للبيع أن تتخيل كيف سوف تتصرف أنت

نفسك إذا كنت في نفس الظروف . ماذا كان يمكنك أن تفعل في انهيار عام "

1987 ؟ ضع نفسك مكان مدير أحد صناديق المعاشات الضخمة في أكتوبر

1987 . تتمثل مشكلتك الرئيسة في عدم التأكد حول قيمة ما لديك من أوراق

مالية طويلة الأجله . ترتفع أسعار سوق الأسهم بسرعة على مدي سنوات

متعدده - وخاصة خلال 12 شهراً السابقة . هل يعكس هذا زيادة في القيمة

للاستثمارات طويلة الأجل أم أنها فقاعة قد تنفجر قريباً ؟

الاتجاه الصاعد في الأسعار إلى أعلى قد أخذ في السبط حديثاً .  
لذلك، لكي تكون آمناً ، تقرر أن تبيع جزءاً من محفظة أسهمك ، وتستثمر  
الإيرادات في شراء أوراق مالية قصيرة الأجل . ولأنك ليس بمفردك الذي  
يفعل هذا ، تهبط الأسعار . يدفعك القلق من استمرار الهبوط إلى أن تبيع  
المزيد .

نفرض أنك واثق بأن أسعار الأسهم المرتفعة تعكس بحق قيمة  
طويلة الأجل . هل سوف يجعلك هذا تتوقف عن البيع ؟ ليس بالضرورة .  
بينما القيمة طويلة الأجل مهمة ، يجب أن تهتم بما يعتقد الآخرون حول هذه  
القيمة . إذا اعتقد الآخرون أن أسعار الأسهم في السوق أكبر مما ينبغي ،  
فإنهم سوف يبيعون ، والأسعار سوف تهبط ، حتى لو اعتقدت أنهم مخطئون  
عندما يبيعون ، فإنه من المنطقي بالنسبة لك أن تبيع قبل أن تهبط الأسعار .  
لذلك ، انهيار سوق الأوراق المالية يشبه التهاافت على سحب الودائع من  
البنوك ، يمكن أن يكون نتيجة توقعات تحقق ذاتها .

لماذا لا يمتص منشئو الأسواق موجة الانحدار . قد تكون آليات تزويد  
السوق بالسيولة قادرة على تناول مثل هذه الموجة من الاندفاع للبيع التي  
أخذت شكل اتفاق جماهيري . أحد الأسباب يعبر ببساطة عن الحجم . يوفر  
منشئو الأسواق السيولة عن طريق شراء الأوراق المالية ، عندما تكون  
أوامر البيع متاحة بصورة زائدة . لكي يكون منشئو الأسواق قادرين على  
القيام بهذا يحتاجون إلى ائتمان لتمويل مشترياتهم : الائتمان المتاح ليس بلا  
حدود . أثناء انهيار 1987 ، أصبحت البنوك في حالة عصبية أمام اقتراض  
السماسرة المتزايدة بسرعة ، وكانت مترددة في ترتيب المزيد من الإقراض .  
ينال الحجم أيضاً من عملية المقاصة والتسوية . في عام 1987 ،  
كانت المكاتب الخلفية تلهث وتلهث وراء التعاملات ، مما خلق تأخيرات

لافتة في إتمام الصفقات . الاختلافات في إجراءات التسوية بين أسواق الأسهم وأسواق العمليات الآجلة ، وحالات التأخير في التسويات تركت السماسرة مع طلبات ضخمة للسداد في أحد الأسواق ، وانتظار السداد في آخر .

لماذا آليات تدعيم السيولة لم توقف الانهيار ؟ هذا ليس من أغراض وجودها . الحجم الضخم المعروض للبيع في هذه الحالة لا يعبر عن عدم توازن سيولة . إنه يعكس تغيراً في الوجدان - تغير في السعر العادل . إذا اعتقد منشئو الأسواق - اعتقاداً مبرراً أو غير ذلك - أن السوق على وشك الانهيار ، فإن لهم الحق كأي فرد آخر ، في إنقاذ ما يمكن إنقاذه من أوراقهم المالية . في عام 1987 ، بدلاً من الشراء لتحقيق التوازن مع الزيادة في أوامر البيع ، فإن العديد من الاختصاصيين في بورصة NYSE أفرغوا محافظهم المالية مضيقين ضغطاً إضافية على هبوط الأسعار .

وباء انهيارات السوق . تظهر انهيارات سوق الأوراق المالية نفس نوع وباء التهافت لسحب الودائع من البنوك . يؤدي الافتراض بأن الأوراق المالية في أحد الأسواق قد ترتفع قيمتها بأكثر مما ينبغي ، إلى أن تنتقل نفس المبررات إلى أسواق أخرى . يعمق الانهيار في أحد الأسواق الوعي بالخطر في الأسواق الأخرى ، مما يجعل المستثمرون أكثر ميلاً للضغط على زرار الذعر المصرفي . كما يمكنك أن ترى في اللوحة 10-3 ، الانهيار في عام 1987 في U.S. انتشر سريعاً في أسواق الأسهم في أماكن أخرى .

اللوحة 10 - 3

التغير في أسعار سوق الأسهم في أكتوبر 1987

نسبة هبوط السعر %	البلد
21.5	الولايات المتحدة الأمريكية
44.7	استراليا
22.2	كندا
21.7	بريطانيا
18.6	فرنسا
17.7	ألمانيا
12.3	إيطاليا
7.5	اليابان

الفرق المهم بين التهافت لسحب الودائع من البنوك وانهيار السوق . كما يمكنك أن ترى ، توجد تشابهات مهمة بين التهافت على سحب الودائع الذي ناقشناه في الفصل التاسع ، وانهيارات السوق . ومع ذلك ، يوجد أيضاً اختلاف مهم . في حالة البنوك ، إذا لم تسحب ايداعاتك سوف تندم على ذلك . الأشياء تختلف قليلاً في حالة انهيار السوق .

لنفرض أنك كمدير صندوق معاش ، قررت أن تمرر أزمة الانهيار في 1987 ، دون بيع أي من أسهمك . كيف سوف يكون حالك حينئذ ؟ ليس على درجة عالية من السوء عندما تنتهي الأزمة . في خلال سنتين ، استعاد السوق وربما تفوق على المستوى الذي كان قد وصل إليه قبل الانهيار . في الواقع الأغلبية الساحقة من المستثمرين اتخذوا مثل قرارك . حجم التعاملات في يوم الاثنين 19 أكتوبر ، كان كالمعتاد غير طبيعي ، ممثلاً فقط 1 في المائة من الأسهم المسجلة .

بينما تمرير الانهيار بدون بيع كان يمكن أن يكون جيداً ، فإن "شراء" الأسهم كان يمكن أن يكون أفضل . الانهيار يمكن أن يكون الوقت الأمثل للشراء . إذا كان البيع في حالة الذعر من المستثمرين الآخرين يدفع بأسعار

السوق إلى الهبوط دون القيمة العادلة ، يجب أن تكون قادراً على التقاط بعض الصفقات . عندما يهبط السعر ، سوف يدخل المشترون لالتقاط الثمرات المتساقطة ، بالطبع ، قد يستغرق هذا وقتاً ، حيث ينتظر المستثمرون أن يصل السوق إلى " أدنى نقطة " هبوط . لذلك ، سوق الأوراق المالية في أزمات السيولة ، على خلاف البنك في المواقف المماثلة ، إلى حد ما يصلح من شأنه بنفسه .

فهم سلوك المتعاملين . لا يتلاءم السلوك أثناء الانهيار بسهولة مع أي من الفئتين اللتين استخدمناهما حتى الآن في وصف سلوك المتعاملين - تجارة السيولة وتجارة المعلومات .

تجارة السيولة وتجارة المعلومات . تجارة السيولة هي التجارة التي لا ترتبط بالسعر الحالي - على سبيل المثال ، عندما يبيع صاحب المعاش بعض الأسهم لتمويل نفقات قائمة . تجارة المعلومات هي تجارة من أجل الربح نتيجة الفرق بين سعر السوق الحالي والسعر " العادل " . - على سبيل المثال ، عندما يستجيب المحليون إلى عدم توازن السيولة أو يتعاملون استناداً إلى معلومات جديدة . لكي يعمل السوق بصورة جيدة ، فإنه يحتاج إلى الاثنين معاً : تجار السيولة ، وتجار المعلومات .

تعاملات الضوضاء . التعاملات التي ليست تعامل سيولة أو تعامل معلومات يطلق عليها ضوضاء التعاملات . إن دوافعها ليس المعلومات ولكن " الضوضاء " - عوامل لا ترتبط بالسعر العادل للأوراق المالية موضوع التعامل .

التعاملات أثناء الإنهيارات أحد أشكال تعاملات الضوضاء . إنها نوع من سلوك القطيع - مدفوعة أساساً بمحاولة توقع ما سوف يفعله التجار الآخرون . إذا كان الآخرون يبيعون ، قد يكون لديهم سبب وجيه . إذا لم

يكن كذلك ، من الأفضل أن تباع قبل أن يأخذوا السعر إلى أدنى . إذا كان الآخرون يشترون ، قد يكون لديهم سبب وجيه . وحتى إذا لم يكن كذلك ، من الأفضل أن تشتري قبل أن يأخذوا السعر إلى أعلى . أيضاً تضاف الاستراتيجيات غير الرشيدة المتنوعة إلى فئة تعاملات الضوضاء .

وجهة النظر التقليدية لتعاملات الضوضاء أنها افتراض خاسر . على مدى فترة زمنية طويلة ، يجب أن يخسر تجار الضوضاء أموالاً لصالح تجار المعلومات ، وسوف يخرجون من دائرة السوق . بالطبع ، إذا كان هذا صحيحاً ، ليس هناك سبب ، لماذا لا يدخل السوق تجار ضوضاء جدد لكي يملأوا محل الذين يخرجون من دائرة السوق . يولد شخص كل دقيقة .

ومع ذلك ، الرأي الأحداث ، أن تجار الضوضاء - " ينشئون مساحتهم " وذلك بزيادة عدم التأكد من أسواق الأوراق المالية . على سبيل المثال ، أثناء انهيار ، السوق ، أو دورة هبوط لافته ، هل سوف يدخل تجار المعلومات للشراء ؟ قد يكونون مقتنعين بأن أسعار السوق الحالية تحت مستوى القيمة في الأجل الطويل . ومع ذلك ، سوف لا تكون لديهم فكرة حول إلى متى سوف يطول هذا الموقف . عملياً ، يمكن أن تستمر أسعار السوق في الهبوط. السبب في عدم التأكد هذا يكمن في السلوك غير المتوقع من تجار الضوضاء أنفسهم .

بزيادة عدم التأكد ، يحمي تجار الضوضاء أنفسهم من الانقراض ، ولكنهم أيضاً يأترون بالسالب على جودة السوق . سوف تقلل المخاطر الزائدة من توريد تجارة المعلومات ؛ وهذا يؤدي إلى الضعف في اكتشاف السعر والعجز في السيولة .

## العوامل التي تساهم في عدم استقرار السوق

أساساً ، أسواق الأسهم غير مستقرة ، لأنه ببساطة يوجد الكثير من عدم التأكد حول قيمة الأسهم على المدى الطويل . ومع ذلك ، أشياء كثيرة ، يمكن أن تضاعف من عدم الاستقرار على المستوى القومي .

عدم التأكد ، القيود على البيع القصير ، وتجار الضوضاء . بصفة خاصة ، عندما يكون هناك شيء جديد مثل " الانترنت " ، يوجد عدم تأكد ضخم حول القيمة في الأجل الطويل . لا يوجد تقييم منطقي واحد ، والآراء تختلف على نطاق واسع . بعض المستثمرين متفائلون ، بينما آخرون متشككون . يفضل المتفائلون المركز الطويل ، والمتشككون المركز القصير . ومع ذلك ، إذا كان صعباً ، ومكلفاً أو خطراً اتخاذ المركز القصير حينئذ يتجه السوق إلى التعبير عن وجهات نظر المتفائلين أكثر من المتشككين . نتيجة لذلك ، سوف ترتفع الأسعار .

عندما يرتفع السوق ، يوجد اندفاع من " تجار الضوضاء " يريدون أن يدخلوا حلبة التعاملات . لا يهتم تجار الضوضاء كثيراً بالقيمة طويلة الأجل ، ويراهنون ببساطة بأن اتجاه الأسعار سوف يستمر . يمكن أن يدفع شراؤهم الأسعار إلى أعلى ، بما يحقق لهم المكاسب الرأسمالية التي كانوا يتمنونها ، وهذا بدوره يحرك المزيد من الشراء ، وهكذا . ظاهرة الارتفاع السريع في الأسعار ، التي يتبعها هبوط مفاجئ تعرف بأنها فقاعة bobble .

دوائر الجودة . يتدعم التضخم وانهيار الفقاعة من خلال التغييرات في جودة الاستثمارات ذاتها ، التي تمر نفسها بتجربة " دوائر الجودة " . شيء ما جديد ، أثبت أنه ناجح ، أو على الأقل واعدأ جداً . يخلق هذا تعطش المستثمرين إلى المزيد منه . تغذي السوق هذا العطش ، ولكن فقط على حساب الجودة الهابطة باستمرار .

توفر فقاعة الانترنت الحديثة مثلاً جيداً . أثبتت الشركات الرائدة في IPO عبر الانترنت نجاحاً ملحوظاً ، مع تجارة الأسهم بإيرادات مضاعفة بعدد مرات فلكية . خلق هذا عطشاً من أجل المزيد من IPO ، والذي سارعت الشركات إلى تلبيةه بخطط أعمال غامضة ، ورؤية ضعيفة . لأن الحماس من أجل الصفقات الجديدة ، كان أكبر كثيراً من اعتبارات السمعة في الأجل الطويل ، تم تخصيص مبالغ ضخمة نتيجة تجميع الصفقات معاً . أخيراً ، أدى تبخر النتائج الموعودة إلى فقدان ثقة المستثمر ثم الانهيار ، وسقطت أسعار سهم هذه الشركات من عليائه على الأرض بصوت مكتوم .

تتضمن بعض الأمثلة الأخرى المرتبطة بالفقاعات سوق الأسهم الياباني ، و فقاعة العقارات في أواخر عقد الثمانينيات ، فقاعة ازدهار سوق أسهم U.S. في عقد العشرينيات ( 1920 ) . في كثير من الحالات ، الارتباط بين الصعود والهبوط وبين دائرة الجودة أقل قوة . كانت هذه هي الحالة مع LBO ، شركات الكيمياء الحيوية في عقد الثمانينيات ( 1980 ) ، ومع السكك الحديدية في القرن التاسع عشر .

أهمية المؤسسات المستثمرة ، والمستثمرون الأجانب . المؤسسات المستثمرة تشكل تهديداً أكثر خطورة للاستقرار من المستثمرين الأفراد . إنها تجارة أكثر حيوية ؛ هذه المؤسسات لها نصيب الأسد في حجم التعامل . إنها ذات خبرة ومعلومات أفضل من الأفراد ، وإنها أسرع في ردود الفعل . عندما تستجيب ، بسبب حجمها ، يكون تأثير تصرفاتها أكثر عمقاً .

كما قد رأينا في الفصل الأول ، والمؤسسات المستثمرة تأخذ مكانة متزايدة الأهمية في أسواق الأوراق المالية . قد زادت الأهمية المتزايدة للمؤسسات المستثمرة في U.S. من تعرض سوق الأسهم إلى الانهيارات . في انهيار عام 1987 لعبت مبيعات المؤسسات دوراً محورياً .

إذا كانت المؤسسات المحلية مصدراً للتقلبات المتزايدة ، فإن المؤسسات الأجنبية أكثر سوءاً . الأجانب عادة أقل ثقة في معرفتهم بالظروف المحلية ، ولذلك ، يهربون بسرعة إذا ظهر أن هناك مشكلات في الأفق القريب أو حتى البعيد . مع العولمة المتزايدة ، فإن تملك الأوراق المالية عبر الحدود ، وخاصة عن طريق المؤسسات قد تزايد بصورة متواصلة . من المحتمل أن الأهمية المتزايدة للمؤسسات المستثمرة الأجنبية تعمل على تفاقم مشكلة التقلبات .

تأمين المحافظ المالية . بعض حالات البيع التي أجرتها المؤسسات المالية في عام 1987 كانت مرتبطة بالتأمين على المحافظ المالية . تتطلب برامج التأمين على المحافظ المالية بيع العمليات الآجلة في مؤشرات الأسهم، عندما تهبط قيمة المؤشرات . حرك الهبوط الابتدائي في أسعار الأسهم إنجاز حجم مبيعات ضخ للعمليات الآجلة طبقاً لهذه البرامج . نقلت موازنة المؤشرات ضغوط البيع من سوق العمليات الآجلة إلى سوق الأسهم ذاته .

بينما كان الحجم الفعلي للمبيعات طبقاً لبرامج التأمين على المحافظ المالية في عام 1987 معتدلاً ، فقد تمثلت المشكلة في أنه كان متوقعاً . قد تعلم المتعاملون الآخرون من التجربة كيف أثر التأمين على المحافظ المالية على السوق . ومع توقع موجة أوامر بيع من البرامج ، وهبوط حاد في الأسعار تبعاً لذلك ، فقد اندفع التجار إلى البيع السريع . كان هذا البيع "الدفاعي" استجابة للبرامج أضخم كثيراً من البرامج ذاتها .

لذلك أحدث التأمين على المحافظ المالية وبرامج التعامل المزيد من عدم الاستقرار بطريقتين . لقد أديا إلى زيادته مباشرة من خلال تأثيراتهما الذاتية على السوق . وقد أديا أيضاً إلى زيادة عدم الاستقرار بطريقة غير مباشرة بتحريك ردود فعل التجار الآخرين .

ما الذي يمكن عمله لتخفيض

عدم الاستقرار ومنع الانهيارات ؟

هل يمكن عمل أي شيء لتخفيض عدم استقرار أسواق الأوراق المالية أو لمنع الانهيارات ؟ قد كانت هناك اقتراحات لعدد من السياسات وتجربتها .

الحد من ائتمان التجار . التجار المتعاملون قادرون على زيادة حجم مراكزهم ، ومن ثم ، أرباحهم المحتملة ( وخسائرهم ) خلال الروافع المالية . يعني هذا ، أنهم يستطيعون تمويل مراكزهم استناداً إلى هامش إيراداتهم من الفرق بين أسعار الشراء وأسعار البيع بدلاً من الاعتماد على أموالهم الذاتية . لأن ائتمان مثل هذا الهامش يزيد الشراء في حالات الرواج ، فقد يساعد على دفع الأسعار إلى أعلى بصورة أسرع . عندما تهبط الأسعار ، قد يجبر مستثمرو الروافع المالية على البيع تلبية لمتطلبات هوامشهم . قد تعجل هذه المبيعات الإجبارية من انهيار الأسعار .

لذلك ، قد يبدو منطقياً أن الحد من الاقتراض طبقاً للهوامش يجب أن يخفض التقلبات . كان هذا بالتأكيد ما كان يعتقدّه المشرعون ، عندما جاء قانون بورصة الأوراق المالية عام 1934 متضمناً مثل هذا الحد من ائتمان التجار " بغرض منع المبالغة في استخدام الائتمان في شراء أو نقل الأوراق المالية . لسوء الحظ ، لا يوجد دليل على أن قيود الهامش قد خفضت بالفعل من التقلبات .

الأكثر من هذا ، كما رأينا في الفصل السابع ، الائتمان أساسي جداً لصحة أداء أسواق الأوراق المالية . إنه من الضروري توفير المرونة الكافية لعملية التسوية ، ومن الضروري أن تمويل مراكز تجار المعلومات . في الواقع ، حيث أن تجار المعلومات يعملون على استقرار الأسواق ، في حالة عدم توازن السيولة ، فإن تقييد ائتمانهم سوف يخفض الاستقرار بهذا المعنى .

تقييد مركز المبيعات القصير . عادة يلقى اللوم على البائعين ذوي المراكز القصيرة فيما يتعلق بهبوط الأسعار والانهيارات . بالتأكيد ، البائعون أصحاب المراكز القصيرة يبيعون ، وبالتأكيد البيع يسحب الأسعار إلى أدنى . نتيجة لذلك ، توجد بلدان كثيرة ، ليس من بينها U.S. ، تقيد أو تمنع مراكز البيع القصير ليس فقط من الأفراد ولكن من المؤسسات أيضاً . لأن المؤسسات لها أهميتها الكبيرة في السوق ، لذلك منعها يحد كثيراً من حجم البيع القصير . وهذا قد يؤدي إلى رفع الأسعار أيضاً . تقييد مراكز البيع القصير لتخفيض حالات التقلبات مسألة أبعد ما تكون عن الواضح .

تخفيض التعاملات . المنهج الآخر إلى تخفيض التقلبات يتجه إلى تخفيض التعاملات . تتمثل الفكرة في أن التعاملات وخاصة " المضاربة " قصيرة الأجل هي المسئولة عن التقلبات الكثيفة .

طريقة تخفيض التعاملات تتطلب زيادة تكاليفها ، أساساً من خلال الضرائب ، والتي يتجه سهمها مباشرة إلى مكاسب التعاملات قصيرة الأجل . الوسيلة الثانية تأتي من الضرائب على الأرباح أو الإيرادات الرأسمالية والتي تطبق على المكاسب قصيرة الأجل وليست طويلة الأجل .

مرة أخرى لا يوجد دليل عملي بأن تخفيض التعاملات بهذه الطريقة يخفض التقلبات . ولأنها يمكن أن تؤدي تجار المعلومات ، فإنها وسيلة يمكن أن تكون ضارة بالسيولة واكتشاف السعر .

فصل الدائرة . بدلاً من تخفيض التعاملات ، نستطيع وقفها تماماً . كما رأينا في الفصل السابع ، تعتمد المزايدات المستمرة غالباً على حدود السعر ووقف التعاملات كألية لمعالجة مشكلات السيولة الروتينية . الفكرة أنه ، بوقف التعاملات مؤقتاً ، فإننا نسمح للتجار الذين لم يكونوا متحمسين للتقدم وإعطاء أوامرهم التي سوف تعمل على استقرار السوق .

يمكن استخدام نفس الآلية لتعبئة مواجهة انهيارات السوق . في هذه الظروف ، وقف التعاملات لا يسمح فقط للتجار الآخرين بالتقدم خطوات إلى الأمام ، ولكنه أيضاً يحرر البنية التحتية للسوق من الضغوط ، وهذا يسمح للمكاتب الخلفية بمسايرة حجم التعاملات بعد معالجة ما لديها من ملفات مكسدة .

كانت توصية فريق العمل الرئاسي الذي أجري بحوثه على إنهاء 1987 مثل هذا التوقف الإجباري والآلي للتعاملات - أطلق عليه فصل هدمرة ، وذلك عندما يتعرض السوق لأزمات حادة . تضمن قانون إصلاح السوق عام 1990 التوصية ، وأعطيت SEC صلاحية التطبيق .

يجادل نقاد " فصل الدائرة " أنها قد ضاعفت من حالة التقلبات . عندما يرى المتعاملون الأسعار تقترب من الحدود الخطرة ، فإنهم يندفعون إلى البيع قبل التوقف . يبدو أن هذا قد حدث بالفعل في إنهاء عام 1997 ، كما أن إغلاق أحد الأسواق وترك الآخر مفتوحاً يمكن أن يحدث بعض الاضطرابات . وتلخيصاً ، من غير الواضح أن فصل الدائرة يمكن أن يكون ذا فائدة .

عموماً ، كل الآليات والأساليب التي قدمت ، على أمل تخفيض عدم الاستقرار في الأسواق ، لم يوجد بينها ما يعد بذلك الأمل ، بل أن لكل منها آثاراً جانبية غير مرغوبة . النتيجة : عدم الاستقرار قد لا يمكن تفاديه .

## البقاء والاستمرار بعد انهيارات الأسواق

الانهيارات كتهديد للأسواق . رغم أن الانهيارات مأسوية ، تبدو أنها أقل أذى للاقتصاد من الذعر المصرفي . تاريخياً ، الانهيارات التي لم تكن مصحوبة بأزمات مصرفية متزامنة ، يبدو أن تأثيرها قد كان قليلاً نسبياً .

بالطبع ، " الانهيار العظيم " في عام 1929 ، يرتبط في الذاكرة العامة " بالكساد الكبير " . ولكن الاقتصاديين الذين درسوا الفترة ، لم ينسبوا إلى الانهيار نفسه دوراً مهماً ، في مقابل الانهيار التابع في النظام المصرفي وسوء إدارة Fed . في الواقع ، على الرغم من أن انهيار عام 1987 كان أكثر قسوة من انهيار عام 1929 ، فإن تأثيره على الاقتصاد كان ضعيفاً .

الانهيارات كتهديد لمنشئ الأسواق . بينما لا يبدو أن الانهيارات قد أحدثت تهديداً للاقتصاد ككل ، فإنها قد فرضت تهديداً على السوق نفسه . إن الهبوط العمودي في أسعار الأوراق المالية عرض منشئي الأسواق إلى خسائر رأسمالية ضخمة في قوائم محافظ أوراقهم المالية . أنه عرضهم أيضاً إلى مخاطر إحلال ضخمة نتيجة توقف عملائهم عن السداد . بسبب هذه الزيادة اللافتة في المخاطر ، أصبح من الصعب على منشئ الأسواق أن يقترضوا . نتيجة لذلك ، ربما قد اضطروا إلى بيع الأوراق المالية التي يحملونها لكي يسددوا القروض التي لا يستطيعون تجديدها . ضاعف هذا من سوء الأزمة ، وكان يمكن أن يكتسح منشئ الأسواق أنفسهم .

في عام 1987 لعب Fed دوراً محورياً لمنع هذا من الحدوث . لقد أجبر البنوك على أن تستأنف إقراضها إلى الاختصاصيين ، شركات الأوراق المالية ، ووعده بتوفير السيولة اللازمة . مرة أخرى في الانهيار الصغير عام 1989 أعلن Fed أنه سوف يعطي انتمائاً ضخماً للبنوك لتمكينها من إقراض شركات السمسة ، وكبار المستثمرين الآخرين الراغبين في شراء الأسهم .

هذه الإجراءات منسجمة مع السياسة العامة التي يتبناها Fed بصفته مقرض الملجأ الأخير ليس فقط إلى البنوك ، ولكن إلى النظام المالي ككل . على سبيل المثال ، عندما أخفق Penn Central بنك السكك الحديدية في يونيه 1970 ، بما يزيد على 200 مليون دولار ، في أوراق تجارية لم

تسدد، أُغلقَت أبواب سوق الأوراق التجارية . خوفاً من التأثيرات السلبية على الشركات التي تعتمد على الأوراق التجارية لتمويل رأسمالها العامل ، شجع Fed البنوك على التوسع في إقراضها . زاد Fed من إقراضه الخاص إلى البنوك لجعل هذا ممكناً .

تقوية البنية التحتية للأسواق . يضع انهيار السوق عبئاً ثقيلاً أيضاً على البنية التحتية للأسواق . قد كان حجم التعاملات أثناء إنهيار عام 1987 ثلاثة أضعاف مستواه العادي . كانت الصعوبات في تنفيذ الأوامر ، وفي إكمال الصفقات منتشرة وساهمت في الإحساس العام بالذعر . من المهم تقوية الطاقة التشغيلية لنظم التعاملات والتسوية ، حتى يمكنها مساييره ضغوط الانهيارات .

لقد كان تفتيت نظام التسوية أيضاً مشكلة في عام 1987 ، لأنه ضاعف من مخاطر السيولة . كانت تتم تسوية أسواق العمليات الآجلة والخيارات في اليوم التالي ، بينما صفقات الأسهم العادية كانت تسوى بعد 5 أيام . لذلك ، تجار مراكز التوازن الضخمة في الأسهم والعمليات الآجلة ، وجدوا أنفسهم ، عليهم أن يسددوا مبالغ ضخمة لتسوية عملياتهم الآجلة ، قبل أن يتسلموا التسويات على صفقات أسهمهم بوقت طويل . قد خفض وقت تسوية سوق الأسهم إلى  $t + 3$  ، وسوف يواصل تقصير الوقت في النهاية إلى  $t + 1$  . عملياً ، تكامل نظم التسوية ، حتى يمكن تشبيك مراكز المتعاملين في الأسواق المختلفة ، سوف يؤدي إلى الكثير في حل المشكلات المحتملة .

لذلك ، نجد أنه مع أسواق الأوراق المالية ، كما في حالة الأعمال المصرفية تدخل الحكومة سلاح نو حدين . ليس كل مشكلة تتطلب التدخل الحكومي ، وليس كل تدخل حكومي يحقق أهدافه .

## التلخيص

- الخداع يرفع من تكاليف التعاملات في أسواق الأوراق المالية ، ومن ثم يخفض نطاقها . بسبب عنصر التكاليف الثابتة ، فإنها عقبة خاصة أمام المستثمرين الصغار ، والمصدرين الصغار أيضاً .
- يتضمن الخداع عوامل سمعة خارجية تخلق حوافز للعمل الجماعي (تنظيم الذات لاثحياً) .
- قد وضعت الحكومات بذور تنظيم الذات لاثحياً - سواء بتوجيه سياساته أو الإحلال محله . يرجع تاريخ تدخل الحكومة للتنظيم اللاتحي للأسواق إلى أزمة عقد الثلاثينيات (1930) .
- يراقب واضعو اللوائح السوق الأولية . يجب على المصدرين أن يلبوا متطلبات الكاشفة . وضعت FASB معايير الكاشفة .
- يراقب واضعو اللوائح التنظيمية التعاملات في الأوراق المالية لضمان أن التعاملات عادلة . تجارة العالمين ببواطن الأمور (الداخليين) ، ومناورات السوق ممنوعة ، ومع ذلك ، من الصعب تنفيذ قوانين الداخليين ، ولهذه القوانين تكاليفها ، كما لها مزاياها .
- توضع لوائح تنظيمية للسماسرة ولمديري الأموال لحماية المستثمرين . الأسواق المنظمة توضع لواحها بغرض تحسين أدائها .
- شفافية السوق تمثل الهدف الأساسي لواضعي اللوائح التنظيمية . ومع ذلك ، الشفافية لها تكاليفها كما لها مزاياها ، وليس من الواضح أن التدخل الحكومي هنا ضروري أو مفيداً .
- المنهج القاري للتنظيم اللاتحي (مرتبط بأنظمة القانون المدني) ، يعتمد على الإشراف اللصيق لمنع حدوث المشكلات . يضع منهج "الأنجلو" (مرتبط بنظم القانون العام) ، يضع المعايير وبعد ذلك

يركز على اكتشاف ومعاقبة المخالفات . الابتكار أكثر سهولة في ظل نظم القانون العام .

- الاختلافات في التنظيم اللانحي تعرقل العولمة في الأسواق . يوجد منهجان لحل المشكلة - التناغم أو الانسجام والاعتراف المتبادل .
- أسواق الأوراق المالية معرضة للانهيارات . تشبه الانهيارات في أوجه معينة التهافت على سحب الودائع من البنوك ، والذعر المصرفي - تحطم آليات السيولة ، درجة توقعات تحقيق الذات ، والوباء . ومع ذلك ، الانهيارات ، على خلاف التهافت لسحب الودائع والذعر المصرفي ، إلى حد ما تصحح ذاتها .
- التعاملات التي ليست تجارة سيولة أو تجارة معلومات تدعي تجارة ضوضاء . التعاملات أثناء الانهيار مثال على تجارة الضوضاء .
- العوامل التي تساهم في عدم استقرار السوق تتضمن عدم التأكد حول القيمة طويلة الأجل ، تقييد البيع القصير ، وتجارة الضوضاء . تلعب دوائر الجودة دوراً أيضاً .
- تتضمن سياسات تخفيض عدم الاستقرار تقييد الشراء على أساس ائتمان الفرق بين سعر الشراء والسعر المطلوب ( الهامش ) ، تقييد المبيعات القصيرة ، وفصل الدائرة . لا يوجد ما ثبت فعالية أي من هذه الأساليب .
- بدلاً من محاولة منع الانهيار ، يجب تركيز السياسة على تخفيض الأضرار عند حدوثه .

## أسئلة المناقشة

- 1- لماذا الخداع ضار بأسواق الأوراق المالية ؟ هل تدخل الحكومة ضروري لمنعه ؟
- 2- ما مزايا متطلبات المكاشفة بالنسبة للإصدار العام للأوراق المالية ؟ ما هي التكاليف ؟ ( بالنسبة لمن يتعرضون إلى الضرر ) ؟ ماذا يمكن أن يحدث إذا لم توجد مثل هذه المتطلبات ؟ هل سوف تكون هناك مكاشفة ؟ كم حجمها ؟ كيف يمكن أن يعمل صغار المستثمرين بدون حماية حكومية ؟
- 3- ما هي الحجج مع وضد قوانين تجارة " الداخليين " ؟ كيف يكون من الممكن الالتفاف حول هذه القوانين ؟ ما هي تكاليف ومزايا شفافية السوق ؟
- 4- كيف سوف تكون شفافية السوق في حالة غياب التدخل الحكومي ؟ هل يمكن أن يكون المستثمرون في حالة أسوأ ؟
- 5- خطط جدولاً يظهر الاختلافات بين المناهج القارية ومناهج " الأنجلو " بالنسبة للتنظيم اللاتحي للأوراق المالية . ما هي مزاياها وعيوبها النسبية ؟
- 6- هل التناغم أو الاعتراف المتبادل المنهج الأفضل لحل الاختلافات في التنظيم اللاتحي .
- 7- لماذا تنهار الأسواق ؟ ما هي إسهامات المستثمرين ، منشئ الأسواق، ومؤسسات السوق ؟ ما هي حالات التوازي بين التهاافت على سحب الودائع من البنوك والذعر المصرفي .
- 8- ما هي السياسات التي تمت تجربتها لتخفيض عدم استقرار السوق ؟ ناقش مزاياها وتكلفتها .

## BIBLIOGRAPHY

## المراجع

- Blume, M. E. "The Structure of U.S. Equity Markets." The Wharton School, the University of Pennsylvania, October 2000.
- De Long, J. Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers, and Robert J. Waldmann. "Noise Trader Risk in Financial Markets." *Journal of Political Economy* 98, no. 4 (1990): 703-738.
- Greenwald, Bruce, and Jeremy Stein. "The Task Force Report: The Reasoning Behind the Recommendations." *Journal of Economic Perspectives* 2, no. 3 (summer 1988): 3-23.
- Lee, R. *What Is an Exchange? The Automation, Management, and Regulation of Financial Markets*. New York: Oxford University Press, 1990.
- Mahoney, P. G. "The Exchange as Regulator." working paper no. 97-5, University of Virginia Law School, Spring 1997.
- Shleifer, A., and L. H. Summers. "The Noise Trader Approach to Finance." *Journal of Economic Perspectives* 4, no. 2 (spring 1990): 19-33.
- Stout, L. "Why the Law Fosters Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives." *Duke Law Journal* 48 (1999): 701-786.