

## الفصل الأول

### فهم الأسواق المالية

### *Understanding Financial Markets*

والمواضيع التي ستتناولها في هذا الفصل ستعرفكم عليهم :

- لماذا الأسواق المالية مهمة
- كيف تعمل الأسواق المالية
- من الذي يجعلها تعمل
- كيف يعمل الابتكار ، العولمة ، والقوى الأخرى على تشكيلها

يسهل النظام المالي الإقراض ، التمديدات والتجارة في المخاطر . إنه يؤدي ذلك بطريقتين متميزتين — خلال المؤسسات الوسيطة المالية ، وخلال الأسواق المالية المنظمة . نناقش هنا الأسواق المالية .

تسهل الأسواق المالية البيع وإعادة البيع " للأوراق المالية القابلة للنقل" . يوجد ارتباط وثيق بين الأسواق المالية والإقراض المباشر . ينبثق معظم الأوراق المالية القابلة للنقل من الإقراض المباشر . معظم الأوراق المالية التي تنبثق عن الإقراض المباشرة قابلة للنقل . ومع ذلك ، كما سوف نرى ، بعض الأوراق المالية القابلة للنقل تنبثق أيضًا من الإقراض غير المباشر — على سبيل المثال ، الأوراق المالية المدعومة بالرهونات ومبلغ

القرض الذي يوزعه المقترض على عدد كبير من البنوك – وهذان النوعان يتداولان في الأسواق المالية . وبعض الأوراق المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية لا تمثل إقراضاً بالمرة – على سبيل المثال ، العمليات الآجلة وعقود الخيارات في البورصة .

الأسواق المالية الأساسية التي سوف ندرسها :

- سوق الأوراق المالية الحكومية ( الفصل الثاني ) . هذا سوق الأوراق المالية الوحيد الأكبر ، والذي يلعب دوراً محورياً في النظام المالي .
- سوق الرهونات ( الفصل الثالث ) . الرهونات المقيمة ( مثل العقارات ) تجتمع في ربطة واحدة وتباع في حزم كبيرة . تعرف هذه العملية بتبني منهج الأوراق المالية Securitization. تمكن الرهونات من تداولها في الأسواق المالية .
- سوق الديون ( الفصل الرابع ) . هذا السوق من أجل ديون الشركات والبلديات .
- سوق الأسهم العادية ( الفصل الخامس ) . هذا السوق من أجل أسهم الملكية في الشركات.
- سوق المشتقات ( الفصل السادس ) . إنه سوق التعاقدات من أجل المخاطر . آلياته الأساسية العمليات الآجلة ، خيارات البورصة ، والمقايضات Swaps .

---

\* . المقايضات Swaps ليست سوقاً لتبادل الأوراق المالية . إنها عقود مخاطرة تقدمها المؤسسات المالية الوسيطة . سوف نتناقش هذه العلاقة مع سوق عقود متاجرة المخاطر في الفصل السادس .

توفر كل من هذه الأسواق الترتيبات اللازمة للتجارة في الأوراق المالية – البورصات ، نظم التجارة ، آليات المقاصة والتسويات . في الفصل السابع سوف ندرس طبيعة هذه الترتيبات.

قبل أن نفحص الأسواق الفردية ، نحتاج إلى أن نفهم بصفة عامة ، ما هي السوق المالية ، ماذا تفعل ، وكيف تفعله . هذا هو الغرض من هذا الفصل . بينما تتضمن الأسواق المختلفة أوراقاً مالية مختلفة ، فإنها جميعاً تؤدي نفس المهام ، وتواجه نفس المشكلات الجوهرية . نبدأ بفحص طبيعة تلك المهام والمشكلات . بعد ذلك نلقي نظرة على " الأسواق الأولية " — أسواق الأوراق المالية الجديدة — والأسواق الثانوية — الأسواق حيث يتم تبادل الأوراق المالية القائمة ، أخيراً ، نتناول شركات الأوراق المالية التي تبعث أنشطتها الحياة في الأسواق المالية .

## ماذا تفعل الأسواق المالية ؟

### *What Do Financial Markets Do ?*

التصوير المعياري لدور الأسواق المالية يذهب كالاتي : " توجه الأسواق المالية المدخرات الأسرية في مجرى إستثمارات الشركات " . — هذه العبارة مضللة تماماً — وخاصة بالنسبة للأسواق المالية الأكثر بروزاً ، سوق الأسهم ( سوق الأسهم العادية ) . دعنا نبدأ باستعراض الأرقام .

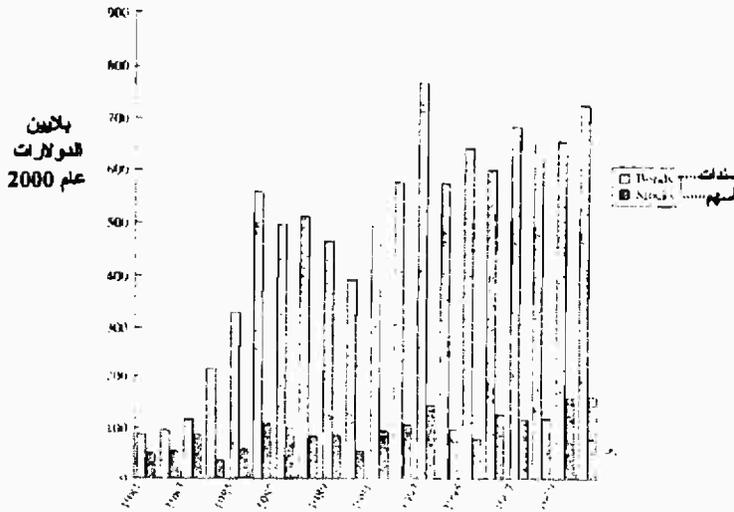
## صورة للأسواق المالية

### *A Picture of Financial Markets*

الأرقام : توضح اللوحة 1 - 1 تطور إصدار السندات والأسهم الجديدة في الولايات المتحدة الأمريكية . يمكنك أن تلاحظ أنه في معظم السنوات يزيد إصدار السندات الجديدة على إصدار الأسهم الجديدة بحوالي 4 أو 5 مرات .

#### اللوحة 1 - 1

#### الإصدارات الجديدة



المصدر : The Federal Reserve Bulletin

تظهر اللوحة 1 - 2 المبالغ الصافية التي جمعت من هذه الإصدارات . تستطيع أن ترى أن هذه المبالغ صغيرة جداً مقارنة بقيمة إجمالي الإصدارات . بالنسبة للسندات ، هذا بسبب أن إيرادات الكثير من الإصدارات الجديدة تستخدم في تبادل مع الإصدارات القائمة ، إما لأن الأخيرة في طريقها إلى الاستحقاق ، أو لأن أسعار الفائدة الحالية منخفضة

بما يجعل إعادة التمويل جذابة إجمالياً . الجزء اللافت من الإصدارات الجديدة الباقية ، يعوض السندات التي استحققت ويجب أن تسدد . بينما الأسهم لا تحتاج أبداً إلى التسديد ، فإن مبالغ كبيرة تخرج مع ذلك من السوق كنتيجة – إما إلى الاندماجات والتملك بين المؤسسات المالية ، وإما الشركات تسترد جزءاً من أسهمها التي لم تسدد بعد . يضاف إلى ذلك ، لأن إصدار بعض السندات الجديدة يستخدم لإعادة شراء أسهم ( والعكس صحيح أحياناً ) ، فإن صافي المبالغ التي تجمع خلال إصدارات السندات والأسهم الجديدة " مجتمعة " ربما تكون أصغر مما تقتضيه اللوحة 1 – 2 .

## اللوحة 1 – 2

### صافي المبالغ التي جمعت خلال الإصدارات الجديدة

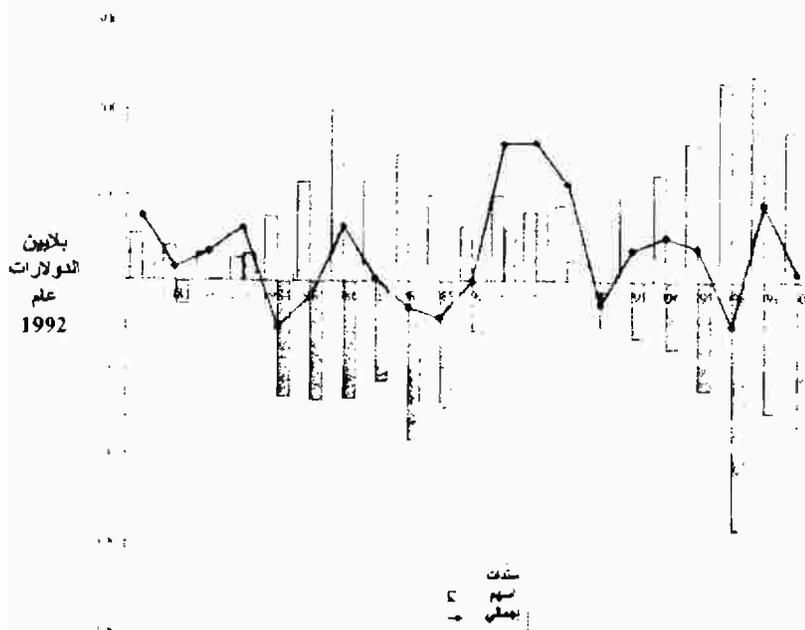
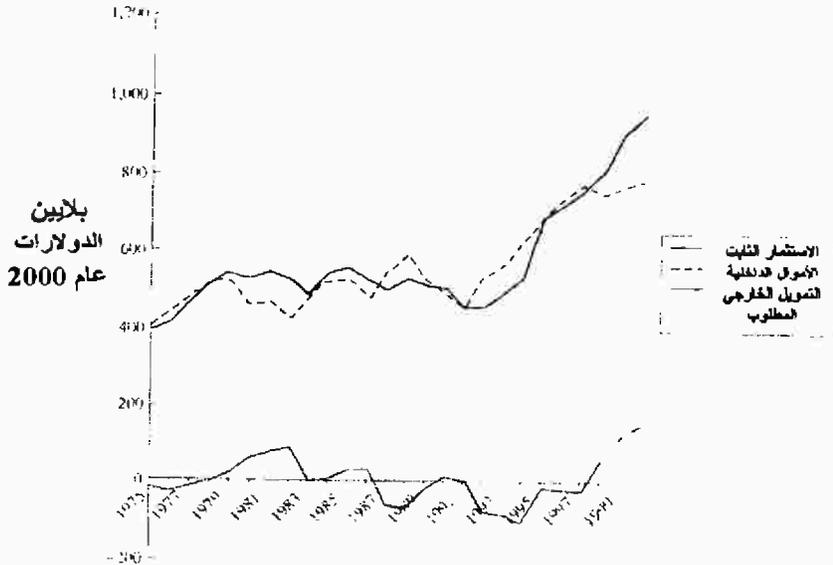


Figure 1-2. Net proceeds from new issues.

إذا لم توفر الإصدارات الجديدة من السندات والأسهم غير القليل من الأموال الإضافية كيف إذن تمول الشركات استثماراتها؟ توفر اللوحة 1 - 3 الإجابة. يتم تمويل معظم استثمارات الشركات من أموالها الداخلية - غالباً استناداً إلى أرباحها الذاتية الماضية .

### اللوحة 1 - 3

#### الاستثمار الثابت للشركات وتمويله



مصدر : Flow of Funds Accounts - رقم 3

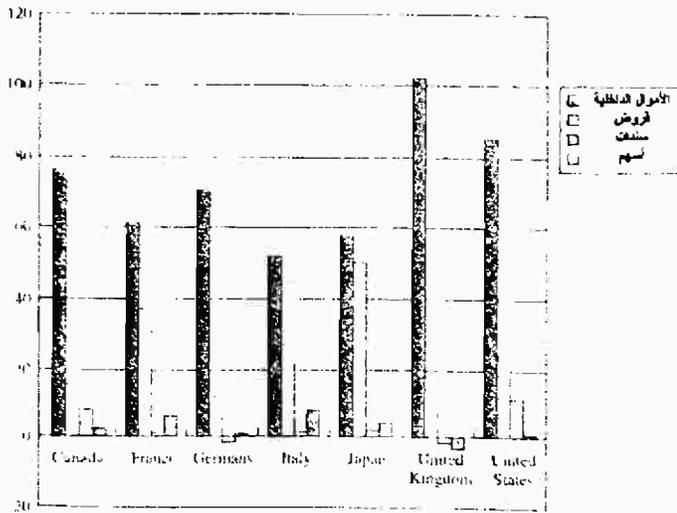
هذه الأرقام خاصة بالولايات المتحدة الأمريكية . ومع ذلك ، كما يمكنك أن ترى من اللوحة 1 - 4 أن النمط متشابه جداً في كل الاقتصاديات الكبيرة . في كل منها يمول الاستثمار بصورة لافتة من الأموال الداخلية للشركات .

في كل منها ، التمويل الخارجي يتمثل معظمه في شكل ديون بدلاً من حقوق الملكية ( الأسهم ) . في معظمها ، أغلبية الديون غير مباشرة (قروض من المؤسسات المالية الوسيطة ) ، بدلاً من الديون المباشرة . ( إصدار أوراق مالية بقيمة الدين ) . تعتبر الولايات المتحدة وكندا استثناءً في اعتمادها على سوق السندات .

#### اللوحة 1 - 4

#### صافي تمويل المشروعات غير المالية

متوسط 1970 - 1985



المصدر : Meyer (1990)

أهمية التمويل الخارجي . لماذا نهتم بهذا النوع من التمويل ؟ السبب في ذلك أن التمويل الخارجي مشحون بالصعوبات ، ومن ثم مكلف ( سوف نتناول التفاصيل حالاً ) . نتيجة لذلك ، تعتمد الشركات على التمويل الداخلي

كلما كان ذلك ممكناً ، ولكن على التمويل الخارجي فقط عندما تكون مضطرة إلى ذلك . إنها صعوبات التمويل الخارجي التي تفسر المبالغ الصغيرة نسبياً للتمويل الخارجي ، وكما سوف نرى الأشكال الصعبة التي يتخذها . تفضيل التمويل الداخلي يقف وراء تفوق إصدارات السندات على إصدارات الأسهم بهذا الهامش الكبير . الأموال الداخلية مصدر من مصادر حقوق الملكية بدلاً من التمويل بالدين : إنها بديل عن إصدار الأسهم . تكون الشركات مجبرة على الذهاب إلى سوق السندات عندما ترغب في زيادة ما عليها من ديون ، ولكنها تستطيع زيادة تمويل حقوق ملكيتها عن طريق الاحتفاظ بأموالها الداخلية .

إذا أخذنا في الاعتبار الدور المحدود للأسواق المالية في تمويل استثمارات الشركات ، إذاً ماذا تعمل بالضبط ؟ بداية " المحدود " لا تعني غير المهم . يمثل التمويل الخارجي بصفة عامة والأسواق المالية بصفة خاصة ، المصدر الحدي للأموال اللازمة للاستثمار . وتعلمنا الاقتصاديات أن ما هو حدي يعتبر محوري . بينما التمويل الخارجي صغير في المتوسط ، فإنه يمكن أن يكون في غاية الأهمية للصناعات التي تتوسع سريعاً أو التي تستثمر بكثافة في التكنولوجيا الجديدة . بالنسبة لهذه الصناعات ( تكنولوجيا المعلومات ، والاتصالات عن بعد أمثلة حديثة ) ، الأموال الداخلية ليست تقريباً كافية . بالإضافة إلى ذلك ، على الشركات الجديدة والصناعات الجديدة أن تعتمد بشدة على التمويل الخارجي في استثماراتها ، لأنه ليس لديها بعد أموال داخلية . الأمثلة الحديثة تتضمن صناعة التسليم الإلكتروني للأموال عبر الليل وفي مجال الإنترنت " dot - coms " .

الدور المتواضع إلى حد ما لأسواق الأسهم كمصدر للتمويل الخارجي يتناقض مع أهميته الحقيقية . إنه فوق كل شيء سوق للملكية . إنه يجعل من الممكن إعادة هيكلة الاقتصاد من خلال الإندماجات والتملكات والخصخصة . إنه يساعد على فرض انضباط السلوك على المديرين : إذا كانت الشركة تعمل تحت مستوى إمكانياتها ، فإنها تصبح هدفاً جذاباً للتملك أو إعادة التنظيم .

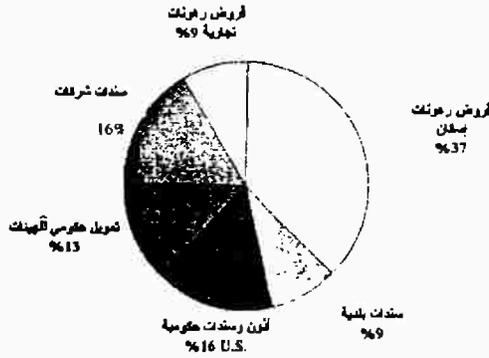
بهذه الطرق ، يكون للأسواق تأثير ضخم على " جودة " الاستثمار بدلاً من كميته . بعض البلدان التي تفتقر إلى أسواق تمويل متطورة ، تأخذ على عاتقها الكثير من الاستثمار . ولكن نمطياً مثل هذا الاستثمار يكون أقل كفاءة كثيراً — يحقق عائداً أكثر انخفاضاً — منها في حالة الاستثمار في بلدان ذات أسواق مالية متطورة بصورة جيدة . تضمن الأسواق المالية أن الأموال القابلة للاستثمار تتدفق إلى أفضل الاستخدامات . إنها تجعل اقتصاد بلد ما أكثر تكيفاً ، وذلك بتسهيل نمو الصناعات الجديدة وغلق أبواب الصناعات المتدهورة .

لقد تحدثنا حتى الآن فقط عن الأسواق المالية في تمويل الشركات . ولكن الأسواق المالية أيضاً توفر الأموال إلى قطاعات أخرى في الاقتصاد . تستطيع أن ترى من اللوحة 1 — 5 أن كلا من القطاع المنزلي والحكومات من كبار المقترضين في أسواق U.S. المالية . في الواقع ، تخدم الأسواق المالية تاريخياً ، الحكومات منذ فترة طويلة ، قبل أن تبدأ في تمويل الشركات في أواخر القرن التاسع عشر .

## اللوحة رقم 1 - 5

### المبالغ غير المسددة من الأدوات المالية طويلة الأجل

إجمالي الدين 13.9 تريليون دولار



المصدر : *Floa of Funds Accounts*

### صعوبات التمويل الخارجي

قبل أن نرى كيف تعمل الأسواق المالية ، دعنا نراجع الصعوبات التي يتضمنها التمويل الخارجي . إنه من خلال فهم هذه الصعوبات سوف نكون قادرين على رؤية لماذا الأسواق المالية منظمة بالطريقة التي هي عليها .

المشكلة الجوهرية في التمويل أنها هكذا : يسلم الموردون للتمويل أموالهم اليوم ، في مقابل وعود بالأموال في المستقبل ، وأن هذه الوعود لا يتم الوفاء بها دائماً . عندما تصل الأموال إلى أيدي المستقبلين ( المقترضين ) قد يقررون عدم الالتزام بوعودهم ، أو قد يكونون غير قادرين على السداد .

التمويل في الأسواق المالية عادة طويل الأجل ، وهذا يضخم المشكلة : مع طول فترة التمويل ، تزداد فرصة المستقبل للسلوك السيئ ، ويزداد الوقت أمام وقوع الأخطاء .

تعتمد طبيعة ودرجة المشكلة على شكل التمويل. يوجد شكلان أساسيان – الديون ، والأسهم . مع التمويل بالدين ، يعد المقترضون لعمل الترتيبات اللازم لتسديدات الفوائد والمبلغ الأصلي بصرف النظر عن مصير المشروع . إذا سار المشروع على ما يرام ، تتحقق الأرباح ، إذا جاءت النتائج مخرية للأمال ، فإنهم يتحملون الخسائر . من حيث المبدأ ، لا يتأثر مورد أموال التمويل . مع التمويل بالأسهم ، على الجانب الآخر ، لا يعد المستقلون الموردين للأموال بالتسديدات التي تحدد مسبقاً . بدلاً من ذلك ، يعدوهم بالمشاركة في الأرباح . يصبح من حق موردي التمويل المشاركة في الأرباح ، ولكنهم يشاركون أيضاً في الخسائر .

دعنا ندرس المزايا النسبية للتوعين من التمويل من وجهة نظر كل من مورد التمويل ومستقبل التمويل ( المقترض ) .

الديون مقابل الأسهم من وجهة نظر موردي التمويل . مع التمويل بالدين ، بينما من حيث المبدأ أن كل المخاطر يتحملها المقترض ، فإنها ليست صحيحة واقعيًا . قد لا يفي المقترض بالتزاماته ، حيث يفشل في تسديد الفائدة أو إعادة المبلغ الأصلي كما وعد . يعرض الإخلال بالوعد المقرض لمعضلة كبيرة . يستطيع المقرض إجبار المقترض على إعلان إفلاسه – إجراء قانوني ينتهي بالحكم بتسييل أصول المقترض لتسديد ديونه إلى أقصى حد ممكن . ومع ذلك ، الإفلاس ليس دائماً في مصلحة المقرض : الظروف تحدد ذلك .

إذا كانت مشكلات المقترض مؤقتة ، وخاصة إذا لم تكن من صنعه ، قد يسترد المقرض معظم ما هو مستحق له إذا سمح للمقترض ببعض المهلة . قد تتسن الظروف ، وسوف يستأنف المقترض تسديد الدين في هذه الحالة الإجبار على الإفلاس يمكن أن يكون غير منتج . ما لم تكن هناك أصول

كافية ، والتي يمكن أن تباع لتغطية الدين . سوف تتحطم فقط قدرة المقرض على السداد . على الجانب الآخر ، إذا كانت المشكلات مزمنة ، أو نتيجة عجز وعدم كفاءة المقرض ، فإن إعلان الإفلاس يكون الاختيار الأفضل . إعطاء مهلة للمقرض في هذه الحالة سوف يضاعف الخسائر . هناك احتمال كبير بأن سرعة التسييل سوف تنقذ ما يمكن إنقاذه لصالح المقرض . يمثل ماذا يمكن أن تفعل في حالة عدم الوفاء بالوعد معضلة خطيرة ، ويتطلب حلها التقدير السليم والبصيرة النفاذة والكثير من العمل من جانب المقرض . في الواقع ، تبدأ المشكلات حتى قبل الإخلال الفعلي بالالتزامات من جانب المقرض . عندما يصبح عدم الوفاء إمكانية محققة ، تصبح حالات تحفيز المقرض عملية مشوهة . سوف يكون لديه حافز المغامرة الإندفاعية، ويدخل في مشروعات ذات أخطار مرتفعة . إذا حدث ما لم يكن متوقفاً ونجحت المشروعات ، يكون قد أنقذ موقفه ، وسوف يحصل على معظم المكاسب . إذا حدث ما كان متوقفاً بدرجة كبيرة : وفشلت المشروعات ، يتحمل الدائنون الخسائر . ليس لدى المقرض الكثير ليخسره . ما يعنيه هذا بالنسبة للمقرض أنه في حاجة إلى أن يعرف ما إذا كان يوجد احتمال متزايد بعدم الإلتزام بالوعد . نتيجة لذلك ، عليه أن يراقب المقرض باستمرار لضمان أنه لا يسيء التصرف بهذه الطريقة .

عموماً ، يوجد فرق كبير بين الدين الآمن – حيث احتمال عدم الوفاء صفر – والدين الخطر . الدين الآمن " قليل الصيانة " : لا يتضمن أي جهود من جانب المقرض . يضاف إلى ذلك ، أن تسعير الدين الآمن سهل . عادة يوجد سعر قذوة حسنة benchmark لفائدة الدين الآمن . نمطياً يتعلق هذا بأوراق مالية الحكومة ، ويمكن تطبيقها مباشرة على الدين الخاضع للدراسة .

على الجانب الآخر الدين الخطر " صيانته عالية " . مطلوب من المقرض مراقبة مستمرة وممارسة التقدير السليم للموقف . يمكن أن تسير الأمور كالاتي : في أحسن الأحوال يتسلم المقرض مستحقاته ؛ في أسوأ الأحوال يخسر كل شيء . لمراقبة الخطر ، سوف يطلب المقرض بعض أنواع الأمن في حالة الإخلال بالالتزامات ( سوف نرى في الفصل الرابع الطرق المختلفة لعمل هذا ) . حيث يبقى الخطر كبيراً قد يطلب المقرض بعض أنواع مكونات الملكية – أفضل ما هو موجود لتعويض أسوأ ما يمكن أن يحدث . على سبيل المثال ، يمكن تحويل " الدين القابل للتحويل " إلى أسهم بحسب تقدير المقرض عندما يسير المشروع على الوجه الأفضل . لأن عدم الوفاء احتمال قائم مع الدين الخطر ، فإن ترتيبات التعامل معه – قوانين الإفلاس ، القوانين المرتبطة بالضمانات ، وهكذا – مهمة جداً ، وسوف تؤثر على استعداد المقرضين لتوفير التمويل . على خلاف الدين الآمن ، الدين الخطر من الصعب تسعيره . للقيام بهذا ، يجب على المقرضين تقييم وقياس المخاطر المتضمنة .

يتفادى التمويل بالأسهم بعض مشكلات الدين الخطر ، ولكنه ينشئ أخرى في المقابل . لأن المقرض ( المستقبل ) لا يعد بتسديدات ثابتة معينة، ولكن مجرد مشاركة في أرباح المشروع فإن عدم الوفاء مستحيل . يتفادى هذا مشكلة ماذا يمكن أن تفعله في حالة عدم الوفاء بالوعد ، مع كل ما يترتب على هذا من تكاليف اتخاذ القرار والمساومة . ومع ذلك ، يترك هذا الترتيب ، المستقبل للتمويل بالأسهم مع الكثير من التفكير العميق حول حجم وتوقيت التسديدات لمورد التمويل . لذلك ، المشكلة الكبيرة التي تواجه الممول ضمان أن المقرض لا يسئ حرية تصرفه . كنوع من الحماية ، التمويل بالأسهم يعطي الممول " حامل السهم " الحق في الرقابة على إدارة

المشروع – أحياناً هذا الحق غير متوفر للتمويل بالدين . ومع ذلك ، ممارسة هذا الحق في الرقابة تحوطه المشكلات ، ويتضمن الكثير من الجهود والتكاليف . يضاف إلى ذلك ، السهم أكثر صعوبة في التسعير من الدين الخطر . ليس فقط . توجد أخطار مطلوب تقييمها ، ولكن حتى مبالغ التسديد في المستقبل غير معروفة . نوع الأسهم التي تعالج هذه المشكلة ، والتي من السهل تسعيرها يطلق عليها الأسهم الممتازة . كما في الدين ، تعد هذه بتسديدات محددة .

الدين مقابل الأسهم من وجهة نظر المستقبلين للتمويل . لكي تفهم الجاذبية النسبية لأشكال التمويل المختلفة بالنسبة للمستقبلين ، من المهم أن تضع في ذهنك حقيقة جوهرية : تكاليف معالجة أية مشكلات مرتبطة بالتمويل يجب أن يتحملها المستقبل . السبب في هذا أن مورد التمويل لديه دائماً بديل الإقراض الآمن ، مثلاً إلى الحكومة . لكي تكون تحت إغراء توريد التمويل لأي فرد ، يجب أن يحصل مورد التمويل على ما يعوضه عن المخاطر الإضافية ، أو أي جهود أو تكاليف إضافية .

لأن الدين الآمن يتضمن القليل من الخطر ، الجهود أو التكاليف ، فإنه نسبياً مصدر رخيص للتمويل بالنسبة للمستقبل . المشروعات التي لديها نظام ائتمان ممتاز أو تستطيع أن تجد طرقاً لجعل دينها آمن ( سوف نرى كيف في الفصل الرابع ) تكون لذلك قادرة على الحصول على تمويل خارجي أقل تكلفة نسبياً .

يعتبر الدين الخطر والأسهم الخطرة مصادر تمويل أكثر تكلفة ، بالنسبة للمقترض . يجب أن يكون متوسط الإيرادات عالياً لتعويض مورد التمويل عن الخطر ، المجهود ، والتكاليف الإضافية . يضاف إلى ذلك ، يوجد عيب إضافي . لحماية مصالحهم ، يطلب موردو التمويل من خلال

الدين الخطر أو الأسهم الخطرة درجة من الرقابة على المشروع . من المحتمل أن يكون مثل هذا التدخل الخارجي في إدارة المشروع مكلف ، لأنه يحد من حرية اتخاذ القرار لدى منظمة المستقبل ، ومن ثم القدرة على اقتناص الفرص المربحة .

## السوق الأولية وضمان الاكتتاب في

### الإصدارات الجديدة

#### *The Primary Market and The Underwriting of New Issues*

بعد أن راجعنا المشكلات التي يتضمنها التمويل بالدين والتمويل بالأسهم ، نحن الآن جاهزون لرؤية كيف تتناولها السوق المالية . سوف نقسم مناقشتنا إلى جزئين . سوف نناقش في الجزء الأول السوق والإصدارات الجديدة – السوق الأولية . في الجزء الثاني ، سوف نناقش السوق الذي تتداول فيه إصدارات الأوراق المالية غير المسددة – السوق الثانوية .

تتناول السوق الأولية كل المشكلات المعيارية للتمويل . يتضمن التمويل أخطاراً . لإدارة هذه المخاطر ، يحتاج موردو التمويل إلى الحصول على معلومات وتشغيلها ، إجراء تعاقد مع المستقبل ( المقترض ) ومراقبة التطابق في التنفيذ . قد ظهرت مؤسسات عديدة لتناول هذه الحاجات .

في أوقات مختلفة ، وبلدان مختلفة ، قد استخدمت طرقاً مختلفة لبيع إصدارات الأوراق المالية الجديدة إلى المستثمرين . قد يبيع المصدر مباشرة إلى المستثمرين ، قد يدفع إلى السماسر عمولة توزيع الإصدار الجديد ، أو قد

يبيع كل الإصدار إلى ضامن اكتتاب ، الذي يعيد بيعها إلى الجمهور . قد يحدث التوزيع إلى الأفراد المستثمرين خلال شبكات من سماسرة التجزئة ، خلال المؤسسات المالية ( أساسا البنوك ) ، خلال الإعلانات العامة ، أو حتى بواسطة أفراد قوى بيعية من الباب إلى الباب .

اليوم ، في الولايات المتحدة واليابان ، معظم الإصدارات الجديدة من أوراق مالية الشركات والبلديات تباع من خلال ضامني الإكتتاب ، وتوزع خلال شبكات من السماسرة . يوفر ضامنو الإكتتاب مستثمرين مع بعض التأكيد على جودة الأوراق المالية التي يبيعونها . ضامنو الإكتتاب ملتزمون بممارسة " بذل الجهود الواعية للكشف عن الحقائق المرتبطة بالأوراق المالية" وجعلها واضحة أمام المشتريين . يستطيع المستثمرون ، ويرفعون بالفعل دعاوى قضائية لاسترداد ما لحقهم من خسائر إذا اعتقدوا بأن ضامن الإكتتاب قد كان مهملًا أو غير أمين . ومع ذلك ، بذل الجهود اللازمة لتحقيق الشفافية للمستثمر ليس فقط التزاماً قانونياً ، ولكن التزاماً أخلاقياً (السمعة الطيبة) . إن الضامن الذي يعطي معلومات خاطئة للمستثمر ، سوف يورط الشركات المصدرة للأوراق حيث يبيعها بأسعار منخفضة ، ومن ثم تدفع للمشتريين عائدات أعلى . يعني هذا أن المصدرين ذوي السمعة الطيبة سوف يتجنبون التعامل مع مثل هذا الضامن للإكتتاب .

يقدم ضامنو الإكتتاب خدمات متنوعة للمصدرين . إنهم ينصحون المصدر بنوع لأوراق التي يصدرونها ( انظر مداخلة : أوراق مالية الشركة)، توقيت الإصدار ، وأيضاً التسعير .

## مداخلة : أوراق مالية الشركة

الآليات الأساسية في سوق رأس المال تتمثل في الأسهم ( الملكية ) والسندات ( الديون ) . فيما يلي المتنوعات الأكثر أهمية :

السندات المضمونة : لها حق الحجز على أصول معينة لدى المقترض .  
سندات برهن عقاري : أرض أو مبان .  
سندات غير مضمونة : لها حق الائتمان العام للمقترض .  
سندات عند الطلب : تسمح للمصدر باستعادتها قبل الاستحقاق بسعر محدد مسبقاً .

سندات ذات أسعار قابلة للتغيير : تدفع كوبونات خاضعة لأسعار السوق .  
الأسهم العامة : تعطي للمشتري حقوق الملكية (المشاركة في الأرباح والأصول) .

أسهم الفئة ( أ ) : تدفع الكوبونات دون الحق في التصويت .  
أسهم الفئة ( ب ) : الحق في التصويت دون الكوبونات .  
الأسهم الممتازة : من الناحية القانونية ملكية ، ولكنها تدفع دخلاً ثابتاً مثل السند ، في حالات الإفلاس تكون لها الأولوية على الأسهم العامة .  
السندات القابلة للتحويل : السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم طبقاً لاختيار المستثمر وبأسعار سبق تحديدها .

إنهم أيضاً يتناولون العمل الورقي الكثيف الذي تتطلبه اللوائح التنظيمية (أنظر الفصل العاشر) يجب أن يسجل كل إصدار جديد مع لجنة الأوراق المالية والبورصة SEC\* : يتطلب هذا جمع حجم ضخم من البيانات المالية

\* SEC = Securities and Exchange Commission

والكشف عنها . يجب أن تحصل الجهة المصدرة للسند على تسعير من وكالات متخصصة مثل Moody's أو Standard and Poor's .

تتفاوض الشركة ضامنة الإكتتاب على السعر مع المصدر ، وبعد ذلك تشتري إجمالي الإصدار بذلك السعر ، بنية إعادة بيعه بسعر أعلى إلى الجمهور . يحقق هذا الترتيب ميزتين للمصدر . إنه يزيل عدم التأكد حول المبلغ الذي يمكن أن تجمعه الورقة ، ويحرر الإصدارات من تكاليف العمليات الضخمة المتعلقة بالتسويق . بالنسبة للإصدارات الكبيرة ، نمطياً تتشكل اتحادات من الشركات ضامنة الإكتتاب لتوفير التمويل اللازم ولتوزيع الخطر .

بعد شراء الإصدار ، يبيع ضامنو الإكتتاب الورقة المالية إلى المستثمرين . تأخذ هذه العملية وقتاً وتتضمن خطراً . غالباً ، يلزم ضامنو الإكتتاب أنفسهم بإعادة شراء الأوراق المالية التي باعوها إلى المستثمرين في حالة حاجة المستثمرين إلى سيولة ، وبسعر السوق . يجعل هذا الأوراق المالية أكثر جاذبية وأكثر سهولة عند الرغبة في بيعها .

من هم ضامنو الإكتتاب ؟ في الغالب الأعم شركات أوراق مالية ، ومع ذلك ، بدأت البنوك تدخل حديثاً هذه الدائرة من الأعمال . أكبر الشركات الضامنة للاكتتاب في عام 2000 تظهر في اللوحة التالية .

## اللوحة 1 - 6

### أكبر 10 شركات ضامنة للاكتتاب

	الفروق لسائر (\$ billions)	حصة السوق (%)
Goldman Sachs	2,582	19
Credit Suisse First Boston	1,895	15
Morgan Stanley Dean Witter	1,784	14
Merrill Lynch	1,436	11
Salomon Smith Barney	1,169	9
J. P. Morgan Chase	756	6
Lehman Brothers	635	5
Deutsche Bank	392	3
FleetBoston Financial	391	3
Bank of America Securities	281	2
Top 10 إجمالي	11,121	89
إجمالي الصناعة	12,500	100

Source: The Wall Street Journal, January 2, 2000. المصدر:

لاحظ أن ضمان الإكتتاب صناعة شديدة التركيز ، مع قمة الشركات العشرة، تصل حصتها إلى تقريبا 90 في المائة من دائرة العمل ، فإن 5 شركات التي في القمة تهيمن على 70 في المائة من حصة السوق . هذا التركيز يرجع بدرجة كبيرة إلى إقتصاديات المجال القائمة على السمعة الطيبة .

### أخطار ومكافآت ضمان الاكتتاب

ضمان الاكتتاب من الأعمال ذات الخطورة . ضامن الاكتتاب الذي يسيئ تسعير الإصدار يتعرض إلى خسارة . على سبيل المثال ، في أبريل 1988، ضمن First Boston ، أكبر بنك استثماري إصدار سندات بقيمة 125 مليون دولار شركات إصدار أحدي الشركات القوي والإضاءة بسعر 70 نقطة أساسية أعلى على سعر الخزانة . ومع ذلك ، أبدى المستثمرون

استعدادهم لشراء السندات مقابل فقط ، 85 نقطة أساسية . الفرق بين  
السعرين عرض البنك إلى خسارة 1.4 مليون دولار .

مع التقدير الأولى للجمهور ( IPO ) Initial Public Offering  
يثبت الضامن سعر الورقة المالية في السوق الثانوية إلى أن تباع . أحياناً  
يترك هذا الإجراء للضامن مبالغ كبيرة من الأوراق التي لم تباع . أيضاً  
تعرض أحياناً الشركات ضامنة الاكتتاب إلى خسائر كبيرة نتيجة التغيرات  
المفاجئة في أسعار الفائدة وتوقع الإيرادات . حدث هذا مع شركة Salomon  
and Merrill Lynch عندما اشترت سندات IBM على أساس عائد بنسبة  
9.5 في المائة . في نفس اليوم أدى التوقع بصدور سياسة مالية جديدة لزيادة  
أحكام السيطرة على السوق النقدية إلى أن يقفز عائد سندات الخزانة إلى 9.8  
في المائة . عندما أعلنت السياسة الجديدة بعد عدة أيام بعد ارتفاع عائد  
أوراق الخزانة إلى 10 في المائة . ومن الطبيعي أن هذا يعني هبوط أسعار  
أوراق الخزانة ، ومن ثم ، أسعار سندات IBM ، وانتهت بخسارة 20  
مليون دولار للشركة ضامنة الاكتتاب .

تحصل الشركات أو الأشخاص الضامنة للاكتتاب على أتعاب فروق  
أسعار صريحة أو ضمنية – يطلق على الأخيرة في الأسواق المالية  
Spread ؛ والتي تعني الفرق بين سعر شراء الضامن للإصدار وبيعه  
للجمهور – كتعويض للأخطار التي تتحملها والخدمات التي تقدمها . على  
الرغم من أن أخطار ضمان الاكتتاب قد زادت في العقود الأخيرة ، فقد  
انخفضت الفروق أسعار الصريحة والضمنية . يعزى ارتفاع المخاطر إلى  
زيادة التذبذب ( التغيرات ) في أسعار الفائدة . ويعزى انخفاض الفروق  
أسعار الصريحة والضمنية إلى زيادة المنافسة .

## المنافسة المتزايدة في ضمان الإكتتاب في الأوراق المالية

أحد أسباب المنافسة الزائدة يتمثل في القاعدة 415 والتي صدرت عن لجنة الأوراق المالية والبورصة ( SEC ) ، والتي دخلت حيز التنفيذ في عام 1982 . تسمح هذه القاعدة للشركة بأن تسجل إصدارها الجديد مع SEC ثم تنتظر لمدة 2 سنة لبيعها ؛ يطلق على هذا تسجيل الرف . لهذه القاعدة مزايا عديدة للمصدرين . إنها تعطيهم مرونة أكبر في التوقيت ، تسمح لهم بالبيع عندما يعتقدون أن ظروف السوق أكثر ملاءمة . إنها تعطيهم أيضاً قوة تفاوضية أكبر مع الشركة الضامنة . طبقاً لهذه القاعدة ، ليس عليهم أن يذكروا اسم الشركة الضامنة عند التسجيل . عندما يكونون جاهزين لإصدار الورقة يستطيعون السعي للحصول على أحسن العروض .

السبب الآخر لزيادة المنافسة في ضمان الإكتتاب يتمثل في تطور الأسواق البديلة : سوق الأوضاع الخاصة ، سوق الإيرو\* ، سوق القروض المتحدة ، سوف نناقش كلا منها في الفصل الرابع . يكون المقترضون الذين لديهم بدائل جيدة في وضع تفاوضي أفضل مع ضامني الإكتتاب حول فروق أسعار الإصدار الجديد . هذه البدائل أكثر ملاءمة للتمويل بالدين أكثر منها في حالة التمويل بالأسهم : كل الأسواق المذكورة سابقاً عبارة عن أسواق يهيمن عليها التمويل بالدين . هذا هو السبب في أن فروق أسعار إصدارات التمويل بالأسهم ( الملكية ) أكثر ارتفاعاً إلى درجة كبيرة من إصدار السندات ( تصل إلى 10 أضعاف ) . السبب الآخر يأتي من صعوبة تسعير إصدارات الأسهم الجديدة ، وما يترتب على ذلك من اعتماد على سمعة ضامن الإكتتاب .

\* سوق الإيرو : الأعمال المصرفية بأي عملة غير عملة البلد المضيفة .

## السوق الثانوية

عندما توفر التمويل بشراء الأوراق المالية في السوق الأولى ، فإنك تعطي الأموال الآن في مقابل وعد بالأموال في المستقبل . أحياناً قد ترغب في إلغاء هذه العملية – أن تحول الوعد بالأموال في المستقبل إلى أموال الآن . عندما تقرض أموالك للبنك أو لصندوق تبادلي ، فإن المؤسسة تكون دائماً على استعداد لتسديديك القرض عند الطلب : يقال على مثل هذا القرض أنه " قابل للاستعادة " . ومع ذلك إذا أقدمت على تمويل شركة ما بشراء سنداتها ، فليس هناك التزام على الشركة بإعادة الأموال إليك قبل تاريخ الاستحقاق . إذا كان تمويلك في صورة شراء أسهم ، فليس هناك التزام بإعادة أموالك بالمرة . ومن ثم ، الطريقة الوحيدة التي تستطيع من خلالها تحويل هذه الأوراق إلى أموال الآن أن تبيعها إلى شخص ما آخر على استعداد أن يحتفظ بها . يقال على الأوراق التي تسمح لك بذلك أنها " قابلة للنقل " .

إنها السوق الثانوية التي تسمح لك بإلغاء توريديك التمويلي ببيع ما قد اشتريته من أوراق مالية إلى شخص آخر . تنشأ الأسواق الثانوية من السماسرة والمضاربين . السماسرة يجمعون المشترين والبائعين معاً دون أن يكونوا هم أنفسهم طرفاً في البيع أو الشراء ؛ المضاربون يضعون الأسعار التي يكونون على استعداد للشراء والبيع على أساسها . يوجد السماسرة والمضاربون معاً في الأسواق المنظمة مثل بورصة الأسهم في نيويورك .

السوق الثانوية أقل أهمية بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل . أنها تستحق بسرعة ، لذلك التسديد العادي يحولها إلى نقدية بسرعة كافية . بالنسبة لفترة حياتها القصيرة ، فإنه من غير المحتمل أن تختلف أوراق سوق النقدية كثيراً من حيث القيمة . ليس هناك وقت كبير لحدوث تغيرات جذرية

في ظروف المصدر ، وبسبب فترتها القصيرة فإن أسعار أوراقها المالية ليست حساسة بدرجة كبيرة للتغيرات في أسعار الفائدة .  
مع الأوراق المالية طويلة الأجل ، الموقف مختلف تماماً . التسديد بعيد في المستقبل ( بالنسبة للسندات ) أو غير موجود ( بالنسبة للأسهم ) :  
السوق الثانوية هي الطريقة الوحيدة لتحويلها إلى نقد . توجد مساحة كبيرة من الوقت لحدوث تغيرات في ظروف المصدر ، لذلك من المهم أن تكون قادراً على تحويلها بسرعة للاستفادة من المعلومات الجديدة . التغيرات في أسعار فائدة السوق ، لها تأثير قوى على أسعار أوراقك المالية . إذا استطعت أن تتوقع مثل هذه التغيرات ، وضبطت موقفك طبقاً لها ، فأنت مهياً لتحقيق ربح لاقت . إذا أخذنا هذه الأسباب في الاعتبار عند التعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل ، وخاصة الأسهم ، فإنه ليس مستغرباً أن ينشأ من أجلها سوق ثانوية جيدة .

## الدور الإقتصادي للأسواق الثانوية

يوجد شيان يجب أن تؤديهما أي سوق ثانوية :

- تحديد سعر عادل للأوراق المالية التي تتعامل فيها ( اكتشاف سعر ) .
- ترتيب العمليات التي تجري على أساس هذه الأسعار بسرعة وبسهولة (توفير السيولة ) . دعنا نتناول كل منها بالترتيب .

اكتشاف السعر . تمثل الورقة المالية وعداً بالتسديد أو التسديدات في المستقبل . تعتمد قيمتها على توقعات مبلغ تلك التسديدات ، وتقييم للأخطار التي تتضمنها . تعكس التوقعات والتقييمات كلاً من المعلومات المتاحة والاستنتاجات التي يحصل عليها الأفراد من هذه المعلومات . من نفس

المعلومات يصل أفراد مختلفون إلى استنتاجات مختلفة حول نفس الورقة المالية .

يتمثل " السعر المطلوب العادل " للورقة المالية في أقل سعر يكون المضارب ذو المعلومات الجيدة على استعداد أن يبيع لك الورقة به . " سعر العطاء العادل " يكون المضارب ذو المعلومات الجيدة ، على استعداد أن يدفع لك ثمناً للورقة به .

في السوق النموذجية ، هل التعاملات تتم على أساس أسعار عادلة . في السوق النموذجي تتغير الأسعار في الحال لكي تعكس أي معلومات جديدة، لكي لا يوجد مطلقاً من يشتري أو يبيع ورقة مالية بأقل أو أكثر من سعرها العادل . أنه سوق بما تعنيه الكلمة – نموذجية .

لا توجد سوق فعلية تحققة . ومع ذلك ، السوق النموذجية تؤدي دور " القدوة الحسنة " المفيدة ، التي نستطيع أن نقيس على أساسها أداء الأسواق الفعلية .

السعر المكتشف يمثل عملية الوصول إلى الأسعار العادلة للأوراق المالية . سوف نرى أن أسواقاً مختلفة تحقق هذا بطرق مختلفة . سوف نرى أيضاً أن الطرق المختلفة لتنظيم السوق تؤثر عن قرب في مناهج السوق لتحقيق النموذجية في الأسعار العادلة .

توفير السيولة . يوفر سوق الأوراق المالية " السيولة " إذا استطعت أن تبيعها بسرعة وبدون خسارة .

كمثال آخر ، لنفرض أنك تدير صندوق معاشات ضخمة ، ولديك 100 مليون دولار مساهمات جديدة تريد استثمارها . إذا استطعت أن تشتري بهذا المبلغ أوراقاً مالية في الحال دون تأثير كبير على الأسعار التي تشتري بها ، فإن السوق يوفر سيولة جيدة . إذا ، على الجانب الآخر ، أدى الشراء

في الحال إلى دفع الأسعار إلى أعلى ، بينما شراء الكمية على مدى أيام أو أسابيع قليلة لا يحدث هذا التأثير ، فإن السوق لا يوفر سيولة جيدة .  
كما رأينا ، عندما فحصنا المؤسسات المالية الوسيطة ، يتمثل المصدر الأساسي للسيولة في التجميع التراكمي . على سبيل المثال ، يرغب بعض الأفراد في السحب من ايداعاتهم البنكية ، ويرغب البعض الآخر إضافة ايداعات جديدة . إلى أقصى حد ممكن ، يستطيع البنك تلبية حاجة الأول من المبالغ التي يوفرها الأخير . أحيانا توجد زيادة في السحب أكثر من الابداعات الجديدة . يجب أن يكون البنك جاهزاً لمثل هذا الموقف إما بحجز احتياطات أو بوسائل أخرى .

فيما يتعلق بالسيولة ، يشبه سوق الأوراق المالية إلى حد كبير المؤسسة الوسيطة . يرغب بعض الأفراد في تحويل أوراقهم المالية إلى نقدية ، يرغب آخرون في تحويل أموالهم النقدية إلى أوراق مالية . يفيد التجميع التراكمي هنا أيضا . تستطيع المجموعتان التكيف كل منهما مع الأخرى . ومع ذلك ، قد يكون هناك " عدم توازن في السيولة " . لدى إحداهما أكثر مما لدى الأخرى . بالضبط مثل البنك ، يجب أن يكون سوق الأوراق المالية قادراً على التعامل مع مثل هذه المواقف . سوف نرى أن الأسواق المختلفة تفعل هذا بطرق مختلفة .

في سوق الأوراق المالية الذي يوفر سيولة جيدة ، يجب ألا تتذبذب الأسعار استجابة لعدم توازن السيولة . كما قد رأينا ، يعتمد السعر العادل للورقة المالية على تقييم يستند إلى معلومات جيدة حول قيمة التسديدات المالية الموعودة . لا ينبغي أن يؤثر عدم توازن السيولة المؤقت على هذا التقييم . لذلك ، لا ينبغي أن يؤثر على سعر السوق . عندما يكون سعر

السوق يتذبذب بالفعل استجابة لعدم توازن السيولة ، حينئذ يكون سعر السوق غير " عادل " ويكون السوق غير نموذجي .

## تنظيم الأسواق الثانوية

أسواق المضاربين وأسواق المزادات . يوجد بديلان لتسيير التعامل التجاري – سوق المضاربين وسوق المزادات .

إذا أردت أن تبيع أو تشتري أذون خزنة ، فإنك تذهب إلى مصرفك . يستدعي البنك مضارباً في الأوراق المالية ويطلب السعر . يعد المضارب قائمة بأسعار العطاء والأسعار المطلوبة بالنسبة لأذون الخزنة التي يستفسر عنها البنك . سوق الأوراق المالية الحكومية سوق مضاربين . المضاربون صناعات سوق ، يعرضون الأسعار التي يكونون على استعداد للبيع بها ، ويقفون على استعداد لتسوية معاملاتهم بهذه الأسعار .

إذا أردت أن تبيع أو تشتري عقد أجل ، فإنك تخبر سمسارك بعدد العقود التي تريدها ، وربما الأسعار التي تكون مستعداً أن تبيع أو تشتري بها . يمرر سمسارك طلبك إلى صالة المتاجرة المختصة . في نفس الوقت ، يرسل تجار آخرون أوامرهم . تأخذ صالة المتاجرة كل الطلبات وتقابل بينها . السوق الآجلة سوق مزادات . بينما أسواق المضاربين تقوم على عرض الأسعار ، فإن أسواق المزادات تقوم على الطلبات .

كيف تعمل أسواق المضاربين . في أسواق المضاربين ، تقع مسئولية وضع الأسعار على المضاربين . لكي تعمل السوق كسوق نموذجية ، يجب أن يغير المضاربون الأسعار التي يعرضونها عندما تصبح المعلومات الجديدة متاحة ، ولكن لا ينبغي أن يغيروا أسعارهم في حالة وجود عدم

توازن في السيولة . يجب أن يمتصوا عدم التوازن بالشراء أو عن طريق البيع من حوافظهم المالية .

عملياً ، هذا أبعد من أن يكون سهلاً . إذا كانت كل البيانات متاحة في الحال لكل فرد ، وأن مضامينها مفهومة بصفة عامة ، لكي تكون مضارباً ، سوف يكون الأمر سهلاً نسبياً . في الواقع بعض المتعاملين لديهم معلومات أفضل من الآخرين ، والبعض أفضل في تفسيرها .

تجار الجمال والتجار الصغيرين . على سبيل المثال ، لنفرض أن شركة كمبيوتر تدعى Prometheus تعرض سعر 100 . قد درست Leah صناعة الكمبيوتر وتذكر أن شريحة جديدة أعلنت عنها شركة أخرى سوف تجعل الأجهزة التي تنتجها Prometheus أقل تنافسية . إنها تعتقد بأن الإيرادات المستقبلية سوف تهبط إلى درجة تكفي إلى تخفيض السعر العادل لأسهمها إلى 95 . تستطيع Leah أن تربح من فهمها المتميز عن صناعة الكمبيوتر بأن تقترض ورقة مالية وتبيعهها ، وهذا ما يطلق عليه البيع القصير Selling Short . إنها تستطيع أن تقترض سهم Prometheus وتبيعه في الحال بسعر 100 . بعد أن يدرك السوق مضامين الشريحة الجديدة ، سوف يسقط سهم Prometheus إلى 95 . حينئذ تستطيع أن تشتري مرة أخرى الأسهم بسعر 95 ، وتعيدها إلى أي فرد اقترضت منه الأسهم .

سوف نطلق على المتعاملين مثل Leah التي تتاجر لتربح من المعلومات الأفضل أو التفسير الأفضل للمعلومات المتاحة بصفة عامة تجار المعلومات . يمارس تجار المعلومات هذا النشاط فقط عندما يختلف سعر

السوق عن السعر العادل . سوف ندعو الذين يشترون ويبيعون لأسباب غير الاعتقاد بأن سعر السوق خاطئ بأنهم تجر سيولة\* .

مشكلة المتعاملين أنهم غالباً لا يميزون بين تجار المعلومات وتجار السيولة . تجار المعلومات يمثلون تهديداً لهم . في مثالنا ، ربح Leah عبارة عن خسارة التاجر الذي اشترى منها السهم بسعر 100 .

يعطي التهديد من تجار المعلومات حافزاً قوياً للتجار بأن يضعوا أسعاراً بصورة صحيحة . نتيجة لذلك ، تتجه الأسعار إلى أن تستجيب للمعلومات الجديدة بسرعة في سوق المضاربين . يمكن أن تتغير الأسعار بصورة درامية سواء بتعاملات قليلة ، أو بدون تعاملات .

يعطي التهديد من تجار المعلومات حافزاً قوياً أيضاً للتجار بأن يختزنوا المعلومات . المعلومات الخاصة الوحيدة التي لديهم تتعلق بعملية التعامل ذاتها . يستطيعون أن يروا حجم أوامر الشراء والبيع الداخلية إلى السوق ، ويعرفون بأي أسعار تحدث العمليات بالفعل . يخزن المضاربون غالباً هذه المعلومات ، ويجعلونها متاحة للجمهور فقط بعد مضي بعض الوقت . يعطيهم هذا ميزة مؤقتة على المعلومات التي يخشى منها التجار .

الشرع بين العطاء . ومع المحاولات الجادة من المضاربين للتسعير بصورة صحيحة ، فإنهم متأكدون بأنهم يرتكبون أخطاء بعض الوقت . أفضل دفاع لهم ضد الخسائر المتعلقة بتجار المعلومات يتعلق بفروق أسعار العطاء - المطلوبة. على سبيل المثال ، لنفرض أن المضارب اعتقد بأن السعر العادل لأسهم شركة Prometheus كان 100 ، ولكنه وضع سعر عطاءه 95 والسعر المطلوب 105 . حينئذ ، في هذه الحالة ، لا تستطيع Leah أن

\* . في السوق النموذجي . حيث أسعار السوق دائماً تساوي السعر العادل ، لا يوجد تجار معلومات . كل التجار تجر سيولة .

تكسب على حسابه . بصفة عامة ، مع عدم التأكد الكبير عن السعر العادل ، ومع التهديد الكبير من تجار المعلومات ، سوف تكون فروق أسعار العطاء – والمطلوبة كبيرة .

مهما كانت فروق أسعار العطاء – والمطلوبة ، سوف يتعرض المضارب إلى خسائر من تعامله مع تجار المعلومات . ومع ذلك ، مع فروق أسعار العطاء – والمطلوبة الكبيرة ، سوف تكون أرباح المضارب كبيرة من تعامله مع تجار السيولة . سوف يعوضه الربح الكبير الذي يحققه من تجارة السيولة من خسارته العارضة من تجار المعلومات .

تجار السيولة على استعداد أن يدفعوا فروق أسعار العطاء – والمطلوبة لأن المضارب يمدهم بالسيولة . إنهم يعرفون أنهم يستطيعون شراء الأوراق المالية من المضارب أو يبيعوها له في أي وقت يشاءون وبسعر عادل – زائداً أو ناقصاً فروق أسعار العطاء والمطلوبة .

المضاربين والمضاربيين . في أسواق المضاربيين ، عادة يوجد الكثير من المضاربين يشترون ويبيعون نفس الأوراق المالية . حيث إنهم يضعون أسعار العطاء والأسعار المطلوبة . فليس هناك شئ يضمن أن أسعارهم متشابهة . يبدو أن هذا سوف يفترض ربح الفرصة : الشراء من المضارب بالسعر المطلوب الأقل ، والبيع للمضارب بسعر العطاء الأعلى . من الصعب أن تجد مثل هذه الفرصة لسببين . الأول ، بالطبع ، فروق أسعار العطاء والمطلوبة . الثاني أن معظم أسواق المضاربيين ، يوجد بها سوق " داخلي " حيث يتعامل المضاربون بعضهم مع البعض الآخر ، وأن المتاجرة في مثل هذه السوق تميل إلى أن تقرب الاختلافات فيما بين الأسعار .

يستخدم المضاربون سوق ما بين المضاربين أساساً لضبط مخزونهم من الأوراق المالية لتعليته إذا كان يتناقص إلى قرب النفاد ، أو للتخلص من

الزيادة إذا كان قد تجاوز حد الأمان عادة يستطيعون الحصول على أفضل الأسعار من مضارب آخر . يضاف إلى ذلك ، لأن هذا هو السوق حيث يتاجر المضاربون ويباشرون نشاطاتهم العادية ، فإن سوق ما بين المضاربين يؤدي مهمة معلوماتية محورية . عندما يحصل المضارب على معلومات جديدة ، فإنه يراجع في الحال زملاءه المضاربين ، وخاصة أسعارهم المطروحة ، وذلك على سوق ما بين المضاربين . إذا كانت أسعارهم هذه لا تعكس المعلومات الجديدة ، فإنه يستطيع أن يربح بالمتاجرة مقابلها - الشراء إذا كانت أسعارهم شديدة الانخفاض أو البيع إذا كانت شديدة الارتفاع . في هذه السوق ، المضاربون الآخرون هم تجار المعلومات . من حقائق التعاملات في الأسواق أن تجارة المضاربين في المعلومات هي التي تضبط إيقاع الأسعار في مسارها الطبيعي . الأكثر من هذا ، لأن المعلومات الجديدة تؤثر نمطيا على سوق ما بين المضاربين أولاً ، هنا يحدث اكتشاف الأسعار للسوق ككل .

كيف تعمل أسواق المزادات . في سوق المزادات لا يوجد مضارب يضع الأسعار . بدلاً من ذلك تجمع معاً طلبات الشراء والبيع ، والأسعار توضع لتسوية السوق\* . إذا كان هناك أوامر شراء كثيرة نسبياً ، سوف يرتفع السعر ، وإذا كان هناك أوامر بيع كثيرة نسبياً سوف ينخفض السعر .

لا يفرق سوق المزاد بين تجارة المعلومات وتجارة السيولة : العرض هو العرض والطلب هو الطلب . يرتفع سعر الورقة المالية أو ينخفض استجابة لمعلومات جديدة أو عدم توازن سيولة .

\* . سوف نرى كيف في الفصل السابع .

بالطبع تجار المعلومات يراقبون السوق عن كثب . إذا ألقى بسعر الورقة بعيدًا عن سعرها العادل نتيجة عدم توازن السيولة ، فإنهم سوف يشاركون للاستفادة من ذلك . على سبيل المثال ، إذا أجبر السعر على الهبوط ، سوف يشتري المضاربون ويحتفظون بها في محفظتهم المالية ، مع توقع أن يعود السعر إلى وضعه الطبيعي عندما تمر حالة عدم توازن السيولة .

ولذلك ، في سوق المزاد ، إنهم تجار المعلومات الذين يوفرون السيولة . بصرف النظر عن كونهم مزعجين ، فإن وجودهم ضروري لعمل السوق الصحيح . على سبيل المثال ، كما سوف نرى في الفصل السادس ، يوجد في أسواق العمليات الآجلة تجار معلومات يعرفون بأنهم " المحليون " إنهم المحليون الذين يزودون أسواق العمليات الآجلة بالسيولة . سوف تتذبذب الأسواق بشدة بدون المحليين ، نتيجة لعدم توازن السيولة ، وأن الأسعار من النادر أنها سوف تكون عادلة ، مثل هذا السوق سوف يجذب القليل من الأعمال من تجار السيولة .

في سوق المزاد تتغير الأسعار عادة ببطء أكبر استجابة إلى المعلومات الجديدة أكثر منها في حالة سوق المضاربيين . لم توضع الأسعار بواسطة منشئ سوق : إنها لا تتغير إلا أن تحركها عملية المتاجرة ذاتها ، لذلك ، سوف يرتفع السعر أو يهبط مع مزيد من التدرج عند تفاعل المتاجرة . تختلف الطريقة التي تعالج بها أسواق المزايدات معلومات المتاجرة عن تلك التي تستخدمها أسواق المضاربيين . بعيداً عن حجب معلومات المتاجرة ، فإن أسواق المزايدات عادة تجعلها متاحة بأسرع ما يمكن . عندما تكون المعلومات أكثر جودة ، فإن مشاركة تجار المعلومات وتسوية عدم توازن السيولة تكون أسهل .

## شركات الأوراق المالية *Securities Firms*

لقد رأينا أن أداء الأسواق المالية يعتمد على أنشطة العديد من المهنيين المتخصصين - ضامني الاكتتاب ، المضاربين ، السماسرة ، وتجار المعلومات . لقد تحدثنا عنهم كما لو كانوا كيانات مستقلة . بينما البعض ، واقعيا في حالة استقلال ، فإن معظم دائرة العمل إلى حد كبير عبارة عن شركات متعددة المهام الوظيفية . كما سوف نرى ، شركات الأوراق التجارية كبيرة بسبب اقتصاديات الحجم اللافتة .

### طبيعة دائرة العمل

يمكن تقسيم العمل التقليدي لشركات الأوراق المالية إلى فئتين عريضتين - أعمال الاستثمار المصرفية ، وأعمال السمسرة . تتضمن أعمال الاستثمار المصرفية تلك الأنشطة المرتبطة " بالسوق الأولية " ، تلك السوق التي تباع فيها الإصدارات الجديدة لأول مرة . تتضمن أعمال السمسرة تلك الأنشطة المرتبطة بالسوق الثانوية ، تلك السوق التي يتم فيها التعامل على الأوراق المالية القائمة . يضاف إلى ذلك ، أن شركات الأوراق المالية قد سحبت حديثاً إلى دائرة نشاط ثالثة كبيرة - إدارة المخاطر .

### أعمال الاستثمار المصرفية

ضمان الاكتتاب . بالطبع تتضمن أعمال الاستثمار المصرفية ضمان الاكتتاب في الإصدارات الجديدة . كما قد رأينا ، يتضمن هذا تقديم الاستشارات إلى

العمل حول نوع الورقة المالية وسعرها ، وتشغيل المعلومات ، واستكمال الأعمال الورقية الضرورية ، وتسويق الإصدار إلى المستثمرين . استشارات إعادة الهيكلة . حيث يصل إلى السوق الكثير من الإصدارات الجديدة نتيجة لبعض أنواع إعادة هيكلة الشركات – الإندماجات، التملكات ، الشركات المولدة كمنتج فرعي والتي يطلق عليها Spin - off ، والخصخصة – فقد أصبح لدى الأفراد أو الشركات الاستثمارية الكثير من الخبرة في هذا المجال . ومن ثم ، فقد انخرطت بشدة في تقديم الاستشارات إلى عملائها حول عمليات إعادة الهيكلة ، حتى مع عدم وجود إصدار جديد . تحصل هذه الكيانات الاستثمارية على فروق أسعار ضخمة من هذا النشاط . على سبيل المثال ، حصلت شركات الاستثمار التي اشتركت في العملية الاستثمارية لاندماج شركة RJR وشركة Nabisco على حوالي 600 مليون دولار كفروق أسعار .

لقد نما حجم الاندماجات والتملكات سريعاً في العشرين سنة الأخيرة. في عام 2000 ، بلغت هذه الحالات تقريبا 11.000 صفقة في الولايات المتحدة الأمريكية U.S. بما قيمتها 1.8 تريليون دولار ( The Wall Street Journal ) . على مستوى العالم كان هناك 30.000 صفقة بلغت قيمتها 3.5 تريليون دولار . بسبب الخبرة التي اكتسبتها شركات الأوراق المالية الأمريكية فإنها تدعى عادة لهذا النوع من الأعمال الاستشارية عبر البحار .

## السمسرة

تتكون السمسرة من ثلاثة أنشطة متميزة : سمسرة الجملة والتجزئة ، إنشاء الأسواق والمناجرة ، وإدارة النقدية .

سمسرة الجملة والتجزئة . يساعد سمسرة الجملة والتجزئة المؤسسات الاستثمارية ، والمستثمرين الصغار ، في شراء وبيع الأوراق المالية . غالباً ، الأوراق المالية المشار إليها تتمثل في الأوراق المتداولة في السوق الثانوية ، ولكن السمسرة يسوقون أيضاً الإصدارات الجديدة إلى عملائهم . لقد توسع نشاط بيع الأوراق المالية ليشمل أصول مالية أخرى — على سبيل المثال ، صناديق الأموال المتبادلة ، وشهادات الإيداع المصرفية .

إنشاء الأسواق والمتاجرة . شركات الأوراق المالية نشيطة أيضاً في إنشاء الأسواق بصفتها تقوم بعمليات المضاربة والسمسرة . لكي تكون شركات الأوراق التجارية قادرة على تقديم الاستشارات إلى عملائها حول شراء الأوراق المالية ، ولكي تعمل كمنشئة للأسواق فإنها تحتاج إلى اكتساب المعلومات وإجراء البحوث . يضعها هذا في موقف جيد للمتاجرة في المعلومات لحسابها الخاص .

إدارة النقدية . قد أدت سمسرة الجملة والتجزئة إلى إدارة النقدية بصورة طبيعية . تدير شركات الأوراق المالية حوافظ الأصول للعديد من العملاء . تتمثل إحدى الفئات المهمة في خطط المعاشات . تتناقش شركات الأوراق المالية مع البنوك ، شركات التأمين وشركات إدارة صناديق الأموال المتبادلة لإدارة صناديق المعاشات . أيضاً تنشئ شركات الأوراق المالية صناديق الأموال المتداولة وتديرها لصالح عملائها .

فئة العملاء الأخرى المهمة في إدارة النقدية تتمثل في الأفراد الأثرياء . يشار إلى إدارة الحوافظ المالية للأثرياء على أنها " الأعمال المصرفية الخاصة Private banking . السوق العالمي ضخم جداً ، يقدر بقيمة 17 تريليون دولار . في عام 1999 ، كان يوجد أكثر من 500 بليونير في العالم ، من بين هؤلاء 276 في أمريكا الشمالية . يقدر أيضاً عدد الأفراد

ذوي القيمة الصافية المرتفعة على مستوى العالم بحوالي 7 مليون فرد ) لدى كل منهم ما يزيد على 1 مليون أصول سائلة ) من بين هؤلاء 2.5 مليون في أمريكا الشمالية . الذين تتراوح أصولهم السائلة ما بين 100.000 إلى 1 مليون دولار عددهم كبير جداً جداً . حتى وقت قريب قد تجاهلت البنوك الخاصة هذه الفئة ، لأن تزويدهم بخدمات إدارة النقدية لم تكن مربحة ( توجد بالطبع اقتصاديات الحجم ) . ومع ذلك ، قد خفضت الإنترنت التكاليف كثيراً ، وقد اندفعت المصارف الخاصة في تقديم خدماتها **online** إلى هذه الفئة .

### إدارة المخاطر والأسواق المشتقات

لقد كانت شركات الأوراق المالية باستمرار مؤسسات مالية بسيطة . لكي تؤدي مهام ضمان الاكتتاب والمضاربة كان عليها أن تضع أقدامها بقوة في دائرة الأوراق المالية . لقد مولت مثل هذه الحالات من الأموال التي تقترضها باسمها . ومع ذلك ، قد نما دورها كوسيط مالي سريعاً في السنوات الأخيرة كمصارف استثمار خاصة ، وقد أصبحت ، المتاجرة جزءاً مهماً بصورة متزايدة في دائرة أعمالها .

قد عرضتها كشوف ميزانياتها إلى أخطار كبيرة ، ولذلك انخرطت شركات الأوراق المالية بشدة في إدارة المخاطر . قد أدى هذا إلى ظهور خطين جديدين في دائرة أعمالها . بعد تطويرها طرقاً ذاتية لإدارة مخاطر أعمالها الخاصة ، فقد استطاعت أن تقدم هذه الخدمة إلى عملائها . وقد أدى هذا الانخراط في إدارة المخاطر إلى دخولها سوق المشتقات ، حيث تصنف

شركات الأوراق المالية الآن بين أكبر المؤسسات المالية الوسيطة في أنشطة المقايضات والاختيارات \* .

## تنظيم شركة الأوراق المالية *The Organization of A Securities Firm*

تعتمد شركات الأوراق المالية أكثر من معظم دوائر الأعمال على مهارة ومواهب أفرادها . يصدق هذا بصفة خاصة في خطوط الأنشطة التي تتضمن المتاجرة وإنشاء الصفقات . يعكس تنظيم شركات الأوراق المالية هذا الاعتماد على الموهبة ، وعليها أن نتناول نتيجتين مهمتين – الحاجة إلى الاحتفاظ بالأفراد ذوي المواهب ، وأهمية تزويدهم بالحوافز لكي تلتنقي مصالحهم مع مصالح الشركة .

داخلياً ، تنظم شركة الأوراق المالية نمطياً كمجموعة من الإدارات المنفصلة . تعمل كل إدارة بصورة مستقلة في خط نشاط محدد أو في سوق أوراق مالية محددة . تزود الشركة كل إدارة برأس المال ، ومن المتوقع أن تحقق كل إدارة العائد المستهدف على رأس المال . التنظيم داخل الإدارات المختلفة متشابه ، على أن تخصص كل إدارة رأس المال لوحدها التنظيمية ، ولكل فرد داخل تلك الوحدات . ولضمان أن يعطي كل فرد أقصى ما لديه من إمكانيات ، فإنه يكافأ ( أو تكافأ ) طبقاً لنتائجه الشخصية . ولضمان التعاون ، يحصل كل فرد على حصته من أرباح إدارته الخاصة ، ومن أرباح الشركة ككل .

\* . سوف نناقش المشتقات وأسواق المشتقات في الفصل السادس .

## شكل شركة الأوراق المالية

بسبب الحاجة إلى إعطاء الأفراد أعضاء الشركة فائدة قوية في نجاحها ، فإن شركات الأوراق المالية تنظم نمطياً باعتبار العاملين بها شركاء " شركات محاصة " . يبيع خبراء ( المثلثون ) المزادات الأوراق التجارية مع تذاكر اليناصيب ، والسلع المادية . يتعامل التجار في الأوراق المالية كجزء من دائرة أعمالهم العامة في البيع والشراء . حتى أواخر القرن التاسع عشر كانت معظم الأوراق المالية الأمريكية تباع في الخارج . وبالتالي ، تطورت معظم شركات الأوراق المالية الأمريكية انطلاقاً من التجار ، ومن بنوك التجار - بداية ظهور البنوك في شكلها الحديث ، ثم انخرطت في التجارة العالمية . على سبيل المثال ، اشترت مجموعة شركات وبنوك **Morgans** السكك الحديدية في إنجلترا لصالح السكك الحديدية الأمريكية ، وباعت سنداتها في " سوق لندن " . كما هو الحال مع شركات القانون والمحاسبة ، التي تعتمد أيضاً بكثافة على مواهب أفرادها ، ولكن على خلاف معظم دوائر الأعمال الأخرى ، احتفظت شركات الأوراق المالية بهيكل الشراكة مع أفرادها عندما كانت تنمو .

ومع ذلك ، قد كان هناك اتجاه حديثاً نحو الشركات المساهمة . التحول من المحاصة إلى الشركات المساهمة له مزايا عديدة . عندما تكون الشركة قادرة على بيع أسهمها إلى الجمهور ، بدلاً من الاعتماد فقط على الاحتفاظ بالأرباح ، فإن الشركة تكون قادرة على زيادة رأسمالها بسرعة أكبر عندما تظهر الحاجة إلى ذلك . القدرة المدعمة لزيادة رأس المال ، بالإضافة إلى القدرة على بيع وشراء الملكية في الشركة ، يجعل الاندماجات والتملكات أكثر سهولة ( سوف نرى حالاً ، أن الصناعة تمر بموجة من التوحيد ) . بالنسبة لأعضاء الشركة حصتهم في الملكية الآن أكثر سيولة

كثيراً : إنهم يستطيعون تحويلها إلى نقدية بسهولة أكبر ، الاقتراض في مقابلها ، وتنوع ثرواتهم . الأكثر من هذا ، إنهم كحاملين أسهم تتحصر مسؤوليتهم الآن في حصتهم في الشركة . إنهم كشركاء ، قد كانت مسؤوليتهم غير محدودة .

بالطبع الشركة المساهمة لها عيوبها أيضا . مقارنة بشركة المحاصة ، نجد هنا حوافز الأعضاء ضعيفة إلى حد ما : المسؤولية غير المحدودة في شركة المحاصة ، وعدم القدرة على تحويل حصتهم إلى نقدية أو تنويع ثرواتهم بالتأكد يكونون أكثر تركيزاً . يضاف إلى ذلك ، كما سوف نرى في " الفصل الخامس " دخول مستثمرين من الخارج كمساهمين يخلق صراعات مصالح بين من هم من الخارج ومن هم من الداخل والتي يمكن أن تكون ضارة بكفاءة المشروع . كل من هذه العيوب ليست بالخطورة المتوقعة ، حيث أن أعضاء الشركة ( من الداخل ) يحتفظون بحصة كبيرة بصفتهن من كبار المساهمين .

## خطر الموظف

لأن شركات الأوراق المالية تعتمد بدرجة كبيرة على مواهب أفرادها ، فإنها معرضة بصفة خاصة إلى خطر الموظف . للاستفادة بكل مهاراتهم ، يجب منح الأفراد حرية التصرف . عندما تلتقي مصالح الفرد مع مصالح الشركة يكون الأداء أكثر جودة . سوف تكون هناك خسائر وأيضاً مكاسب ، ولكن تلك هي طبيعة الأعمال . عندما تتباعد المصالح ، يستطيع الفرد أن يتخذ قرارات محطمة للشركة .

يأتي المثال الصارخ من حالة Nick Leeson موظف عمره 28 عاماً يعمل لحساب Barings في سنغافورة . قد حقق للشركة أرباحاً ضخمة نتيجة

تعاملاته في سوق المشتقات ، ولكنه تعرض لسلسلة من النكسات في بداية عام 1995 والتي أوقعتة في القائمة السوداء بالشركة . لقد أخفى الخسائر وذهب إلى السمسة ، وانخرط في بعض العمليات اليائسة في محاولة لتحسين وضعه . كانت خسائر هذه العمليات كبيرة جداً إلى حد أنها أتت على رأس مال الشركة.

مشكلة التحفيز هنا ، أن Leeson عندما تعرض للنكسات الأساسية ، فإنه لم يعد لديه شيئاً يخسره . إذا نجح في مضارباته التي أقدم عليها ، فإنه سوف ينقذ من مأزقه ، إذا حدث العكس ، فإن Barings ، وليس هو ، سوف تتحمل التكاليف . بمجرد انهيار Barings قدمت Salomon ، شركة أوراق مالية أخرى نظاماً جديداً للتحفيز بغرض تناول هذا الموضوع . لقد طلبت من المضاربين لديها مركز مكافآتهم في مصرفها ، حتى يمكنهم تسديد الشركة ، على الأقل جزئياً ، في حالة تعرضهم لأية خسائر . ليس مستغرباً أن هذه الخطة لم تحظ بالكثير من القبول ، وأدت إلى أن يترك العمل في Salomon نجوم المضاربين في الشركة بحثاً عن شركات أخرى . ألغت الشركة خطتها بسرعة . توضح تجربة Salomon الصراع المتأصل بين إنشاء نظم التحفيز وتوفير الظروف الجاذبة للمضاربين .

حيث أن التحفيز لا يمكن أن يحقق أهدافه بالكامل ، فإنه ليس أمام شركات الأوراق المالية غير مراقبة أفرادها مراقبة دقيقة . ليس فقط المضاربون هم الذين يعرضون الشركات إلى الخطر . لقد أقيم عدد من القضايا القانونية ضد شركات الأوراق المالية من العملاء الذين تعرضوا إلى خسائر من الأوراق المالية أو أدوات المخاطر التي بيعت أو أوصى بها سمسرة الشركة . الخسائر ليست دائماً مالية . يمكن أن يؤدي سوء سلوك

فرد واحد يعمل لدى شركة أوراق مالية إلى تحطيم خطير في سمعة كل الشركة ، التي تعتبر أفرادها الأصول الأكثر قيمة .

## صناعة الأوراق المالية *The Securities Industry*

لفهم ماذا يحدث في صناعة الأوراق المالية ، نحتاج إلى فهم التغييرات العميقة التي قد كانت تحدث في بيئتها . نستطيع تقسيم هذه التغييرات إلى أربعة فئات متداخلة :

**Globalization**

▪ العولمة

**Deregulation**

▪ تفكيك اللوائح التنظيمية

**Innovation**

▪ الابتكار

▪ الأهمية المتزايدة للمؤسسات المستثمرة

**The growing importance of Institutional investors**

### العولمة

تمثل العولمة المصدر الكبير الأول للتغيير في الأسواق المالية – التكامل المتزايد للأسواق المالية عبر الحدود . انفجر نمو العمليات المالية الدولية في عقد الثمانينات ( 1980 ) والتسعينيات ( 1990 ) .

بالطبع ، الإقراض الدولي ليس شيئاً جديداً . منذ الأيام الأولى للأسواق المالية ، قد كان الإقراض الدولي القاعدة وليس الاستثناء . نمطياً ، مع النضوج الاقتصادي ، وتطور النظم المالية ، يزداد عرض الأموال مقارنة بالطلب عليها ، وتهبط أسعار الفائدة المحلية . نتيجة لذلك ، يصبح الإقراض خارج الحدود المحلية ذا جاذبية متزايدة ، ويصبح الاقتصاد

الخاضع للدراسة مقرضاً دولياً . قد تكرر هذا النمط مرات ومرات كثيرة – قامت كل من فرنسا ، إنجلترا وهولندا بدور المقرض بصورة ناجحة . أدى انهيار التجارة الدولية أثناء وبعد الكساد الكبير إلى تعطيل النموذج . ولكن ، منذ الحرب العالمية الثانية ، استعاد الإقراض الدولي عافيته على نحو متواصل .

ومع ذلك ، قد أدخل الانفجار الحديث في الأوراق المالية الدولية شيئاً ما جديداً . لقد ذهب إلى ما وراء النمط التقليدي للبلدان المقرضة التي تقرض البلدان المقرضة – على سبيل المثال ، البلدان الأوروبية مقرضة والولايات المتحدة U.S. مقرضة . لقد أمكن توصيفها بأنها تجارة تبادلية في الأوراق المالية : بلدان تبيع أوراقها المالية ، وفي نفس الوقت تشتري أوراق مالية دول أخرى . على سبيل المثال ، تشتري U.S. الأوراق المالية الأوروبية ، وفي نفس الوقت تشتري الدول الأوروبية أوراق مالية U.S. أكبر كثيراً من أي إقراض صاف .

### تفكيك اللوائح التنظيمية

لقد كانت العولمة النتيجة والسبب في تفكيك اللوائح التنظيمية . بينما يوجد اتجاه لزيادة اللوائح التي تهدف إلى حماية المستثمرين ، فإن أنواعاً أخرى من اللوائح التنظيمية في طريقها إلى الإلغاء على مستوى العالم . يوجد تخفيف في اللوائح التي تحد من الدخول إلى الأسواق المالية عن طريق المؤسسات البنكية ، وشركات الأوراق المالية الأجنبية . قد كانت هناك حركة للابتعاد كثيراً عن اللوائح التي تثبت أسعار الخدمات المالية ( بدأت في U.S. في 1975 ) . كان هناك تخلص من قيود الإقراض الدولي . لقد منحت

أسواق جديدة التراخيص اللازمة – وخاصة أسواق النقدية وأسواق الأوراق المالية المشتقة .

كانت قوى السوق الفعالة وراء تفكيك اللوائح التنظيمية . لقد وجدت البلدان ذات اللوائح المقيدة نفسها في أوضاع ضعف بالنسبة لسوق الأوراق المالية العالمي مقارنة بالبلدان الأقل تقييداً في لوائحها التنظيمية . يمثل دوائر الأعمال إلى جانب الأسواق الأكثر تحراً . إن تفكيك اللوائح التنظيمية في أحد البلدان يحدث ضغطاً متزايدة على تفكيك اللوائح التنظيمية في البلدان الأخرى .

## الابتكار

الهندسة المالية . لقد كان نمو الأسواق المالية عبر تاريخها مرتبطاً بظهور أنواع جديدة من الأوراق المالية . في القرن التاسع عشر تمثل الابتكار الأكبر في سندات السكك الحديدية . في نهاية القرن التاسع عشرة ، كان الابتكار في صورة الأوراق المالية الصناعية الأعلى مضاربة ( سندات وأسهم الشركات الصناعية ) . في السنوات الحديثة ، قد شهدنا انفجاراً في الأدوات الجديدة في سوق النقدية ، وتطوير السوق ذات السندات عالية الإيراد والتي يطلق عليها **Junk bonds** . في كل من هذه الحالات ، كان الجديد هو المصدّر **issuer** . طبيعة الأوراق المالية ذاتها لم تتغير . الأدوات الأساسية – السندات ، الأوراق التجارية والأسهم العادية – لقد عاشت على مدى قرون .

ومع ذلك ، قد رأينا حديثاً أيضاً تدفقاً لأنواع جديدة تماماً من الأوراق المالية . من بين أسواق الأوراق المالية الخمس الأساسية التي سجلت في بداية الفصل ، اثنتان لم تكونا موجودتان منذ 30 سنة مضت : سوق

الرهونات ، وسوق المشتقات . بدلاً من التطور التدريجي خلال التجربة والخطأ ، نشأت هذه الأنواع الجديدة من الأوراق المالية عن قصد لإشباع حاجة محددة . يطلق على هذه العملية الهندسة المالية - تصميم أنواع جديدة من الأوراق المالية لإشباع حاجات لا تلبيها الأوراق القائمة .

أصبحت الهندسة المالية ممكنة بعد التقدم الذي حققته النظرية المالية . حسنَ هذا من تقييمنا للأوراق المالية ، ومن العلاقة بين أنواعها المختلفة . يفترض الفهم الجيد اقتراح أنواع جديدة من الأوراق المالية التي لا توجد حالياً ، ولكن يمكن ابتكارها .

تكنولوجيا المعلومات والإنترنت . العامل الثاني المهم الذي ساهم في ابتكار هذه الأوراق المالية الجديدة قد تمثل في التقدم السريع في تكنولوجيا المعلومات . قد جعل هذا من الممكن تناول الحسابات المعقدة ، وسهل التنفيذ السريع وغير المكلف للصفقات المتداخلة . حدد " علماء الصواريخ " شكل ورقة مالية لم توجد بالفعل ، ولكن يمكن أن يكون عليها طلب . استخدم الممارسون تكنولوجيا الكمبيوتر لخلق مثل هذه الورقة المالية .

قد كان أيضاً للإنترنت كتكنولوجيا مرتبطة تأثير لافق على الأسواق المالية - مساحته أكبر كثيراً من تأثيرها على الأعمال المصرفية . تكمن جاذبية الإنترنت في قدرتها على تخفيض تكاليف العمليات . قد جاء تأثيرها الأكثر ضخامة على أعمال السمسرة . في U.S. ، أحد السماسرة الذي بدأ يستخدم التجارة الإلكترونية E Trade في عام 1996 ، وجد أنه في عام 1999 ، كان لديه 2.6 مليون حساب عبر الخط الإلكتروني online . في عام 1999 ، شركة السمسرة في مواد البناء Schwab نصف عملتنا البالغ عددهم 7 مليون عميل كانوا حينئذ يتعاملون معها عبر الإنترنت . أيضاً في عام 1999 ، ما يقرب من 16 في المائة من تجارة الأسهم العادية تمت online . قد كانت شركات أوراق مالية أخرى في U.S. تحاول الالتحاق

بقطار الإنترنت . تنمو أعمال السمسرة عبر **online** بسرعة أكبر في أوروبا ، ولكن على قاعدة أصغر ، حيث عدد الأوربيين الذين يمتلكون أسهماً أقل منهم في U.S. ( 12 في المائة مقابل 50 في المائة من الأفراد البالغين ) . مع ذلك ، قد كان تأثير أعمال السمسرة عبر **online** أكبر في آسيا : على سبيل المثال ، في كوريا الجنوبية وصل حجم التداول في سوق الأسهم عبر **online** إلى 30 في المائة من إجمالي الحركة .

توجد قوة دافعة لإنشاء نظم تجارية عبر **online** ، وسوف نتعلم الكثير عن هذا في " الفصل السابع " . قد أجريت أيضاً بعض المحاولات لعمليات ضمان الاكتتاب عبر **online** . كان الإصدار الأول الضخم عبارة عن سندات تم بيعها وتسويقها وتداولها عبر الإنترنت بقيمة 3 بليون دولار صادرة عن " البنك الدولي " في يناير 1999 ، وقامت بترتيبها شركات السمسرة : شركة **Goldman Sachs** ، وشركة **Lehman** .

### الأهمية المتزايدة للمؤسسات المستثمرة

الفكرة الشائعة للمستثمر النمطي تأتي من **Jack Smith** الذي اشترى بعض الأسهم من شركة " جنرال موتورز " . في الواقع ، لم يشتر **Jack Smith** أسهم شركة " جنرال موتورز " مباشرة : إنه بصورة غير مباشرة يشترى أسهماً في صندوق أموال تبادلي أو ، حتى بدون أن يعرف ، عندما يساهم صاحب العمل في صندوق اعتزاله . قد تحول القطاع الأسري بصورة متواصلة من تملك أوراق مالية قابلة للنقل بأنفسهم مباشرة ، إلى تملكها بصورة غير مباشرة من خلال حقوقهم على المؤسسات المالية الوسيطة مثل صناديق المعاشات ( الاعتزال ) ، وشركات التأمين على الحياة . قد حلت

هذه المؤسسات المستثمرة محل القطاع الأسري ، كجهات أساسية حاملة للأوراق المالية القابلة للنقل .

في U.S. امتلك القطاع الأسري ، ما يقرب من 92 في المائة من الأسهم غير المسددة ، في عام 1952 . اليوم ، النسبة حوالي 50 في المائة . في البلدان الكبيرة المتقدمة الأخرى ، يحمل القطاع الأسري بصورة مباشرة نسبة تقل عن 25 في المائة من إجمالي الأسهم . في بريطانيا قد تحولت الملكية أكثر منها في U.S. ، وقد حققت المؤسسات المستثمرة حصة أكبر من السوق . في بلدان متقدمة أخرى مثل ألمانيا واليابان ، قد كانت المؤسسات المستثمرة دائماً الجهات المهيمنة في مجال حملة الأوراق المالية القابلة للنقل . حجم الأصول المالية التي تحتفظ بها المؤسسات قد نما بصورة لافتة : في بلدان نادي الاقتصاديات المتقدمة ، ارتفع إجمالي الأصول المؤسسية من 3.2 تريليون دولار في عام 1981 ( 38 في المائة من إجمالي الدخل القومي ) إلى 24.3 تريليون دولار في عام 1995 ( 107 في المائة من إجمالي الدخل القومي).

كان لتزايد أهمية المؤسسات المستثمرة تأثير عميق على الأسواق المالية . لقد كانت المنافسة شرسة على إدارة حوافض الأوراق المالية المؤسسية . الطريقة التي تجذب بها المزيد من الأموال لكي تديرها أن توضح العائدات العالية التي تحققها على الأموال التي تديرها بالفعل . قد دفعت الضغوط لإظهار النجاح مديري الأموال إلى الانخراط في أحجام ضخمة من التعامل . على الرغم من أن المؤسسات تمتلك فقط النصف من كل الأسهم العادية غير المسددة في U.S. ، فإن نسبتها في حجم التجارة تصل إلى 70 في المائة .

لأن تجارتها كثيفة ، فإن المؤسسات المستثمرة تظهر حساسية شديدة تجاه التكاليف . إنها تضع ضغوطاً ضخمة على الأسواق من أجل تخفيض التكاليف . كيف سوف نرى ، قد أدت هذه الضغوط إلى تغييرات عميقة في أسواق الأسهم الرئيسية ، وإلى تولد نظم تجارية بديلة ذات تكاليف أقل . لقد كانت رغبة المؤسسات لتخفيض التكاليف التجارية قوة دافعة مهمة وراء تفكيك اللوائح التنظيمية **deregulation** .

الكثير من حالات الابتكار في الأسواق المالية كان مدفوعاً انطلاقاً من حاجات المؤسسات المستثمرة . طورت شركات الأوراق المالية والأسواق المالية منتجات جديدة صممت لخدمة حاجات عملاء المؤسسات المستثمرة . تتضمن هذه المنتجات الشرائح ، الأوراق المالية المدعومة برهونات ، العمليات المالية الخيارية والآجلة ( في البورصة ) . لقد تبنت المؤسسات المستثمرة بحماس الإنترنت : كان من المتوقع ، اعتباراً من عام 2000 أن تجري معظم تعاملاتها في الأسهم العادية عبر **online** .

إنها أيضاً المؤسسات المستثمرة التي وفرت زخم العولمة . لقد تخلص عدد من البلدان ، وبصفة خاصة U.S. واليابان من القيود التي استخدمت لمنع مواطنيها من شراء الأوراق المالية الأجنبية . انتهزت الفرصة المؤسسات التي في تلك البلدان ، وخاصة صناديق المعاشات ، وشركات التأمين على الحياة ، واشترت كمية ضخمة من الأسهم الأجنبية لتتويج حوافظها المالية . زادت صناديق المعاشات اليابانية من حصتها في الاستثمارات عبر البحار في حوافظها المالية من 1 في المائة عام 1982 إلى 16 في المائة عام 1990 ؛ صناديق المعاشات في بريطانيا ، ارتفعت نسبتها من 7 في المائة إلى 18 في المائة ، و U.S. من 1 في المائة إلى 4 في المائة في نفس الفترة . القيود الباقية على الاستثمار عبر البحار في صناديق

المعاشات الأوروبية رفعت في عام 1992 ، بما أعطى ازدهاراً عميقاً للتجارة عبر الحدود .

## المنافسة المتزايدة

النتيجة الأساسية لهذه التغيرات في بيئة صناعة الأوراق المالية تمثلت في الزيادة اللافتة في ضغوط المنافسة . لقد أشعل تفكيك اللوائح التنظيمية المنافسة بين شركات الأوراق المالية في كل بلد ، وكان من نتيجة العولمة أنها وضعت الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية من كل بلد في منافسة كل منها مع الأخرى . فتح الابتكار أسواقاً جديدة ، تكافح شركات الأوراق المالية من أجل الهيمنة عليها ، وفتحت الإنترنت نافذة جديدة للتنافس . أيضاً ، قد حركت الأهمية المتزايدة للمؤسسات المستثمرة المنافسة : القوة التفاوضية الكبيرة ، قد مكنت المؤسسات المستثمرة من أن تطلب خدمات أرخص وأكثر جودة .

على سبيل المثال ، اعتادت المنافسة في أعمال السمسرة أن تكون قليلة . كان العمل مقسماً بين عدد صغير من شركات الجملة ، وعدد كبير من شركات التجزئة . بالإضافة إلى أنشطتها في الأسواق الثانوية ، عادة ، ضمنت شركات الجملة الاكتتاب في الإصدارات الجديدة ، وقامت شركات التجزئة بتوزيعها إلى الجمهور من خلال شبكة فروعها الكثيفة . كانت المنافسة بين المجموعتين وداخل كل مجموعة في حدها الأدنى . كانت العمولات بصفة عامة محددة .

تضاءلت أهمية هذا الهيكل التنظيمي مع ظهور المؤسسات المستثمرة، وما صاحبها من تدهور في ملكية القطاع الأسري . رغبت المؤسسات في الكثير من الخصومات ، ولم ترغب في الدفع مقابل البحوث

والاستشارات . لقد أدت الضغوط الكبيرة من جانب المؤسسات المستثمرة إلى أن تفكك SEC\* اللائحة التنظيمية الخاصة بعمولات NYSE\*\* في عام 1975.

انتهاء العمولات الثابتة فتح الباب واسعاً أمام المنافسة ، التي وصلت إلى شكل أعمال السمسرة منخفضة التكاليف والتي يطلق عليها **discount brokers** حيث تعرض هذه الشركات تنفيذ التعليمات بدون تقديم استشارات استثمارية أو خدمات الحفظ الأمن التي تقدمها شركات السمسرة ذات الخدمات المتكاملة . تحظى شركات السمسرة منخفضة التكاليف الآن بحصة كبيرة في السوق .

أدت المنافسة الشرسة من أجل أحجام متناقصة من أعمال التجزئة ، والعمولات المنخفضة إلى فشل الكثير من شركات التجزئة الصغيرة ، وتوحد الشركات الأخرى . كان الضرر الذي لحق بالشركات الأكبر أقل وإعادة توجيه أعمالها إلى خدمة المؤسسات المستثمرة - تقدم لها الاستشارات الاستثمارية ، الخبرة التجارية ، وخدمات إدارة المخاطر . لقد توسعت أيضاً إلى أعمال سمسرة الجملة وإدارة صناديق الأموال التبادلية .

### التوحد الكوني ( العولمة )

نتيجة لضغوط المنافسة المتزايدة ، تمر صناعة الأوراق المالية بمرحلة إعادة هيكلة ضخمة . لقد توحدت سريعاً لجني ثمار اقتصاديات الحجم واقتصاديات المجال . انبثقت في الواقع بعض الشركات العملاقة - بكل ما تعنيه كلمة

\* - لجنة الأوراق المالية SEC = Securities and Exchange Commission

\*\* - بورصة الأوراق المالية بنيويورك NYSE = New York Stock Exchange

عملاقة – حيث تعمل على المستوى العالمي ، وتقدم تشكيلة من الخدمات المتكاملة .

تسجل اللوحة 1 – 7 أكبر شركات الأوراق المالية على مستوى العالم . كما يمكنك أن ترى ، الشركات الأمريكية هي الأكثر بروزاً بصفة خاصة . أحد الأسباب أن الأسواق المالية قد كانت تاريخياً هي الأكثر أهمية في U.S. منها في البلدان الأخرى . سبب آخر أن تفكيك اللوائح التنظيمية والمنافسة الكثيفة جاءت مبكرة في U.S. عنها في أي بلد آخر ، وهذا خلق مجموعة من شركات الأوراق المالية أكثر كفاءة وأكثر رغبة في التطوير . عندما فتحت العولمة أسواقاً أخرى أمامها ، كانت تتمتع بميزة لافتة على الشركات المحلية ، التي كانت تعمل في بيئات أقل تنافسية إلى حد كبير .

اقتصاديات الحجم . اقتصاديات الحجم في أعمال الأوراق المالية تتناول ثلاثة أنواع – الاقتصاديات المالية ، عدم قابلية التكاليف الثابتة إلى التقسيم ، واقتصاديات السمعة .

في أعمال الأوراق المالية ، تتبع اقتصاديات الحجم المالية الأكثر أهمية من التنوع ، تتحمل شركات الأوراق المالية عن قصد مخاطر ضمان الاكتتاب ، الأعمال المصرفية التجارية ، والأنشطة التجارية . على الرغم من أنها كانت رائدة في مجال إدارة المخاطر ، فإن التنوع لا يزال يمثل مساعدة كبيرة ، وكلما كانت الشركة أكبر ، تزداد إمكانياتها في التنوع .

## اللوحة 1 - 7

### شركات الأوراق المالية الأكبر

الاسم	القيمة الإجمالية لأسهم المالكين (billions of dollars)*	حصة ضمان الاكتتاب (%) <sup>ب</sup>	حصة استثمارات الدمج والتملك (%) <sup>ج</sup>
Citigroup	280	12	19
J. P. Morgan Chase	163	8	18
Morgan Stanley Dean Witter	99	8	32
UBS Warburg (Switzerland)	75	5	11
Credit Suisse First Boston (Switzerland)	62	9	27
Merrill Lynch	59	13	22
Deutsche Bank (Germany)	55	5	4
Goldman Sachs	49	6	36
Barque Nationale de Paris (France)	42	-	-
Deutsche Bank (Germany)	24	-	4
U.S. Bancorp	-	47	127

\* علم 2000

<sup>ب</sup> الربع الأول

<sup>ج</sup> First quarter 2001  
أكثر من شركة استشارية لنفس الصلغة

المصدر: The Wall Street Journal, The Bureau of Times

لقد كانت عدم قابلية التكاليف الثابتة إلى التقسيم مصدراً مهماً دائماً في دائرة أعمال الأوراق المالية - على سبيل المثال ، في الحصول على المعلومات ، وفي البنية التحتية للتجارة ، وتدعيم المكتب الخلفي للوظيفة \* . ومع ذلك ، لقد زاد الابتكار في أهمية التكاليف الثابتة غير القابلة للتقسيم إلى حد كبير . يصدق هذا في حالة تدعيم " علماء الصواريخ " الذين طوروا منتجات مالية جديدة ، ويصدق بنفس الدرجة أيضاً على تكنولوجيا المعلومات. لقد أنفقت شركات الأوراق المالية بلايين الدولارات في أجهزة وبرامج الكمبيوتر على مدى العقد الأخير .

\* . سوف نتعلم الكثير عن هذا في الفصل السابع . من مهام المكتب الخلفي التسويات والعمليات المرتبطة

اقتصاديات السمعة مهمة بصفة خاصة في الأعمال المصرفية المتعلقة بالاستثمار . ومن ثم ، هذا الجزء من الأعمال قد كان دائماً عالي التركيز . في U.S. ، أكبر عشر شركات ضامنة للاكتتاب قد حصلت على 90 في المائة تقريباً من الإجمالي ، والصورة لا تختلف كثيراً في أي مكان آخر . حتى على المستوى العالمي تصل حصة أكبر عشر شركات ضامنة للاكتتاب إلى حوالي 70 في المائة من الإجمالي . السمعة الطيبة مهمة أيضاً في أعمال السمسرة ( وخاصة في إدارة الأموال ) ، في جمع الأموال من أجل تمويل أوضاع الشركة ، وفي وساطة المشتقات.

العولمة ذاتها قد كانت مصدراً مباشراً في أهمية اقتصاديات الحجم . للتزويد بالخدمات عبر الحدود ، ولكي تكون قادراً على التحكيم والموازنة عبر الأسواق ، فإنه على شركات الأوراق المالية أن يكون لها حضور ملموس في كل سوق مهم . مع التجار في مناطق مختلفة التوقيت الزمني حيث التعامل في نفس الأوراق المالية ، توجد أسواق نشيطة على مدار الساعة . لدى كثير من الشركات مكاتب منتشرة لتغطية التوقيتات في المناطق المختلفة بحيث يتم التحرك عبر وسائل الاتصال من مكتب إلى آخر . يعني هذا ، تحكم الشركة في تداول ورقة مالية معينة وتمريها من التجار في لندن إلى التجار في نيويورك ، ثم إلى التجار في طوكيو . قد خلق التجارة في الأوراق المالية على مدار الساعة طلباً على التجارة في المشتقات على مدار الساعة أيضاً .

حاولت شركات الأموال التوسع في أنشطتها المحلية ، لكي تستطيع تحمل النفقات الثابتة لحضورها الملموس في كثير من الأسواق . الأنشطة التي من السهل نسبياً التوسع فيها ، والتي لدى الشركات الدولية ميزة نسبية

على الشركات المحلية ، تتضمن تقديم الاستشارات حول عمليات الاندماج ، التملك والخصخصة ، والأعمال المصرفية الخاصة .

الشركة التي لها حضور ملموس وقادرة على المنافسة في كل الأسواق ، لا بد أن تكون بالضرورة شركة كبيرة جداً . لذلك ، عندما وجدت الشركات متوسطة الحجم نفسها غير قادرة على المنافسة في السوق العالمي ، فإنها اتجهت إلى الاندماج ، أو استسلمت إلى تملك الشركات العالمية الأكبر . توجد بعض الصفقات الضخمة في عام 2000 ، كان من بينها تملك Chase Manhattan لشركة J.P.Morgan .

اقتصاديات المجال . شركة الأوراق المالية متعددة الوظائف تعتبر ظاهرة حديثة نسبياً . فقط منذ 10 أو 15 سنة كانت معظم الشركات متخصصة . تخصص البعض في الأعمال المصرفية الاستثمارية ، أخرى تخصصت في أعمال السمسة كتجارة جملة ، ومجموعة أخرى في سمسة تجارة التجزئة . كان كثيرون من المنشئين للأسواق صغاراً ومستقلين . أيضاً تخصصت شركات الأوراق المالية بحسب نوع الورقة المالية — على سبيل المثال ، شركات ، حكومة ، بلدية ؛ أو بحسب الصناعة — على سبيل المثال، البترول والغاز أو المرافق ؛ أو بحسب المناطق الجغرافية التي كانت تعمل بها . فقط ، عدد قليل جداً من الشركات قد وفرت تشكيلة كاملة من الخدمات على نطاق جغرافي واسع .

مع ذلك ، على مدى العقد الأخير ، خلال الاندماجات والتملكات ، اتحدت شركات الأوراق المالية المتخصصة معاً ، لتشكل شركات ضخمة متعددة الوظائف . السبب وراء هذا التغيير يتمثل في اقتصاديات المجال والتنوع .

توجد مصادر متعددة لاقتصاديات المجال في دائرة أعمال الأوراق المالية . المعلومات أو الخبرة المكتسبة في أحد الأسواق أو الأنشطة قد تكون مفيدة في آخر . على سبيل المثال ، المعلومات التي تكتسبها شركة أوراق مالية حول شركة ضامنة تضمن اكتتابها وتوزيع أوراقها المالية أو تقديم الاستشارات لها حول الإندماجات أو التملكات . سوف يخفض امتلاك تلك المعلومات تكاليف إنشاء سوقاً في تلك الأوراق المالية ، أو في إجراء استثمار مباشر في الشركة ( مساهمة البنوك الاستثمارية ) . يضاف إلى ذلك، يوجد احتمال كبير في أن هذه الشركات سوف تلتقط إحدى الشركات الضامنة للاكتتاب والتي تكون قادرة على إنشاء سوق لأوراقها المالية بعد أن يكون قد تم إصدارها : يجعل هذا الأوراق المالية أكثر جاذبية ويرفع سعر الإصدار .

عملاء إحدى أنواع الخدمات يعتبرون عملاء محتملون للخدمات الأخرى . يصدق هذا في كل من الأعمال المصرفية الاستثمارية ، وفي عمليات السمسرة . في الأعمال المصرفية الاستثمارية ، إنه العميل الذي يجب أن يتحمل تكاليف التزويد بالمعلومات . ومن ثم ، فإنه من الأرخص للشركات أن تستمر في التعامل مع شركة الأوراق المالية التي على دراية فعلية بعملياتها . في عمليات السمسرة ، عملاء إحدى الأوراق المالية يعتبرون مشتريين مرتقبين لأوراق مالية أخرى ؛ إنهم أيضاً عملاء مرتقبون لصناديق الأسواق المالية ، إدارة النقدية ، وإدارة المخاطر .

هذه أمثلة " لاقتصاديات المجال الساكنة Static economies of Scope " : الانخراط في أحد الأنشطة أو خطوط الأعمال ، يخفض تكاليف الانخراط في أخرى . ومع ذلك ، توجد أيضاً " لاقتصاديات مجال ديناميكية " : هذه يفضل توصيفها على أنها " شيء ما يؤدي إلى آخر " . لقد رأينا حالياً ،

كيف أن أنشطة ضمان الاكتتاب سحبت شركات الأوراق المالية ، إلى الأعمال الاستشارية حول الاندماجات والتملكات ، وإلى الأعمال المصرفية الاستثمارية ( الخبرة البنكية ) . وكما قد رأينا ، كيف أن أعمال السمسرة قد سحبت شركات الأوراق المالية إلى إدارة النقدية ، وكيف تطورت إدارة المخاطر الداخلية إلى بيع خدمات إدارة المخاطر والمستندات . في كل من هذه الحالات ، كان النشاط الجديد أقل من أنه اقتصاديات المجال الساكنة ؛ ولكنه اقتناص فرصة ربحية جديدة عند ظهورها .

تصل اقتصاديات المجال إلى ما وراء أعمال الأوراق المالية ذاتها . لقد دخلت شركات الأوراق المالية مجالات تمويلية أخرى ، بل وقد توحدت مع بنوك تجارية من خلال الاندماجات والتملكات . أكثر من ذلك ، توجد صفقات توحد مع شركات تأمين \* .

التوسع إلى خطوط أعمال جديدة والتي تنتج عن " اقتصاديات المجال الديناميكية " ، يوفر التنوع . بالطبع ، إنه يدعم التنوع في إدارة المخاطر ، حيث تميل الأرباح في أحد الأنشطة الخطرة إلى تعويض الخسائر في آخر ، تاركة إجمالي الأرباح أكثر استقراراً . ولكنه يوفر أيضاً التنوع بمفهوم مختلف – تنوع مخاطر دائرة العمل . لأن أعمال الأوراق المالية تتغير بسرعات لافتة ، فإن دائرة العمل المربحة اليوم ، قد تصبح غير مربحة تماماً غداً . لذلك ، تنوع الكثير من الأطباق على المائدة ، يجعل من السهل الإحلال بين خطوط الأعمال التي تتراجع إلى الوراء ، وتلك التي تتقدم إلى الأمام .

\* . النظم المالية والتمويلية الفصل السادس ، والفصل التاسع | دار الفجر للنشر والتوزيع ، القاهرة | ؛

على سبيل المثال ، قد رأينا أن أعمال سمسرة الجملة والتجزئة قد أصبحت معيارية بصورة متزايدة ، دوائر أعمال شديدة المنافسة ، وذات هوامش ربحية منخفضة . بينما وصلت العمولات إلى أكثر من 50 في المائة من دخل شركات الأوراق المالية قبل عام 1975 ، تراجعت إلى 14 في المائة في عام 2000 . دخل أعمال السمسرة يأتي بصورة متزايدة من التجارة ( 19 في المائة عام 2000 ) . في أعمال ضمان الاكتتاب في الأوراق المالية ، كان تأثير المنافسة المتزايدة متشابها . في بداية عقد الثمانينيات ( 1980 ) وصلت أتعاب أعمال ضمان الاكتتاب إلى 1.5 في المائة من إجمالي الأوراق المالية الخاضعة لضمان الاكتتاب ؛ بحول عام 1993 هبط هذا الرقم إلى 0.7 في المائة . في السنوات الأخيرة ، تم تعويض معدل الربحية الهابط جزئيا عن طريق الحجم المتزايد ، ولكن أتعاب ضمان الاكتتاب وصلت فقط إلى 7 في المائة من إجمالي دخل شركات الأوراق المالية في عام 2000 . كنوع من التعويض ، قد وجد الأفراد أو الشركات الاستثمارية منجم ذهب حقيقي في الأعمال الاستثمارية حول الاندماجات والتملكات ، وإعادة الهيكلة . على مستوى العالم ، حجم الاندماجات والتملكات الذي أعلن عنه في عام 2000 فقط كان 3.5 تريليون دولار . تقريبا ، جاء نصف دخل شركات الأوراق المالية عام 2000 من الأعمال الاستثمارية والاستثمارات التجارية ( استثمارات طويلة الأجل \* .

الآن ، بعد أن أصبح لدينا فهما أساسيا لما تفعله الأسواق المالية ، كيف تعمل ، ومن الذي يجعلها تعمل ، نحن جاهزون لدراسة الأسواق المالية الفردية بمزيد من التفاصيل في الفصول التالية .

---

\* - الأرقام مأخوذة من بورصة الأوراق المالية في نيويورك .

## التلخيص

- تزيد إصدارات السندات الجديدة على إصدارات الأسهم بخمسة أضعاف تقريباً . صافي الأموال التي يتم جمعها من خلال إصدارات الأسهم والسندات تقل كثيراً عن مبالغ الإصدارات الجديدة . تمول الشركات معظم استثماراتها من أموالها الداخلية .
- السبب وراء هذا النمط أن التمويل الخارجي ذو مشكلات كبيرة ، وهذا يجعله باهظ التكاليف .
- ومع ذلك ، التمويل الخارجي مهم ، كمصدر حدي للأموال ، وخاصة في حالات التوسع والصناعات الجديدة . يضاف إلى ذلك ، للأسواق المالية تأثير كبير على " جودة " الاستثمار أكثر منه على " كميته " .
- تخدم الأسواق المالية ليس فقط دوائر الأعمال ، ولكن أيضاً المستهلكين والحكومات .
- من وجهة نظر المقرض ، الاهتمام الأساسي تفادي الخسارة. يمثل عدم الوفاء بالالتزام معضلة — أن ينفذ بالقوة أو يقدم تنازلات بالتسوية . توقع عدم الوفاء بالوعد يشجع المقترض على مزيد من المخاطرة .
- يوجد تفضيل للدين الآمن . إنه منخفض الصيانة وسهل التسعير . الديون الخطرة عالية الصيانة ، وقد يطلب المقرضون مكوثاً من الأسهم العادية ( حقوق الملكية للتعويض عن الخطر الجانبي ) .
- يتفادى التمويل عن طريق الأسهم العادية مشكلة عدم الوفاء بالوعد ، ولكن به مشكلة العائد العادل — مشكلة إدارة الشركة .

- يتحمل المستفيد تكاليف التمويل . لذلك التمويل عن طريق الدين الآمن يعتبر رخيصاً نسبياً ، ولكن التمويل عن طريق الدين الخطر أو الأسهم العادية عالي التكاليف .
- في U.S. عادة ، تباع الإصدارات العامة للأوراق المالية خلال الشركات الضامنة للاكتتاب . تشتري الشركة الضامنة للاكتتاب الإصدار من المُصنِّع وتبيعه إلى الجمهور . يوجد خطران : خطر المبالغة في قيمة شراء الإصدار ، وخطر ارتفاع أسعار الفائدة قبل بيع الإصدار . بالنسبة للإصدارات الضخمة ، تشكل الشركات الضامنة للاكتتاب اتحاداً فيما بينها لتوزيع المخاطر .
- توجد منافسة متزايدة في عملية ضمان الاكتتاب في الأوراق المالية نتيجة لما يطلق عليه " تسجيل على الرف " وذلك لحجز الموافقة على الإصدار ونمو الأسواق البديلة – السوق الأوربي ، وسوق القروض الموحدة ( مشاركة مجموعة من البنوك المقرضة تحت إشراف بنك رئيسي لتقديم ائتمان مصرفي ) .
- للسوق الثانوية وظيفتان أساسيتان : اكتشاف السعر وتوفير السيولة . السوق الثانوية الجيدة ذات أهمية خاصة للأوراق المالية طويلة الأجل ، لأن الحاجة إلى السيولة كبيرة .
- أسواق المضاربين تحركها قوائم الأسعار : المضاربون يسعرون العطاء ويطلبون الأسعار التي يكونون على استعداد للتعامل على أساسها . يزود المضاربون الأسواق المالية بالسيولة . يمثل تجار المعلومات تهديداً لهم .
- أسواق المزاد تحكمها أوامر البيع والشراء . في سوق المزاد ، تجار المعلومات هم الذين يزودون السوق بالسيولة .

- بسبب اقتصاديات الحجم والمجال ، ينتظم التجار المهنيون ومنشئو الأسواق في شركات للأوراق المالية كبيرة ومتعددة الوظائف .
- تتخرط شركات الأوراق المالية في أعمال المصارف الاستثمارية ، التي تتضمن أساساً السوق الأولية ، والسمسرة التي تتضمن أساساً السوق الثانوية . لقد زادت أهميتها حديثاً كشركات مالية وسيطة ، وقد أدى هذا إلى إدارة المخاطر ، وإلى سوق المشتقات .
- تعتمد شركات الأوراق المالية كثيراً جداً على مواهب أفرادها . للاحتفاظ بالأفراد المتميزين عليها أن توفر الحوافز التي تجعل مصالح هؤلاء الأفراد تتفق مع مصالح الشركة .
- التغييرات في صناعة الأوراق المالية تحركها أربعة اتجاهات متداخلة : العولمة ، تفكيك اللوائح التنظيمية ، الابتكار ، وتصاعد أهمية المستثمرين كمؤسسات .
- قد زادت هذه التغييرات من ضغوط المنافسة ، وقد أدى هذا إلى التوحد لاستغلال اقتصاديات الحجم والمجال .

### أسئلة للمناقشة

- 1 – لماذا مبلغ الأموال الذي يجمع من خلال بيع الأسهم والسندات يقل كثيراً عن مبلغ الإصدارات الجديدة ؟
- 2 – لماذا تعتمد الشركات قليلاً جداً على السوق الرأسمالية لتمويل الاستثمار ؟ اشرح لماذا التمويل بالدين ، والتمويل بالأسهم العادية صعب . كيف تمويل الشركات الاستثمار ؟

- 3 - " حيث أن الأسواق المالية تمول فقط جزءاً صغيراً من استثمارات دوائر الأعمال ، فإنها في الواقع ليست مهمة " . هل هذا صحيح ؟ اشرح .
- 4 - ما هو السوق المالي النموذجي ؟ اشرح كيف تتأثر سيولة السوق والتكاليف التجارية في حالة كونه نموذجياً أو غير نموذجي .
- 5 - من الواضح أن المضاربين ينظمون سوق المضاربة . من ينظم سوق المزداد ؟ كيف بالضبط يكسب المنظمون في كل نوع عيشهم ؟ أيهما تتوقع أن يكون دخله أكبر بالنسبة لحجم معين من التعامل ؟
- 6 - ما التأثير الذي يحدثه تجار المعلومات على أسواق المضاربة ؟ على أسواق المزداد ؟
- 7 - بعض أسواق الأوراق المالية أسواق مضاربة ، وبعضها الآخر أسواق مزداد . ما هي العوامل التي قد تفسر نوع السوق الذي يوجد من أجل ورقة مالية معينة ؟
- 8 - لماذا ينظم مهنيو السوق المالي في شركات أوراق مالية كبيرة ومتعددة الوظائف ؟ لماذا يختلف التنظيم الداخلي لشركات الأوراق المالية عن البنوك ؟ ما المشكلات التي تترتب على هذا ؟
- 9 - قارن وقابل بين الطرق التي توفر بها أسواق الأوراق المالية والمؤسسات الوسيطة المالية السيولة . ما مزاياها وعيوبها النسبية ؟ ماذا يمكن أن يحدث من خطأ في كل حالة ؟
- 10 - قارن وقابل بين اكتشاف السعر في كل من أسواق المضاربة وأسواق المزداد ؟ في كل حالة ، من الذي يقرر ما يجب أن يكون عليه السعر ؟ ما الحوافز التي يحصلون عليها لمركز السعر صحيحاً ؟

11 – ما اقتصاديات الحجم والمجال في شركات الأوراق المالية ؟ هل توجد اقتصاديات مجال بين أعمال الاستثمار المصرفية والسمسرة ؟

12 – كثير من الاقتصاديين ينظرون إلى الأسواق الثانوية بازدراء . إنهم يرونها على أنها مجرد صالة للقمار ، وليس مصدر تمويل . على سبيل المثال ، عندما كان Joseph Stiglitz الخبير الاقتصادي لدى البنك الدولي كتب : " التحسينات في الأسواق الثانوية ، لا تثرى بالضرورة القدرة الاقتصادية سواء تعبئة المدخرات أو تخصيص رعوس الأموال " .

أ – ما الوظيفة الاقتصادية للسوق الثانوية ؟

ب – هل الأسواق الثانوية الجيدة تثرى القدرة الاقتصادية لكي تعبئ المدخرات وتخصص رعوس الأموال ؟

ج – بفرض أن الإجابة على السؤال السابق بالنفي . هل سوف تكون الأسواق الثانوية حينئذ عديمة القيمة ؟ خذ في اعتبارك سوق الأسهم بصفة خاصة .

## BIBLIOGRAPHY

## المراجع

Abken, Peter A. "Globalization of Stock, Futures, and Options Markets." *Federal Reserve Bank of Atlanta: Economic Review*, July-August 1991, 1-22.

*The Economist*. "The Virtual Threat: A Survey of Online Finance." May 20, 2000

*Euromoney*. September 1995

*The Financial Times*. "Global Investment Banking Survey." February 28, 2000a.

----. "Private Banking Survey." July 7, 2001b.

----. "Global Investment Banking Survey." February 26, 2001

Mayer, C. "Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development." In *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*. Edited by R. G. Hubbard. Chicago: University of Chicago Press. 1990. 307-332

Smith, Clifford W., Jr. "Globalization of Financial Markets." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 34 (1991): 77-96

Wurgler, Jeffrey. "Financial Markets and the Allocation of Capital." *Journal of Financial Economics* 58, no. 1-2 (October-November 2000). 187-214.