

## الفصل الثاني عشر

### أسواق رأس المال والاقتصاد

بقلم دافيد غولدمان

يقدم لنا دافيد غولدمان الفصل الذي يحمل التحدي الأكبر في هذا الكتاب. وهو كغيره من معظم الاختصاصيين المحترفين في أسواق رأس المال يمتلك المعرفة الكاملة بالأوراق المالية. ومثل هذه المعرفة تبدو عند الكثيرين بمثابة رفح أثقال. لكن الخبر السار أن غولدمان الذي يرأس قسم بحوث الديون في Banc of America Securities يكتب بأسلوب ممتليء حيوية ونشاطاً ودقة في التعبير حتى أن رسالته بخصوص "الصددمات" الماضية والمستقبلية للديون والاقتصاد تفهم بسهولة - حتى عند من لا يتقنون الرياضيات. فهو يقارب اقتصاد اليوم من زوية مختلفة. فلا تتردد أيها القارئ وجرب قراءة ما يكتبه غولدمان. بعد ذلك جرب أن تقرّ كتاب هومر ولايبوفتس Homer & Leibowitz بعنوان Inside the Yield Book: The Classic That Created the Science of Bond Analysis.

كان من شأن الابتكارات الحاصلة في سوق رأس المال خلال العقدتين المنصرمين من الزمن أن أدخلت تحسينات في فاعلية السوق وقللت تكلفة رأس المال وأسهمت في النمو الاقتصادي. لكن لقطعة النقد هذه وجه آخر. فقد أفضى انعدام الفاعلية في أسواق رأس المال إلى فوضى في الأسواق كانت لها

نتائج مؤذية على النمو الاقتصادي. سنحاول في هذا الفصل أن نسلط الأضواء على عدد من الأمثلة التي توضح كيف يؤثر سلوك سوق رأس المال في الاقتصاد كله.

إن أسواق رأس المال تعبير عن دورة الحياة الإنسانية، بمعنى أن كبار السن يقرضون الأموال إلى صغار السن. وعلى المستوى العالمي تقوم البلدان التي وصل سكانها إلى مرحلة الشيخوخة بإقراض الأموال إلى البلدان التي ما زال سكانها بمرحلة الشباب، إلا إذا كان الخطر الكامن عند السكان الشباب لا يشجع على هكذا إقراض. وهنا لا بد أن نستحضر فرضية ملتون فريدمان -Milton Fried-man حول الدخل الدائم التي أطلقها عام 1957 والتي كانت الأساس في نيئه جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1976 والتي شكلت أول صدع في الصرح العظيم لمدرسة كينز Keynes، والقائلة: إذا استطاع الأفراد تكييف إنفاقهم طبقاً لاحتياجات دورة الحياة عوضاً عن أن يكون ذلك طبقاً للتغيرات الآنية في دخلهم عندئذ لن يكون لأدوات سياسة كينز ذلك الأثر الذي تتبأ به. ومن خلال وضعه التوقعات بعيدة المدى في مركز الوسط في الاقتصاد فقد جاء عمل فريدمان ليضع أسواق رأس المال في مركز الوسط من الاهتمام. فالاقتصاد النقدي وكذلك فرضية "التوقعات العقلانية" التي طرحها روبرت لوكاس Robert Lucas تمتد جذورهما إلى فرضية فريدمان لعام 1957 التي كانت التحدي الأول لمدرسة كينز.

وهناك تحد كبير آخر لمدرسة كينز ينبثق مباشرة من دراسة دور أسواق رأس المال في الاقتصاد ونقصد به اقتصاديات جانب العرض. في عام 1965 لاحظ روبرت موندل Robert Mundell أن التدفقات المستقبلية في دخل الأسرة هي أقل ثباتاً ولذلك فهي أكثر صعوبة في الخصم في أسواق رأس المال من تدفقات دخل الشركات. ولهذا السبب فإن أية زيادة، كما يقول، في الحجم المعلق

لدين الحكومة قد يسهم في الفاعلية الاقتصادية ذلك أن الدين الحكومي يخضم في الأسواق الحالية المقبوضات الضريبية المستقبلية من الأسر. وقد تحدث مثل هذه الزيادة في الفاعلية، كما يقول موندل، إذا أسهم أي تخفيض في معدلات الضرائب نحو تزايد في النمو الاقتصادي. وقد يحصل هبوط في المقبوضات الضريبية الإجمالية، أما إذا تجاوزت الزيادة في المقبوضات الضريبية الإجمالية الناجمة عن تزايد النمو حدود تكلفة فائدة الدين الإضافي الذي تصدره الحكومة لتغطية نقص الإيرادات فإن النتيجة حصول زيادة في الفاعلية ورفاه اقتصادي.

تشكل ملاحظة موندل هذه نوعاً من حجر رشيدي بين عالم الاقتصاد المجرّد وعالم الأعمال اليومية لأسواق رأس المال. لذلك تفترض فرضية موندل أن أسواق رأس المال هي أسواق ذات فاعلية غير مكتملة، ولا يأخذ بفرضية التوقعات الثابتة والأسواق الفاعلة. وفي هذه الحالة يصبح السؤال الذي يثير الاهتمام: ما هي الابتكارات أو التغييرات في السياسة التي تجعل أسواق رأس المال أكثر أو أقل فاعلية؟ فلهذا الأمر تداعيات كبيرة على النمو الاقتصادي.

#### الابتكارات التي حسنت فاعلية أسواق رأس المال:

كان من تداعيات غياب نظام مصرفي في العديد من الدول النامية، على سبيل المثال، أنه لم يترك أي خيار أمام المدخرين سوى أن يدفنوا ما لديهم من نقود ذهبية في حدائق منازلهم أو ما شابه ذلك. فإذا كان في قرية معينة عدد كبير من السكان كبار السن وعدد قليل من السكان صغار السن، تبقى النقود الذهبية مدفونة في التراب لأجل طويل. وإذا كان ثمة عدد كبير من السكان صغار السن في قرية مجاورة فإن هؤلاء السكان سوف يضعفون وتفتر همتهم

بسبب نقص رأس المال. والواقع إن شيئاً من هذا القبيل ميز حال النظام المصرفي الأمريكي في مطلع الثمانينيات حين تطورت لدى السكان الشباب الذين كانت أعدادهم في ولايات الحزام الشمسي بالجنوب في تزايد متواصل لشهية كبرى لرأس المال في الوقت الذي كان فيه السكان المدخرون من كبار السن في حزام الولايات الشمالية لا يجدون فرصاً محلية للاستثمار. لكن ابتكارين كبيرين حققا تطابقاً بين متطلبات الدخل عند المدخرين كبار السن مع المتطلبات الرأسمالية للعائلات من صغار السن في مناطق مختلفة. وكان هذان الابتكاران، بالطبع، اختراع سوق للأسهم ذات الضمانة برهن عقاري mortgage-backed (MBS) securities، وتطوير نظام مصرفي فيما بين الولايات. قبل اختراع سوق الأسهم ذات الضمانة العقارية كان ثمة نحو 14 000 مؤسسة ودائع ادخارية تمويل الرهون العقارية المحلية بودائع محلية لكن لهذا النوع من المؤسسات إمكانية وصول محدودة لمصادر رأسمالية خارج قاعدة ودائعها المحلية مثل إصدار شهادات إيداع على المستوى الوطني، سيما وأن نظام الإقراض يعتمد في نهاية المطاف على معرفة بالسوق المحلي للمقرض وللتمويل المحلي.

غير أن تحويل الرهون العقارية إلى أسهم أوجد الحلول للعديد من المشاكل مرة واحدة. فمن خلال تجميع آلاف الرهون العقارية ضمن أسهم متداولة برعاية شركتين ترعاهما الحكومة، هما شركة الرهون العقارية الوطنية الفدرالية Federal National Mortgage Corporation والشركة الفدرالية لرهون القروض المنزلية Federal Home Loan Mortgage Corporation أتاح سوق الأسهم ذات الضمانة برهن عقاري للمستثمرين في هذه الرهون أن يوزعوا الأخطار على محفظة متنوعة جغرافياً. وثانياً، استطاعت مؤسسات الودائع الادخارية ذات الطلب المتزايد على القروض أن تسجل رهناً عقارياً وتبيعه في سوق السيولة لتشتريه شركة ذات ودائع متزايدة. وثالثاً، وهو الأهم، إن وجود سوق سائل

للأسهم ذات الضمانة برهن عقاري MBS قد جذب إليه أصنافاً جديدة من المستثمرين بما في ذلك المقرضين من خارج البلاد. لم تكن زيادات الودائع متاحة فقط من المتقاعدین في ولايات الحزم الشمسي بالجنوب أو فلوريدا فحسب، بل وأيضاً، (وعلى سبيل المثال) من موارد من مصارف يابانية اشترت قسماً كبيراً من الشرائح ذات السعر العائم للالتزامات الرهون العقارية المضمونة في أواخر عقد الثمانينيات وأوائل التسعينيات.

في غضون ذلك، كان نشوء فروع للمصارف بين الولايات فرصة أتاحت للمناطق ذات الادخار الزائد (مثل ولاية فلوريدا) أن تقدم قروضاً لمناطق ذات متطلبات متزايدة لرأس المال (مثل ولاية أتلانتا). ومثال ذلك هيو ماك كول الابن Hugh McColl, Jr صاحب مصرف ناشنال بنك National Bank of North Carolina (الذي أصبح فيما بعد Nationsbank وبنك أوف أمريكا) القادم من مدينة بينيتسفيل Bennettsville بولاية ساوث كارولينا، حيث كانت عائلته تملك المصرف الوحيد في المدينة قبل حصول الركود الاقتصادي الكبير. لم تحصل تدفقات لرؤوس الأموال عبر ذلك النظام من الأوعية الشعرية للمصارف الوطنية الكبرى أو المصارف الإقليمية في الجنوب إلى مدن مثل مدينة بينيتسفيل. لذلك لا يمكن للاقتصادات المحلية أن تستغني عن فروع المصارف. ورغم أن سوق الأسهم ذات الضمانة برهن عقاري استطاع أن ينوع في خصوصية المخاطر المتعلقة بالمقرضين كأفراد أو مناطق إلا أن قروض الأعمال تتسم بكونها كياناً له خصائص متغايرة. بيد أن الخبرة الخاصة بالإقراض المحلي أمر مطلوب لتحريك عملية أقراض الأعمال. وهنا تكمن أهمية ماك كول وغيره في إزالة الحواجز أمام افتتاح فروع للمصارف فيما بين الولايات في الثمانينيات والتسعينيات أتاحت تدفق الودائع نحو الاماكن التي هي بحاجة لها.

## مشكلات جديدة برزت مع ظهور الابتكارات:

اكتمل ثلاثي ابتكارات المديونية لسوق رأس المال مع خلق سوق الأوراق المالية ذي المردود العالي بعد انتظام سوق الأسهم المضمونة برهن عقاري وافتتاح فروع للمصارف بين الولايات، وهي ابتكارات كانت الأساس للتوسع الاقتصادي الكبير الذي شهدته الفترة بين عامي 1982 - 2000. ولكن، كل حل جديد يولد مشكلات خاصة به وتعبئة رؤوس الأموال من مصادر جديدة من خلال الأسواق السائلة يحفز النمو الاقتصادي، إلا أن هذه التعبئة تجعل الاقتصاد يعتمد فاعلية سوق رأس المال. بيد أن الأمور القانونية والتنظيمية والهيكلية تخلق هشاشة في أسواق رأس المال يمكن لها بدورها أن تؤثر في الأداء الاقتصادي.

لأسواق رأس المال أربع خصائص يجدر الاهتمام بها ضمن الإطار الاقتصادي الكبير، وهي:

1- حق بيع وشراء الأسهم المضمونة برهن عقاري - تكاد تنفرد الرهون العقارية الأمريكية دون سواها في العالم أجمع بكونها قابلة للدفع المسبق أو تخضع للدفع عند الطلب وذلك حسب رغبة ومزاج المقترض. لذلك فإن التقلبات الحادة في أسعار الفائدة يمكن أن تززع استقرار سوق الأسهم المضمونة برهن عقاري.

2- القيود التنظيمية المفروضة على نوعية التسليف - يتعين على صناديق التقاعد وشركات التأمين على الحياة أن تحتفظ بأغلبية كبيرة من ممتلكاتها ذات الدخل الثابت على صورة صكوك ذات درجة استثمارية، ذلك أن الارتحال غير المتوقع للتسليف نحو تصنيفات ذات درجة من المضاربات قد تخلق آثاراً سلبية.

3- ارتحال معيار التسعير للدخل الثابت مبتعداً عن منحى سندات الخزينة

ولجهة منحى المقايضات - إن التقلب بين منحى المقايضات ومنحى سندات الخزينة قد يعني عدم استقرار في سوق التسليف.

4- الاستثمار استناداً إلى المؤشر - عندما يقيس المستثمرون عائدات استثماراتهم مقابل مؤشر قياسي تجميعي للدخل الثابت تكون النتائج مختلفة اختلافاً كبيراً عما يمكن أن تكون النتيجة في سوق الأسهم. فالمؤشرات الكبرى في أسواق الأسهم تعكس تخمينات السوق لتدفقات الدخل المتوقعة مستقبلاً، لا سيما وأن أسعار الأسهم تتكيف باستمرار مع توقعات السوق. وتكوين سوق الدخل الثابت له صلة بالأنظمة والآثار الضريبية والعادة أوثق من تلك الصلة للتكوين المتوقع للنتائج. والاستثمار المستند إلى المؤشر لا يتفق والأخطار الاقتصادية لمحفظة الأوراق المالية، ولا يتفق أيضاً مع أخطار أعمال المستثمر الذي يدير تلك المحافظ.

#### سوق الأسهم المضمونة برهن عقاري:

وقعت في العقد الماضي من الزمن مناسبتان حصلت فيهما تقلبات حادة في مدة بقاء محفظة الأسهم ذات الضمانة برهن عقاري أفضت إلى عواقب اقتصادية غير محمودة. كانت المناسبة الأولى عام 1994 عندما انهار عدد كبير من صناديق الحماية من تقلبات الأسعار (كان أهمها صندوق Granite Capital) في أعقاب التقييد الذي فرضه مصرف الاحتياطي الفدرالي.

وكانت المناسبة الثانية عام 1998 عندما انخفضت قيمة الأسهم المضمونة برهن عقاري MBS فأسهم هذا الانخفاض في إخفاق الإدارة طويلة المدى لرأس المال (Long Term Capital Management LTCM) فأحدث هلعاً مؤقتاً في أسواق رأس المال.

وكما يعرف كل من يشارك في الأسواق المالية فإن القانون الأمريكي يعطي ملاك المنازل الحق في المطالبة بدفع قيمة رهونهم حسب رغباتهم ودون أية غرامات. فعندما تنخفض أسعار الفائدة يسدد ملاك المنازل رهوناتهم ويأخذون قروضاً جديدة بأسعار فائدة متدنية. وبالعكس عندما يرتفع سعر الفائدة يتراجع معدل التسديد المسبق وتمتد مدة الأسهم المضمونة بالرهن العقاري. بيد أن مثل الرهون العقارية مثل قط شرودنغر Schrodinger's Cat الساكن في حالة من الوضع العلوي، فلا هو ميت ولا هو حي، وكذلك هذه الرهون تسكن في حالة من وضع علوي بكونها سند مالي وحساب ودائع عند الطلب لا سيما وأنه يوجد سوق "طبيعي" صغير للسندات يعطي عائداً إضافياً مقابل موقف يقتضي مطالبة قصيرة بدفع القيمة في حق للبيع أو الشراء لقاء أسعار الفائدة، لكنه سوق محدود جداً. والمشترون التقليديون للسندات مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين على الحياة يريدون تدفقات نقدية معروفة ومحددة ليتمكنوا من تلبية الكثير من المطالب، وبخاصة التعويض التقاعدي في المستقبل أو دفع قيمة التأمين.

غير أن أسهم الرهن العقاري التي تسدد مدفوعاتها من المقترض إلى المستثمر لا تلبى متطلبات حملة السندات التقليديين. ولذلك عرض القطاع المالي علاجاً جزئياً لهذه المشكلة بدءاً من العام 1984 حيث أحدثت التزامات الرهن المضمونة CMO Collateralized mortgage obligations. تعمل هذه الالتزامات المضمونة على توزيع مجموعة الرهون إلى شرائح تتألف من أسهم ذات تقلبات أقل في المدد وتقلبات أكثر في الحياة المتوقعة للسهم على التوالي. وحتى عتبة معينة، على سبيل المثال، فإن كافة المدفوعات المسبقة تخصص في شريحة "مرافقة" ذات تقلبات أكثر، ويكون الهدف منها تخفيض المدفوعات المسبقة إلى شريحة تصنف بأنها ذات استهلاك للدين (Planned Amortization Class)

(PAC) مخطط له وأقل تقلباً. وقد باعت هذه الصناعة تلك الشرائح إلى شركات التأمين وصناديق التقاعد، وباعت الشرائح "المرافقة" لكل من يريد أن يتحمل مخاطرة إضافية في المدفوعات المسبقة.

ومع ظهور النماذج المعقدة للتنبؤ بالتغيير الذي سيطراً على مدة صلاحية الأسهم والحياة المتوقعة للأسهم المضمونة برهن عقاري MBS وفق سيناريوهات متعددة لأسعار الفائدة (منها وضع نماذج توزيعية تتكيف مع حق البيع والشراء) وجدت الشركات المالية سوقاً أكبر لصنف الأرصدة. فاستخدمت مؤسسات الإيداع الادخاري وشركات التأمين وغيرها من المستثمرين هذه النظم لإحداث محافظ للأسهم المضمونة برهون عقارية تكون منسجمة مع المطالبين. وقد رأى المستثمرون في هذه النماذج ما قد يساعد على التحكم بوسطي مدة الحياة المتوقعة وتقلبات الصلاحية لمحافظ الأسهم المضمونة برهن عقاري من شأنها أن تعطي عائداً أعلى من غيرها وتحديداً أسهم وسندات الشركات.

ولكن لا يوجد مشتر طبيعي في عالم الأسهم المضمونة برهن عقاري MBS وتتضمن تلك الحقوق الهائلة في البيع والشراء. ولهذا السبب أخذت الشركات المالية العاملة في وول ستريت، تبحث عن مشترين غير طبيعيين. وبهذه الطريقة وجدت حلاً للمشكلة من خلال بيع الشرائح المرافقة التي يكون وسطي حياتها (صلاحيتها) كثير التقلب وعلى شكل صكوك ذات سعر عائم وذلك على افتراض أن قيمة الصك من هذا النوع لن تتغير كثيراً عن القيمة الاسمية وسعر إصدار الصك إلا في سيناريوهات بالغة الشدة. وأصبح اليابانيون في مطلع التسعينيات من أكبر المستثمرين في هذا النوع من الصكوك. أما شركات التأمين فقد اشترت الشرائح المرافقة ذات "التعويم العكسي" (أي التي يكون أداؤها مشابهاً لأداء سندات مرافقة ذات رافعة في السعر الثابت) وذلك بغية إضافة العائد ولتعزيز فترة صلاحيتها المتوقعة في حال انخفاض سعر الفائدة. إضافة لذلك، فإن

الشرائح المحملة بحق البيع والشراء في عالم الأسهم المضمونة برهن عقاري MBS (والتي أطلقت عليها تسمية "الفضلات السميّة") قد أصبحت من اختصاص صناديق الحماية من تقلبات الأسعار والتي كان أكبرها صندوق Granite Capital.

وخلاصة القول إن التنظيم قد أفضى إلى انعدام فاعلية السوق (أي زيادة في العرض لحقوق البيع والشراء في مطالبات الدفع بحسب سعر الفائدة). وانعدام الفاعلية هذا أفضى إلى حل مبتكر (أي ابتكار الالتزامات المضمونة للرهن العقاري CMO)، وهذا الحل المبتكر أفضى إلى مجموعة جديدة من المشاكل. وقد حصل هذا كله في ربيع عام 1994 عندما رفع مصرف الاحتياطي الفدرالي أسعار الفائدة بعد فترة طويلة من أسعار منخفضة للأجل القصير. وأخفق صندوق Granite Capital مثلما أخفق عدد آخر من صناديق الحماية من التقلبات في الأسهم المضمونة برهن عقاري MBS وتعرض عدد من المؤسسات الاستثمارية لخسائر كبيرة ونخص بالذكر Piper Jaffrey. كما واجهت شركات تأمين عديدة خسائر كبرى غير مريحة جراء احتفاظها بالالتزامات المضمونة للرهن العقاري CMO، وبخاصة تلك الصكوك ذات السعر العائم العكسي. وأغلق إنتاج صكوك CMO لمعظم ما تبقى من العام. وتم تداول شرائح CMO المعقدة بخصم كبير عن قيمتها العادلة. ففي أواخر عام 1994، على سبيل المثال، قد يتصل موظف مبيعات بأحد الزبائن ويعرض عليه شراء صك من صكوك السعر العائم العكسي بتخفيض قدره 40 بالمائة عن قيمته العادلة، فيرد عليه الزبون قائلاً: "نعم، أعرف هذا السند، وقد طرد رئيس من عمله لأنه اشترى سنداً من هذا النوع".

جيل كامل من المستثمرين في هذا النوع من الأسهم MBS أقفلوا عن هذه الأعمال. فالمعروف أن الإخفاقات تحصل في الأسواق عندما لا يستطيع

المشاركون الحاليون في السوق أن يشتروا بالسعر العائم الراهن، فيخرجون من السوق حين يدخل الأسواق مشاركون جدد يحاولون الاستفادة من الأسعار المنخفضة جداً. وظهر جيل جديد من المستثمرين في الأسهم المضمونة برهن عقاري MBS على هيئة صناديق حماية ضد التقلبات يديرها تجار سابقون يتداولون في هذه الأسهم ذاتها ويحاولون جذب الاستثمارات اعتماداً على خبرتهم في حماية الأسهم من التقلبات. ومرة أخرى، خلق هذا الحل ظروفاً مؤقتة لأزمة جديدة. فعندما شدد مصرف الاحتياطي الفدرالي ثانية على أسعار الفائدة في ربيع عام 1998 تعرضت صناديق الحماية ضد التقلبات التي كانت استثمارات كبيرة في أسهم BMS لخسارة كبرى. ثم تفاقم الاضطراب في سوق هذه الأسهم في شهر آب/أغسطس عام 1998 أمام العجز الروسي عن دفع المستحقات، ما أدى إلى الإخفاق الذريع لمشروع "الإدارة طويلة المدى لرأس المال"، التي كانت استثمارات كبيرة في كل من الأسهم المضمونة برهن عقاري MBS والأسهم الجديدة المطروحة بالأسواق.

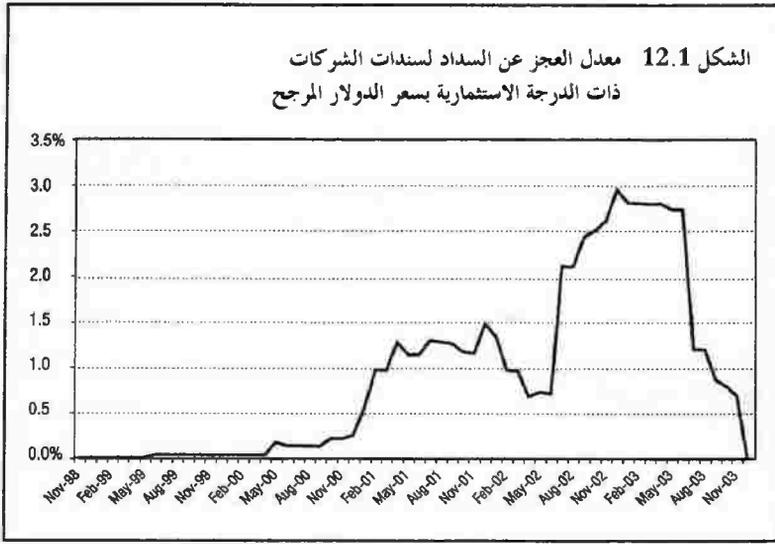
ومرة أخرى تغير تكوين ملكية الأسهم المضمونة برهن عقاري MBS. ففي هذه المرة كانت الاستثمارات الكبرى في هذه الأسهم من نصيب شركتين ترعاهما الحكومة هما "شركة الرهون العقارية الوطنية الفدرالية Federal National Mortgage Corporation أو بحسب تسميتها الشائعة "فريدي ماك Freddie Mac" وشركة الرهون العقارية للقروض المنزلية -Federal Home Loan Mortgage Corporation التي أطلقت عليها تسمية فاني ماي Fannie Mae اللتين زادتاً كمية ما تملكانه من هذه الأسهم إلى جانب عدد من دوائر الخزينة في المصارف التجارية الكبرى. وحسب المعلومات المتوفرة أثناء كتابة هذه السطور فإن هاتين الشركتين الحكوميتين والمصارف التجارية تملك ما يزيد عن نصف العدد الإجمالي لأسهم MBS. وخلافاً لما هو معروف لدى المستثمرين التقليديين

بالأسهم فإن هاتين الشركتين الحكوميتين والمصارف التجارية تحمي انكشاف الصلاحية في هذه الأسهم باستخدام أدوات متنوعة أهمها المبادلة حسب سعر الفائدة وحقوق البيع والشراء عند المبادلة (أو Swaption). وقد أعرب المنظمون الفدراليون، وكذلك المعلقون من القطاع الخاص، عن مخاوفهم إزاء احتمال تعرض هذه الشركات الحكومية GSE لتقلبات عنيفة في تقييم هذه الأسهم MBS. لكنني أعتقد أن حصول تقلبات في هذا الأسهم تكون أكبر من طاقة الشركات الحكومية على إدارتها هو احتمال بعيد جداً، وأنه علينا أن نتنظر دورة جديدة لأسعار الفائدة تحمل تلك الصدمة في القيمة التي شاهدناها عام 1994 لنتيقن من ذلك.

#### القيود التنظيمية على جودة التسليف والاستثمار المستند إلى المؤشر:

إن ما يزيد عن 3 بالمائة من القيمة الإسمية لمجموع الديون الاستثمارية في الولايات حصل فيها عجز عن السداد في عام 2002 - وهي أسوأ نسبة تشهدها البلاد منذ الركود الاقتصادي الكبير (انظر الشكل 12.1). ولعل شركة إنرون-Enron وشركة World Com وحفنة من الشركات المصدرة ذات القوة التجارية هي السبب في الوصول إلى تلك النتيجة. وقد ترافق مع هذه النسبة العالية من العجز عن سداد الديون الاستثمارية حصول أول إخفاق سوقي حقيقي في سوق التسليف الاستثماري على مدى جيلين. وكان هذا الإخفاق، مثل غيره من كل الإخفاقات التي لاحظتها، ناشئاً بصورة مباشرة عن انعدام فاعلية السوق التي كان التنظيم سببها، وبخاصة مشروطة أن تحمل صناديق التقاعد وشركات التأمين ما نسبته 95 بالمائة من محفظة الديون لديها باسم استثمارات. إن هذا التقييد من الوجهة الأفضل في النظرية المالية لا معنى له. وإن لم يكن كذلك، لماذا لا يكون لدى صناديق التقاعد نفسها مشروطة امتلاك أسهم ذات رأسمال كبير بدلاً من أسهم ذات رأسمال صغير، أو وللسبب ذاته لماذا لا تتمتع أسهم

الشركات بتصنيف دين من الدرجة الاستثمارية؟ لا يوجد دليل واحد على أن الدين من درجة المضاربات يعطي أداءً على المدى الطويل للمستثمرين في صناديق التقاعد أسوأ من أداء دين من درجة الاستثمار. ومع ذلك، فهذه هي القاعدة، وليس ثمة احتمال بأن تتغير على المدى المنظور.



المصدر: مودي لخدمات الاستثمار

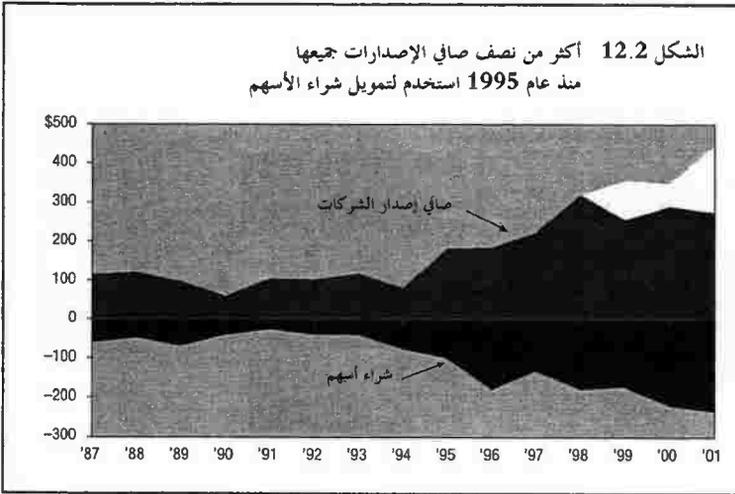
ورغم أن شركتي إنرون وورلدكوم تعد حالة خاصة إلا أن كلتا الشركتين عبرت بطريقة مبالغ فيها عن مشكلة في أسلوب الحكم داخلها ازداد عنفها في أواخر التسعينيات ومطلع العقد الحالي من السنين. ففي سنوات ازدهار أسواق الأسهم كان مدراء الشركات يقبضون تعويضاتهم بحقوق بيع وشراء الأسهم. ونتيجة لذلك كانوا في موقف يعرضهم للتقلبات، أي إن لديهم فرصة للكسب في احتمال نجاح استراتيجية المخاطر في الأعمال أكثر مما لديهم فرصة للخسارة في حال إخفاق هذه الاستراتيجية. وبالتالي عمدت شركة Corporate America إلى إعطاء قوة رافعة لميزانيتها العمومية لكي تخفف إلى النصف أعباء ديونها،

وفي الوقت نفسه راهنت على أية بدعة يمكن أن تستحوذ على انتباه حملة الأسهم - مثل الموجة العريضة أو محتوى الانترنت، وما إلى ذلك. لكن واقع الحال يبين إن غالبية إصدارات سندات الشركات للفترة الواقعة بين 1996 و2002 قد استخدمت في إعادة شراء الأسهم، أي بقصد زيادة القوة الرافعة للميزانية العمومية (انظر الشكل 12.2).

والسؤال الذي يطرح نفسه، لماذا وافق المستثمرون على تمويل نمائهم بالفعالية المالية (أي الاستدانة بغية زيادة العائد على استثماراتهم)؟ ليس بوسع المرء أن يعلل سلوك المستثمرين في هذا الاتجاه بضعف الذكاء أو بالافتقار إلى المعلومات. لكنني واثق بأن هذه الحالة تعود إلى الملاحظة والمراقبة. وخلاف ذلك، فإن ممارستهم لقياس عائدات محفظة الدخل الثابت مقابل المؤشر الإجمالي لسوق السندات أوجد نوعاً من الصراع بين الخطر الاقتصادي طويل الأجل عند المستثمرين والخطر في الأعمال قصير الأجل. وطالما أن المستفيد النهائي الذي هو مدراء الاستثمار - أي شركات صناديق التقاعد - يقيس الأداء على أساس نسبة شارب Sharpe التي تحسب شهرياً فإن أي قرار بالابتعاد عن ترجيحات المؤشر يشكل خطراً على أعمال إدارة الاستثمارات. ورعاة صناديق تقاعد الشركات هم أكثر الناس كرهاً للأخطار، بل إنهم يميلون إلى مكافأة المديرين بأموال إضافية مقابل درجة طفيفة للتفوق في الأداء ويعاقبونهم أشد العقاب إذا كان الأداء متدنياً.

يتميز سلوك من يرعون المشروع بطبيعة زيادة العائدات على سندات الشركات. فإذا أظهر المدير كفاءة عالية في محاكمته العقلية بخصوص التسليف فإن الزيادة في عائداته تكمن حكماً في صغر عدد الشهور التي تحدث نتائج التسليف فعلاً فيها. أسهم شركة تيليكوم، على سبيل المثال، كانت القطاع الأفضل أداءً في سوق الاستثمارات في العام 2001، وكذلك كانت أسهم

شركة وورلدكوم WorldCom التي لم يكن التلاعب في حساباتها قد اكتشف بعد. ونتيجة ذلك كانت هذه الشركة في مطلع العام 2002 الاسم الأكثر شهرة وشعبية بين أسماء من يحسنون إدارة الاستثمارات. لو أن المدير الذي كان يديري في أواخر عام 2000 أن شركة وورلدكوم سوف تفشل، ولم يعلم متى سيكون ذلك، قام بأداء متدن لخسر الكثير من الأموال بسبب إدارته وربحها مديرون آخرون.



المصدر: Trimtabs

ولأن التصنيف عملية ذات تطلع إلى الوراء وتتزع لأن تكون متخلفة عما يجري من أحداث فإن المدراء بدرجة الاستثمار يراكمون الأسماء أثناء دورة التسليف المتراجعة لتصبح فيما بعد خاضعة لانخفاض الدرجة. لذلك فإن خطر الأعمال عند مدير الأموال في ظل النظام الحالي لإدارة الأداء يجعل المديرين يتمسكون أكثر قليلاً بترجيحات المؤشر. لهذا، عندما أغرق قطاع الهاتف السوق بإصدارات جديدة خلال العامين 2001 و2002 قام المديرون بالشراء طبقاً لترجيحات المؤشر على الرغم من التشكك واسع النطاق في هذا القطاع. وفي

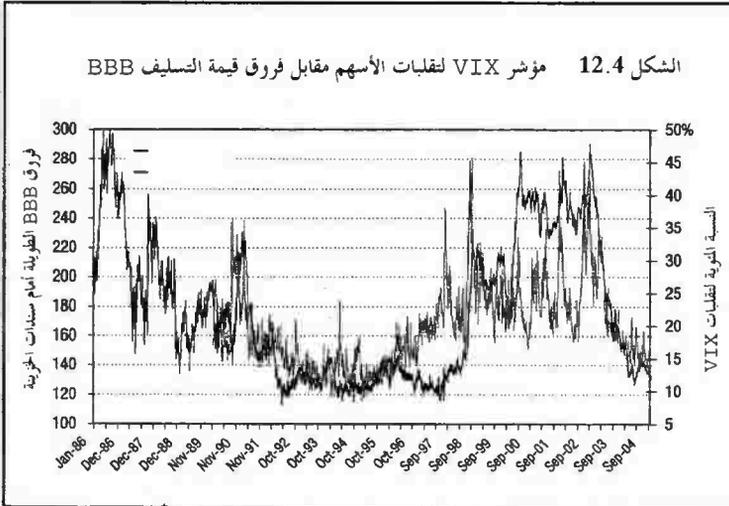
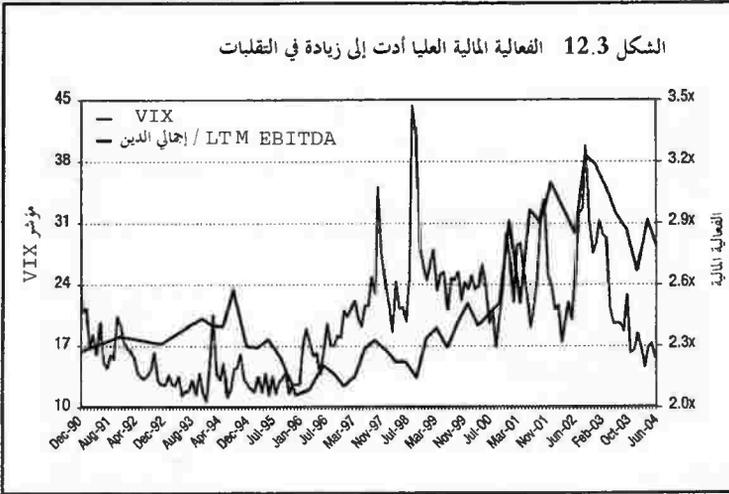
الوقت الذي تصل فيه دورة التسليف إلى النقطة التي تكون فيها أقسام كبيرة من هذه المجموعة قد انخفضت درجتها إلى درجة المضاربات يكون الأوان قد فات.

ففي ظروف مثل هذه ليس مستغرباً أن تصل تقلبات نواتج الأعمال المحتملة إلى مستويات ليست معروفة لغاية الآن (انظر الشكل 12.3). إن التقلب الضمني لحقوق البيع والشراء طبقاً لمؤشر S&P 500 للأسهم (أي مؤشر VIX) قد عكس التقلبات المرافقة للمكاسب المحتملة. فقد كان تداول المؤشر VIX دون الـ 15 من النقاط في فترة الهدوء التي شهدها منتصف عقد التسعينيات، ثم ارتفع هذا التداول ليصل إلى معدل وسطي تراوح حول أواسط العشرينيات من النقاط في الفترة الواقعة بين 1999 - 2001، ولبترتفع في مناسبات عديدة إلى أكثر من 40 بالمائة (انظر الشكل 4.12). وطبقاً لهذه المؤشرات تصبح الأعمال المتقلبة أكثر عرضة للإصابة بانخفاض درجة التصنيف. من أجل ذلك جمد المستثمرون في أسهم الشركات أعمالهم في أعقاب الإخفاق الذي أصاب شركة وورلدكوم WorldCom وانحدار الدرجة إلى درجة المضاربة لمعظم قطاع قوة التاجر. ومع حلول صيف عام 2002 خسرت الشركات بدرجة استثمارية قابلة للنمو إمكانية الوصول إلى أسواق رأس المال ولأن مدراء الاستثمار يجب أن يبيعوا الاسم في محفظتهم إذا هبط هذا الاسم إلى درجة مضاربة، فإنهم لا يشترون اسماً معرضاً لخطر الهبوط في الدرجة.

في الأسبوع الأول من شهر آب/أغسطس 2002 جرى تداول سندات شركة سبرنت Sprint، على سبيل المثال، بسعر 43 سنت للدولار رغم أن شركة سبرنت حافظت على تصنيف محترم لدرجة الاستثمارية ولم تكن تعاني أية مصاعب مالية. بيد أن المستثمرين شعروا بخوف من تكرار حصول انخفاض كبير نحو درجة المضاربة مثل ذلك الانخفاض الحاصل سابقاً في قطاع قوة التاجر فترجعوا عن السوق.

ومرة أخرى ظهرت طبقة جديدة من المستثمرين الذين حسموا مسألة إخفاق السوق، وكانت هذه الطبقة المصارف التجارية. وكانت المسألة مسألة ثقة في الصناعة المالية بأن المصارف قد استبعدت عن التوسط في سوق الاستثمار. وكان المستثمرون يتساءلون لماذا ينبغي على المقترضين الاستثماريين أن يتحملوا قروضاً ذات عهود وموathيق غير مناسبة وإشراف من المصارف في الوقت الذي يستطيعون فيه الحصول على قروض من السوق العام دونما شروط تقريباً؟ لكن الصبر الذي اتسم به السوق العام انتهى، بالطبع، فعادت المصارف ودخلت السوق. في الأسبوع الثاني من شهر آب/أغسطس عام 2002 قدمت مجموعة من المصارف ما كانت تحتاجه سبرنت Sprint من سيولة وفي غضون يوم أو يومين من تاريخ إعلان تقديم هذا العرض عادت سندات هذه الشركة المصدرة التي كانت في ضائقة شديدة للتداول ثانية في منتصف السبعينيات.

وفي الفترة الواقعة بين تشرين الأول/أكتوبر عام 2002 ونهاية شهر نيسان/أبريل عام 2003 كان وسطي الفارق في سعر ليبور (Libor وهو سعر لندن للتداول فيما بين المصارف) لدين استثماري أمريكي لخمس سنوات قد تقلص من 180 نقطة أساس إلى 110 نقاط أساس - وهذا هو أسرع معدل لانضغاط الفارق السعري بحسب علمي. وعلى المقياس نفسه فإن وسطي التقلب الضمني لحقوق البيع والشراء في أسهم الشركات المصدرة ذات الدرجة الاستثمارية هبط من معدل مخيف قدره 60 بالمائة في أواسط شهر تشرين الأول/أكتوبر عام 2002 إلى 30 بالمائة عند نهاية شهر نيسان/أبريل 2003. ولكن ما إن تدخلت المصارف لتحسم مسألة إخفاق السوق من خلال عودتها ثانية لدخول سوق الاستثمار حتى عد المستثمرون هذا التدخل نهاية لأزمة أسلوب الحكم في الشركات.



ليس ثمة شك أن أزمة الائتمان لدى الشركات التي وقعت في الفترة 2002 - 2003 قد أسهمت في حصول الركود وكذلك تباطؤ حصول الانتعاش. فقد أنفقت الشركات كثيراً في استثماراتها في الفترة 1998 - 2001 فأتخمت الاقتصاد بالتكنولوجيا. فكانت بحاجة لفترة توقف لتعيد النظر في تزايد أسهم

رأسمالها على أرض الواقع ولتعيد تكوين ميزانيتها العمومية من الناحية المالية. لكن دورات الائتمان من هذا النوع تكون عادة طويلة. لم يعان الاقتصاد الأمريكي صعوبات في التسليف من هذا النوع منذ بداية التسعينيات حين أجبر سوق العقارات بعض المصارف التجارية الكبرى على الاستسلام. ويبدو أن ثمة الكثير من التشابه بين الركود الحاصل عام 1991 والركود عام 2001، وكذلك في نمط الانتعاش الحاصل فيما بعد.

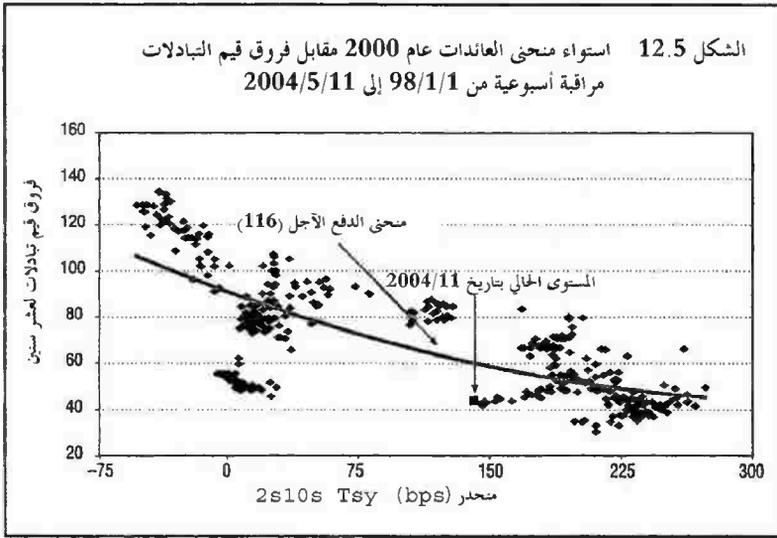
### التحول إلى علامة قياس للائتمان تستند إلى التبادلات:

في ربيع عام 2000 ارتفع فارق القيمة ارتفاعاً كبيراً بين سند الخزينة الأمريكية لعشر سنين وسعر الفائدة لمعدل التبادل لعشر سنين، حيث سجل ارتفاعاً من أقل من 70 نقطة أساس في نهاية عام 1999 إلى أكثر من 140 نقطة أساس (انظر الشكل 12.5).

فوجدت الشركات المستثمرة التي تقيس عادة عائداتها وفق مؤشر علاقة قياسية يتألف من سندات الخزينة وسندات الشركات أن فروق قيمة سندات الشركة أمام سندات الخزينة قد اتسع كثيراً وكذلك فروق قيمة التبادلات. لذلك كان ظهور علامة قياس تستند إلى التبادلات بدلاً من استنادها إلى سندات الخزينة بمثابة إدخال كل ما هو مفسد في أعمال الإدارة التقليدية لسندات الشركات.

تقول الكتب العلمية إن سوق الدين متوسط الأجل وطويل الأجل للشركات يجب أن يتوسط بين المدخرات والاستثمارات ضمن الأفق الزمني نفسه. فالأفراد الذين يرغبون بالتقاعد بعد ثلاثين عاماً يقرضون الأموال إلى شركات ترغب بالحصول على أرصدة تنخفض قيمتها بعد ثلاثين عاماً. وكان هذا النموذج يطبق بصورة حسنة في الماضي البعيد أو لنقل عام 1996 مثلاً. فاشترت صناديق

التقاعد وشركات التأمين على الحياة معظم الإصدارات الجديدة للشركات. لكن ميزان القوى في أسواق رأس المال تأرجح في عام 1999 ومال نحو من يشترون الائتمان ذا الفعالية المالية، وهم المصارف التجارية وقنوات مراجعة الأسهم التي ترعاها المصارف، والوكالات شبه الرسمية (مثل Landesbanken الألمانية والنمساوية) والمصارف المركزية، وما إلى ذلك. وظهرت صناديق الحماية من تقلبات الأسعار عاملاً رئيساً في أسواق سندات الشركات في العام 2002.

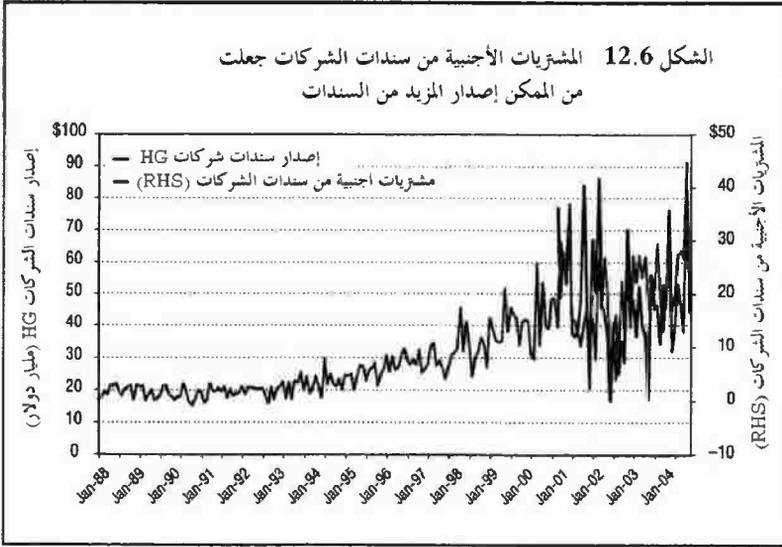


المصدر بلومبرغ

وبالطبع يختلف هذا الوضع عن اللعبة القديمة لعدم تطابق موعد الاستحقاق. ففي قديم الزمان كانت مؤسسات الإيداع الادخاري الأمريكية تقترض من الجمهور العام على شكل حسابات ادخارية مترافقة مع دفتر إيداع ثم تقرض هذه الأموال على شكل رهن عقاري مدته ثلاثون عاماً. ومع إلغاء العمل بالقيود الفدرالية المفروضة على فائدة الإيداع قصير الأجل مع بداية الثمانينيات حصل ارتفاع في أسعار الفائدة للأجل القصير. فوجدت هذه المؤسسات

الادخارية نفسها تدفع فائدة على مطالبيها أكبر من الفائدة التي تقبضها على أرصدها فأصبح هذا القطاع برمته مفلساً وعاجزاً عن الدفع. لذلك تستخدم المؤسسات المالية هذه الأيام سوق التبادلات لتطابق بين مطالبيها ذات السعر العائم وموجوداتها (أرصدها) ذات السعر العائم. أو بعبارة أخرى، هي ترغب أن تدفع بالسعر الثابت (تبيع تبادلات) لتوازن المدفوعات بالسعر الثابت التي تقبضها من الشركات المصدرة للسندات وتقبض بالسعر العائم لكي تسدد مطالبيها ذات السعر العائم. وحيث أن المزيد من الفعالية المالية تطبق على ناتج فروق القيمة فإن سوق التبادلات هو الذي يتحمل الضغط كله، وفي سوق التبادلات وحده لا تحدث أزمات ذات انتظام غير مربح حين تكييف وضبط السعر.

بل إن الأزمات تحصل حين يختل التوازن بين العرض والطلب وحين يكون كبيراً جداً عدد المشاركين في السوق الذين يرغبون بالدفع بالسعر الثابت. في شهر آب/أغسطس عام 1998، وكذلك في شهر آب/أغسطس من عام 1999 اصطف كل من دفع بالسعر الثابت أمام نافذة التبادلات بدافع من الخوف (خوفهم أولاً من الإخفاق المنظم وثانياً خوفهم من Y2K). لكنهم مع انتهاء شهر كانون الثاني/يناير عام 2000 أعربوا عن رغبتهم في الدفع بالسعر الثابت لأن الفائدة النسبية في الدخل عند القبض بالسعر الثابت خلافاً للسعر العائم قد تلاشت ذلك الحين مع استواء منحنى العائد.



ولكن، وعن حسن نية، تأمرت على سوق رأس المال المؤثرات الرسمية الرئيسية الثلاث معاً - وهي السياسة النقدية والسياسة المالية وأنظمة المصارف - لتجلب لهذا السوق أسوأ النتائج الممكنة.

1- حاولت السياسة النقدية أن تطرد شبح التضخم فجعلت المشاركين في السوق يرجحون رهوناتهم لصالح الانخفاض المستقبلي لأسعار الفائدة، وبذلك قلبت منحني العائدات.

2- كانت السياسة المالية تعمل على سحب سندات الخزينة من التداول فقادت وزارة الخزانة الأمريكية الأسواق للاعتقاد بأنها سوف تسحب الدين لأطول أجل من التداول بأقصى سرعة.

3- اقتضت السياسة التنظيمية أن يحسب المتعاملون رؤوس أموالهم طبقاً لنموذج القيمة المعرضة للأخطار Value-at-Risk الذي يجبرهم على خفض

الانكشاف في فترات تقلب الأسواق. وخلاصة القول، لا يستطيع المتعاملون أن يقدموا السيولة الكافية لجعل التبادلات علامة قياس فاعلة.

لقد كان من شأن تسلسل الأحداث التالية أن تسبب في حصول محنة الربيع لعام 2000 في سوق التبادلات:

1- انعكس منحنى(\*) العائدات تحسباً لتقييدات سيفرضها مصرف الاحتياطي الفدرالي، مبتدئاً بفروق العائد بين تواريخ استحقاق من عشرة إلى ثلاثين عاماً ومتحركاً نحو المقدمة.

2- حيث إن النهاية الطويلة لمنحنى القسيمة قد استجمعت قوتها أخذ الانعكاس في المنحنى يتجه نحو فروق في العائد بين عامين وعشرة أعوام لسندات الخزينة.

3- بدأ المشاركون في سوق التبادل يبيعون مبادلات العشر سنوات - أي يحاولون أن يدفعوا بالسعر الثابت (أو يعكسون مواقف القبض بالسعر الثابت) حين استوى المنحنى - وبذلك ألغوا الحافز الاقتصادي للقبض بالسعر الثابت في المقام الأول.

4- تدافع المتعاملون للحصول على سندات خزينة نشطة حين وجدوا أمامهم رتلاً طويلاً من الزبائن الذين يريدون أن يدفعوا بالسعر الثابت وذلك بهدف حماية أموالهم من أية تقلبات في مواقف التبادلات أثناء الاستحقاقات البعيدة للتبادلات.

(\*) المنحنى المعكوس للعائدات هو حالة غير طبيعية في الأسواق المالية تكون فيها أسعار الفائدة قصيرة الأجل أعلى من الأسعار طويلة الأجل فينتج عنها انحدار سالب في منحنى العائدات. أما المنحنى غير المعكوس في الظروف الطبيعية فيكون انحداره إيجابياً - (المترجم) عن Barron's Dictionary of Banking Terms.

5- حصل فرق كبير في سعر سندات الخزينة النشطة بالنسبة لأسعار السندات خارج النشاط بينما انهارت أسعار إعادة الشراء للسندات النشطة بعشرة أعوام إلى تعامل الصفر.

6- وسع المتعاملون عروضهم لتبادلات ذات أجل العشر سنوات، وبذلك دفعوا مستوى فرق القيمة لهذه التبادلات إلى المستوى الذي كانت عليه في أواخر نيسان/أبريل البالغ +146 نقطة أساس (وفي هذا المستوى لم يحدث أي تنفيذ).

لقد انهزم سوق سندات الخزينة أمام سوق اشتقاق الطلب ولكن يصعب القول فيما إذا كانت حالة الفوضى في سوق المشتقات هي السبب في هزيمة سندات الخزينة أم العكس هو الصحيح. لقد كانت الفوضى في سندات الخزينة إزاء البرامج المحتملة لإعادة الشراء بمثابة عود ثقاب مشتعل كان من سوء الطالع أن وقع عود الثقاب هذا على أرض يغمرها البنزين.

الخيارات أمام فروق القيمة عند الشركات مستقبلاً سوف تقاس مقابل:

1- سندات خزينة نشطة.

2- سندات خزينة خارج النشاط.

3- التبادلات.

4- الوكالات.

5- ديون أخرى للشركات.

6- جميع ما تقدم ذكره.

7- لا شيء مما تقدم ذكره.

وبحسب رأيي فإن الجواب السادس والسابع هما الجوابان الصحيحان، ذلك أنه لا يوجد فعلاً نقطة قياس رئيسة لأسواق الائتمان والفوضى المتواصلة حول طريقة تسعير دين الشركات سوف يجعل أسواق التسليف عرضة لذلك النوع من الاضطراب الذي لحق بالأسواق في ربيع عام 2000. فقد أضحت التبادلات، وليس سندات الخزينة، هي معيار القياس لدين الشركات وهي الطريقة ذاتها التي بها أصبحت سكاثر لايكي سترايك Lucky Strike عملة متداولة في ألمانيا بعد شهر نيسان/أبريل عام 1945. وبالطبع لم يكن يقصد لهذه السكاثر أن تكون عملة، لكنها قامت بهذا الدور وظلت تقوم به إلى أن تغيرت الظروف. لقد كانت السكاثر الأمريكية ولبعض الوقت الشيء الأقرب في حوزة ألمانيا لأن الجيش الأمريكي احتل ألمانيا وقدم السيولة اللازمة على شكل سكاثر. وكذلك الأمر أصبحت التبادلات معيار القياس لأسواق التسليف لأن من يشترون التسليف بناء على سعر ليبور Libor وضعوا الأسعار على الهامش من أجل منتج سائل ومرتفع السعر من سندات الشركات.

تشتري الوكالات الأمريكية الأسهم المدعومة بالرهن العقاري، أي إنها تبيع تحذب(\*) منحنى العائد على شكل حقوق بيع وشراء عند طلب الدفع. وتعيد شراء هذا التحذب الذي تبيعه في سوق الأسهم المضمونة بالرهن العقاري من خلال شراء حق بيع وشراء مع التبادل (أي حقوق البيع والشراء تدخل في اتفاقيات التبادل). وسواء كانت الوكالات تبادل ريع إصدار السندات مرة واحدة مقابل سعر عائم، أم كانت تشتري حقوق البيع والشراء مع التبادل فتعطيها حق البيع بتاريخ لاحق، فإن العرض الذي تعرضه الوكالات له تأثير مباشر على فروق القيمة في التبادلات.

(\*) تحذب المنحنى convexity بالنسبة للسندات وغيرها من أسهم الدخل الثابت هو مقياس لمعدل التغير في مدة الحياة المتوقعة لسهم الدخل الثابت مع الأخذ في الاعتبار عائد القسيمة ومدفوعات الفائدة وتاريخ الاستحقاق - (المترجم). عن Barron's Dictionary of Banking

فالذي يجعل التبادلات مفعمة بالمشاكل حين اعتمادها معيار قياس هو محاولة السوق استخدامها أداة حماية عامة ضد تقلبات الأسعار. وعندما تصبح فروق القيمة ذاتها أكثر تقلباً يتزايد استخدام المتعاملين والمستثمرين ومصدري الأسهم لهذه التبادلات كواسطة للحماية من التقلبات. وقد تعززت هذه الظاهرة في أعقاب أزمة الإدارة طويلة المدى لرأس المال LTCM التي حصلت في خريف عام 1998 حيث أخرج من السوق عدد كبير من المضاربين في سوق التبادلات. عندما يصبح سوق التبادلات نفسه كثير التقلب يصبح من العسير استخدام هذه التبادلات حماية ضد التقلبات. وفي هذه الحالة نحن نتوقع من المتعاملين بالتبادلات أن يعطوا أسعاراً أعلى لفروق القيمة في التبادل وذلك ليعوضوا عن الأخطار الإضافية التي يتحملونها. أو بعبارة أخرى إن فروق القيمة في التبادلات وتقلبات التبادلات يجب أن ترتبطاً معاً إيجابياً في سوق التبادل الذي يهيمن عليه نشاط الحماية ضد التقلبات.

