

الفصل الأول

فهم الأسواق المالية

Understanding Financial Markets

ولمّا تلمّحنا من قرارة هذا الفصل سوف نفهم :

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

يسهل النظام المالي الإقراض ، التسديدات 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 أيضاً من الإقراض غير المباشر — على سبيل المثال ، الأوراق المالية المدعومة بالرهونات ومبلغ

القرض الذي يوزعه المقرض 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

الوسيلة . سوف نناقش 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 تبعت 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 .

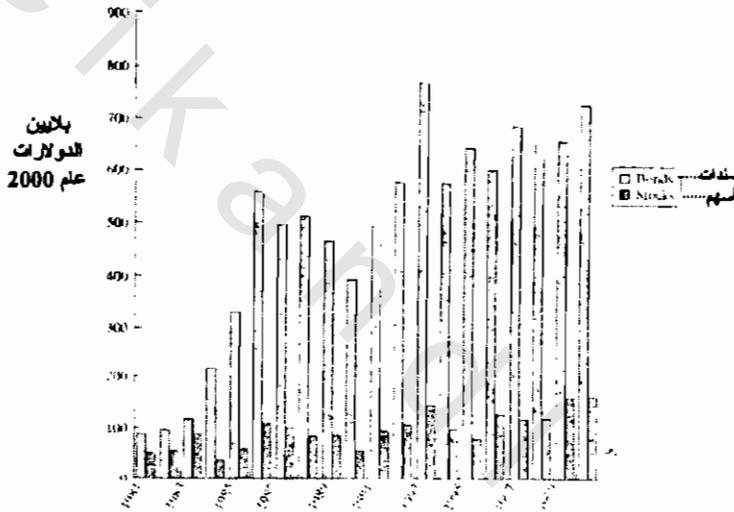
صورة للأسواق المالية

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 تقترضه اللوحة 1 – 2 .

اللوحة 1 – 2

صافي المبالغ التي جمعت خلال الإصدارات الجديدة

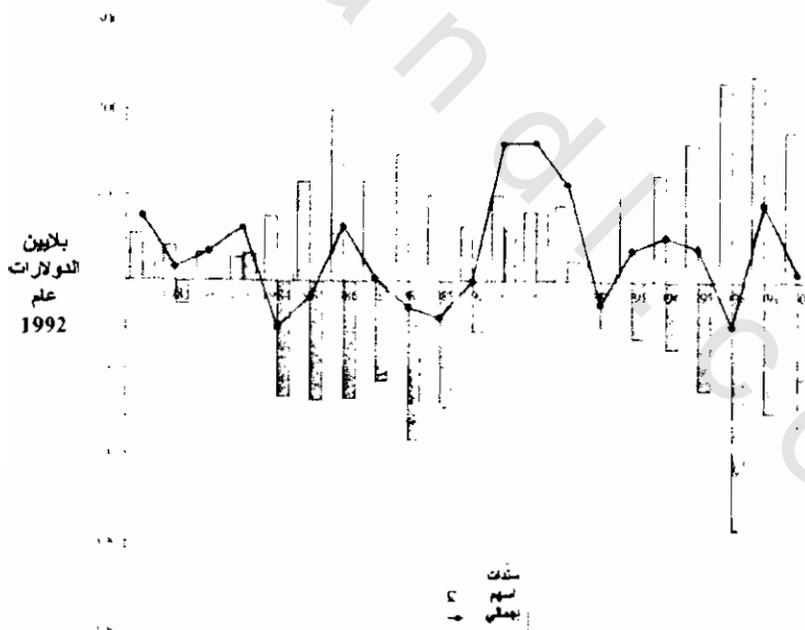
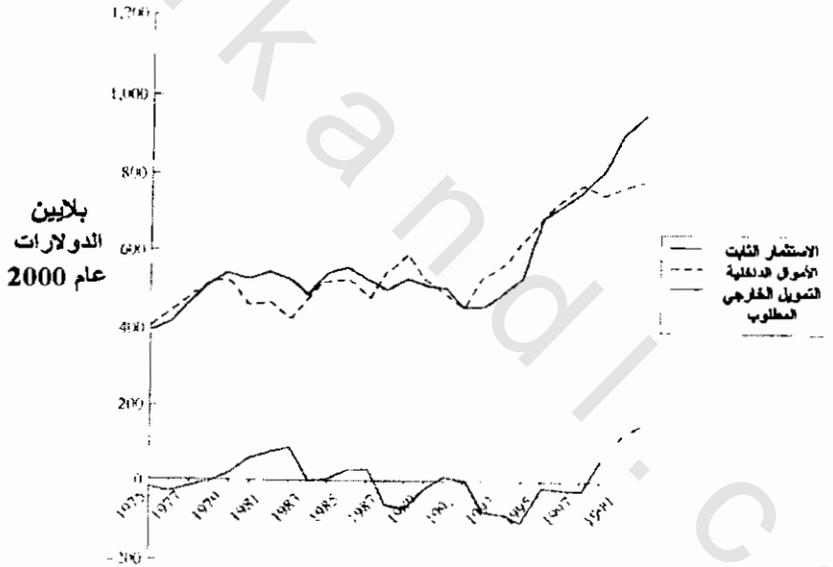


Figure of Panel A (cont.) المصدر

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



المصدر : Flow of Funds Accounts

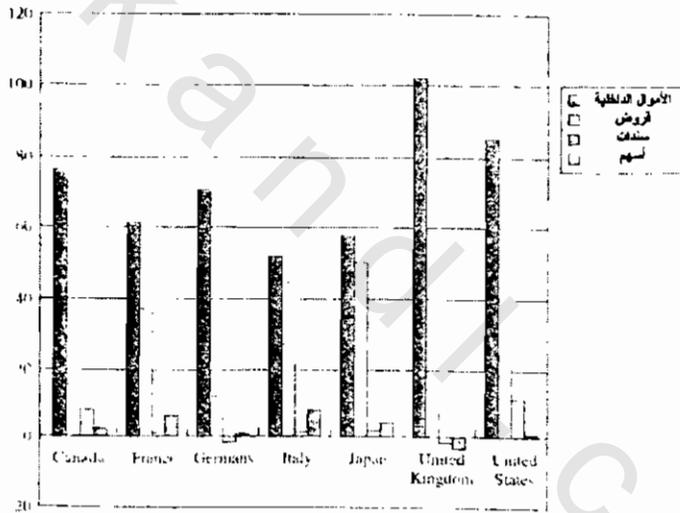
هذه الأرقام خاصة بالولايات المتحدة الأمريكية . ومع ذلك ، كما يمكنك أن ترى من اللوحة 1 - 4 أن النمط متشابه جداً في كل الاقتصاديات الكبيرة . في كل منها يمول الاستثمار بصورة لافتة من الأموال الداخلية للشركات .

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 : Mäyer (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 .

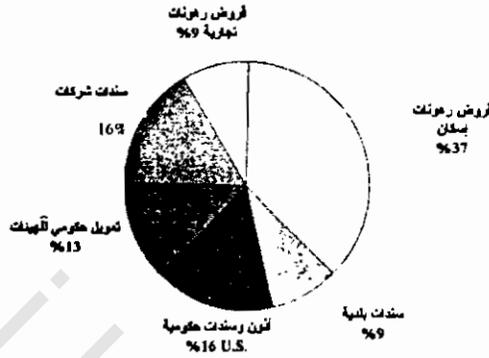
بهذه الطرق ، يكون للأسواق تأثير ضخم على " جودة " الاستثمار بدلاً من كميته . بعض البلدان التي تفتقر إلى أسواق تمويل متطورة ، تأخذ على عاتقها الكثير من الاستثمار . ولكن نمطياً مثل هذا الاستثمار يكون أقل كفاءة كثيراً — يحقق عائداً أكثر انخفاضاً — منها في حالة الاستثمار في بلدان ذات أسواق مالية متطورة بصورة 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 . نستطيع أن نرى 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 : *Flow 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 المستقبليين (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 للنوعين 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 واقعية . 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 قدوة 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 ، وأيضا 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 لسمار (\$ billions)	حصة السوق (%)
Goldman Sachs	2,382	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, 2007. 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 يسئ 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 والإضاعة 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 للضامنة 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 الإكتتاب 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 لتسديدك 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 نقود . 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 الايداعات 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 إحداها 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 أذن خزنة ، فإنك تذهب إلى مصرفك . يستدعي البنك مضارباً في الأوراق المالية ويطلب السعر . يعد المضارب قائمة بأسعار العطاء والأسعار المطلوبة بالنسبة لأذن الخزنة التي يستفسر عنها البنك . سوق الأوراق المالية الحكومية سوق مضاربين . المضاربون صناع 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 السعيون . 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 تبيع 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 تجار 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 .

الشركات بين الأعمال . 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 تجار 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 .

السوق المالية بين المضاربين . في أسواق المضاربين ، 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 المضاربين ، 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 نمطياً 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 بعيداً 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 يوفرّون 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 الاستثمارية عبر البحار .

السمسرة

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

سمسرة الجملة والتجزئة . يساعد سماسرة الجملة والتجزئة المؤسسات الاستثمارية ، والمستثمرين الصغار ، في شراء وبيع الأوراق المالية . غالباً ، الأوراق المالية المشار إليها تتمثل في الأوراق المتداولة في السوق الثانوية ، ولكن السماسرة 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 وسيطة . 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 أيضاً . 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 بصفقتهم 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 أوقعته 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 مكافأتهم 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 التغيرات العميقة التي قد كانت تحدث في بيئتها . نستطيع تقسيم هذه التغيرات إلى أربعة فئات متداخلة :

- العولمة
 - تفكيك اللوائح التنظيمية
 - الابتكار
 - الأهمية المتزايدة للمؤسسات المستثمرة
- Globalization**
- Deregulation**
- Innovation**

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 تباع 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 المُنْدِرِ 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 تلبها الأوراق القائمة .

أصبحت الهندسة المالية ممكنة بعد التقدم الذي حققته النظرية المالية . حسنٌ 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 حوافظ 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 الآمن 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

علاقة – 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 تفكك 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) ^أ	حصة ضمان الائتتاب (%) ^ب	حصة استثمارات الدمج والتكامل (%) ^ج
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

الربع الأول

أ More than one firm may advise a given deal. أكثر من شركة استشارية لنفس الصفقة

المصدر: The Wall Street Journal, The Financial 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 السمسة (وخاصة في إدارة الأموال) ، في جمع الأموال من أجل تمويل أوضاع الشركة ، وفي وساطة المشتقات.

العلومة 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 " اقتصاديات 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 الاستشارية 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 الاستشارية 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 تجميعها 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 للائتمان . تشتري الشركة الضامنة للائتمان الإصدار من المُصنِّعِ وتبيعه إلى الجمهور . يوجد خطران : خطر المبالغة في قيمة شراء الإصدار ، وخطر ارتفاع أسعار الفائدة قبل بيع الإصدار . بالنسبة للإصدارات الضخمة ، تشكل الشركات الضامنة للائتمان اتحاداً فيما بينها لتوزيع المخاطر .
- توجد منافسة متزايدة في عملية ضمان الائتمان في الأوراق المالية نتيجة لما يطلق عليه " تسجيل على الرف " وذلك لحجز الموافقة على الإصدار ونمو الأسواق البديلة - السوق الأوروبي ، 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 .
- تتخبط 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 المزاد ؟ 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 المزاد ؟
- 7 – بعض أسواق الأوراق المالية أسواق مضاربة ، وبعضها الآخر أسواق مزاد . 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 المزاد ؟ 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.