

الفصل الثاني

سوق الأوراق المالية الحكومية

The Market For Government Securities

وبعد ما انتهت من قراءة هذا الفصل سوف تفهم :

- كيف تباع وتتداول الأوراق المالية الحكومية
- كيف تحقق ربحاً بصفتك مضارب أوراق مالية
- لماذا تؤدي الفصائح في السوق إلى لوائح وإجراءات تنظيمية
- لماذا قد يختفي السوق وماذا سوف يحل محله

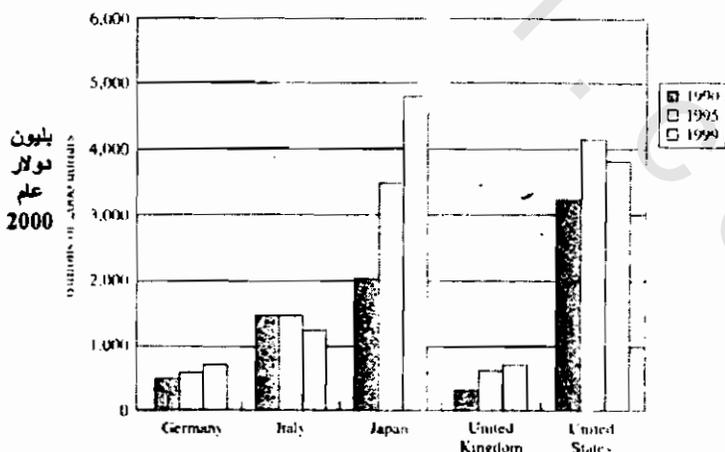
تاريخياً ، كانت أسواق الأوراق المالية الأولى أسواقاً للأوراق المالية الحكومية . في معظم البلدان ، وحتى اليوم ، قد بقيت أسواق الأوراق المالية الحكومية الأكبر بين أسواق الأوراق المالية عامة . على مستوى العالم ، كان هناك أوراق مالية حكومية بقيمة 9 تريليون دولار لم تسدد ، في أيدي المستثمرين في نهاية عام 1995 ، حوالي 40 في المائة من كل الأوراق المالية التي لم تسدد في ذلك التاريخ .

سوق U.S. للأوراق المالية ، حتى الآن هو الأكبر والأكثر نشاطاً بين أسواق العالم . حجم التعامل في هذا السوق يصغر أي سوق آخر . في عام 1999 ، كانت تعاملات كبار المضاربين لوحدهم ما قيمته 190 بليون دولار يومياً في المتوسط ، وقد تصل بعض العمليات المالية إلى 600 بليون دولار . مقارنة ، يبدو التعامل في بورصة الأوراق المالية في نيويورك ذات الحجم اليومي في المتوسط عشرات البلايين من الدولارات ، يبدو حجماً متواضعاً .

توضح اللوحة 2-1 مبلغ الدين الحكومي غير المسدد بالنسبة لأكبر المصدرين . كانت الحكومة الأمريكية أكبر مقترض في العالم ، ولكن ليس أكثر من ذلك. منذ عام 1999 انتقل التشريف إلى الحكومة اليابانية . الزيادة الضخمة في ميزانية الحكومة في U.S. ، والعجز الكبير في اليابان قد غير الرتب .

شكل رقم 2 - 1

مبلغ الدين الحكومي غير المسدد في عدد من البلدان الأكبر إصداراً للأوراق المالية



تقديم عملة اليورو في عام 1999 أوجد أكبر ثالث سوق . الدين الموحد للدول التي تبنت اليورو ، يضع هذه الدول من حيث حجم الدين على قدم المساواة مع كل من اليابان وأيضاً U.S. .

أسواق الأوراق المالية الحكومية مهمة ليس فقط بسبب حجمها . تلعب الأوراق المالية الحكومية دوراً متميزاً في الاقتصاد . يعتبر سعر فائدة الأوراق المالية الحكومية " السعر الخالي من المخاطر " - إنه الأسوة الحسنة benchmark الذي تقاس عليه كل أسعار الفائدة الأخرى . في كثير من البلدان ، ينظم البنك المركزي كمية النقود المتداولة عن طريق بيع أو شراء الأوراق المالية الحكومية . يأتي سوق U.S. للأوراق المالية الحكومية بين الأسواق المالية الأقل تنظيمياً لائحياً ، ومن ثم يحظى بالمرتبة الأولى في الابتكار . قد لعب المشاركون في هذا السوق دوراً محورياً في خلق بعض الأسواق المالية الأخرى التي سوف ندرسها في فصول قادمة - سوق الأوراق المالية المدعومة بالرهنات (الفصل الثالث) ، سوق النقدية (الفصل الرابع) وسوق العمليات المالية الآجلة (الفصل السادس) .

سوف ندرس سوق الأوراق المالية الحكومية ، بتفاصيل خاصة كمثال عن كيف تعمل سوق الأوراق المالية في الواقع . سوف نركز بصفة خاصة على سوق الأوراق المالية لحكومة U.S. ، حيث أنها لأكثر تطوراً في العالم ، وتعتبر النموذج لأسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول

* منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD = Organization for Economic Cooperation and Development

- في عام 1999 وصل دين الحكومة اليابانية إلى 33 في المائة من كل دين حكومات دول OECD. نسبة U.S. 27 في المائة ، وتلك الخاصة بالاتحاد الأوروبي (ليس كل الأعضاء قد تبينوا عملة اليورو) ، كانت 34 في المائة.

الأخرى . عندما تفهم كيف تعمل هذه السوق ، سوف تجد من السهل فهم الأسواق الأخرى .

تبدأ بمراجعة موجزة لتاريخ أسواق الأوراق المالية الحكومية .
نفحص بعد ذلك ، كيف تباع إصدارات الأوراق المالية الحكومية (السوق الأولية) وكيف يتم تداول الإصدارات غير المسددة (السوق الثانوية) .
نرى بعد ذلك ماذا يعني أن تكون مضارباً في الأوراق المالية الحكومية .
نهي الفصل بمناقشة حول تنظيم ومضامين العولمة وحالات الفائض الحكومية .

تاريخ سوق الأوراق المالية الحكومية *The History Of The Government Securities Market*

عندما تتفق الحكومات أكثر مما تجمع في الضرائب ، فإنها يجب أن تقترض .
تاريخياً كان السبب الرئيسي في اقتراض الحكومة هو الحروب . منذ العصور الوسطى ، كانت الانتصارات في الحروب الجزء القليل منها يعود إلى القوة العسكرية ، ولكن الجزء الأكبر يرجع إلى القوة المالية . الأكثر من هذا ، أن الكثير من الابتكارات قد كانت استجابات لحاجة ملحة لتمويل الحرب .
أساساً ، تقترض الملوك من البنوك ، عادة ، من البنوك الأجنبية .
غالباً تطلب البنوك من الملك أن يوفر ضمانات من الأفراد بصفاتهم الشخصية أو من المدن . السبب في ذلك أنه يمكن مقاضاة الضامنين لتسديد ديونهم بينما لا يمكن مقاضاة الملك .

مولد السوق الأوروبية في القرن السادس عشر

أول إصدار عام للأوراق المالية الحكومية حدث في هولندا عام 1542 . قد فرض الإمبراطور Charles ضرائب حرب على مقاطعاته في هولندا . أصدرت الإدارة المركزية للمقاطعات . والتي يطلق عليها **County of Holland** أوراقاً مالية متعددة ، لتمول الفائدة من الرسوم وضرائب الممتلكات التي كانت تجبي لهذا الغرض . بعض هذه الأوراق المالية كانت قابلة للنقل ، ومن ثم ، يمكن إعادة بيعها ، وهناك ، أنشئ سوق ثانوية محدودة .

إذا كان الهولنديون قد ابتكروا سوق الأوراق المالية ، فإن الإنجليز قد أتموا أركانها . أول أوراق مالية حكومية إنجليزية صدرت في 1693 ، كانت غير سائلة ، ولهذا السبب كانت مبيعاتها ضعيفة . وجدت الحكومة الإنجليزية حلاً سريعاً . في عام 1694 رخصت " لبنك إنجلترا " لشراء الأوراق المالية الحكومية . أخذ بعض إقراض البنك للحكومة شكل إصدار الأوراق النقدية (البنكنوت) . ولكنه مول أيضاً مشترياته الإضافية من دين الحكومة ، وذلك بإصدار أسهم دائمة * .

الأوراق المالية الحكومية في U.S.

أصدر **Alexander Hamilton** أول أوراق مالية حكومية في U.S. عام 1790 لتمويل ديون " الحرب الثورية " . تلقت الجمهور الإصدار بشغف : في نفس الوقت كان البديل المتاح لإشباع الطلب على الأصول المالية قليل جداً .

* - النظم المالية والتمويلية ، الفصل السادس ، [دار الفجر للنشر والتوزيع ، القاهرة] ، 2007 .

تطورت سوق ثانوية نشيطة بسرعة . بداية ، بدأ التجار والخبراء المثلثون (المزدادات) المضاربة في الأسهم الحكومية (كما كانت تدعى في ذلك الوقت) ، كجزء من أعمالهم العامة . ومع ذلك ، ظهر سريعاً السماسرة المتخصصون في نيويورك ، وفي عام 1792 نظم هؤلاء السماسرة أنفسهم في هيئة " بورصة " . أساساً ، معظم أعمال بورصة الأوراق المالية في نيويورك ، كانت في الأسهم الحكومية .

بالرغم من الحماس الأولي الكبير ، وجدت السوق نفسها أنه في حالة خطر الاحتضار (كما سوف نرى ، هذه مشكلة نواجهها مرة أخرى اليوم) . بعد انتهاء الحرب سددت الحكومة بصورة متواصلة دينها ، مع القليل من الإصدارات الجديدة في الطريق . مع تراجع مبلغ الأوراق المالية غير المسددة ، انكمش حجم التعاملات في السوق . أنقذ السوق من الانهيار بتجديد اقتراض الحكومة لتمويل حرب عام 1812 . سحبت الحكومة نفسها من أسواق رأس المال الكبيرة في أوروبا ، وباعت أوراقها المالية إلى الجمهور الأمريكي .

بالرغم من أن " الحرب الأهلية " كانت مأساة ، فقد أثبتت أنها نعمة لسوق الأوراق المالية الحكومية . وكما يقول Jay Cooke " السدين القومي نعمة قومية " . لقد كان في مركز أن يعرف : لقد كسب في نهاية الحرب 7 مليون دولار في صورة عمولات (حوالي 75 مليون دولار اليوم) من بيع الدين الفيدرالي .

انطلق نجاح Cooke من طريقه المبتكرة . عندما لاحظ كيف تضمن البنوك الفرنسية الاكتتاب في الأوراق المالية ، فإنه تبنى نفس الطريقة لبيع الدين الحكومي في U.S. . لقد أنشأ منظمة بها 2.500 وكيل محلي —

مصرفيين محليين ، محامين ، رجال دين ، أمناء مخازن ، مديري مكاتب بريد . عدد قليل من المندوبين الجوالين أشرفوا على الوكلاء المحليين . اشترى Cooke الأوراق المالية من حكومة U.S. ، واستخدم أفراد مبيعاته لتسويقها إلى الجمهور الأمريكي . قُدم آخرون فيما بعد طرق Cooke ، والتي كانت أساس الأعمال المصرفية الاستثمارية الحديثة في الولايات المتحدة الأمريكية .

أدوات الدين الحكومي

The Instruments Of Government Dept

تطور أدوات الدين الحكومي

قد تطورت أدوات الدين الحكومي عبر السنين . كانت الأوراق المالية الهولندية والإنجليزية تعطي أساساً أقساطاً سنوية ذات سعر فائدة ثابتة طوال حياة اسم المستفيد . لقد كانت قابلة للنقل ، ولكن كان النقل صعباً . تطلب البيع البحث باستخدام دليل الأسماء ، الذي يشبه إلى حد كبير المطلوب اليوم لبيع منزل . كان على من يتسلم الفائدة أن يثبت أن المستفيد لا يزال على قيد الحياة – خاصة شهادة من جهة رسمية .

كان استخدام شركة مساهمة كمؤسسة وسيطة فكرة جذابة حيث يبيع الأسهم قد كان أكثر سهولة . تحتفظ الشركة بسجل لمالكي الأسهم في دفتر أستاذ (خاص بالأوراق المالية) . عندما تباع الأسهم يتغير السجل تبعاً لذلك. ليس هناك حاجة لاستخدام البحث عن طريق الاسم .

للتخلص من الحاجة إلى إثبات أن المستفيد لا يزال على قيد الحياة ، بدأت الحكومات تصدر أوراقاً مالية دائمة أو أبدية والتي يمكن بيعها أو تركها في الميراث . تتمثل الأوراق المؤيدة الأكثر شهرة في Consols والتي أصدرتها الحكومة البريطانية لتوحيد دين الحروب النابليونية . لا تزال هذه الأوراق المالية يتم تبادلها حتى اليوم .

بالإضافة إلى الاقتراض طويل الأجل لتمويل العجز ، فإن الحكومات تستخدم أحياناً الاقتراض قصير الأجل لأسباب تتعلق بالسيولة – لسد فجوة عدم التوازن المؤقت بين إيرادات الضرائب والإنفاق . كانت الحكومة الإنجليزية أول من أصدر دين حكومي قصير الأجل في عام 1696 .

غالباً ، قد فصلت الحكومات الأدوات التي تصدرها لاستغلال أسواق قائمة ناجحة في مجال الأوراق المالية الخاصة . كمثال على ذلك ، إصدار قروض اليانصيب لاستغلال شعبية اليانصيب الخاص في أواخر القرن الثامن عشر وأوائل القرن التاسع عشر* . المثال الآخر يأتي من أدون الخزائنة T.bill** ، ابتكرتها " الخزائنة البريطانية " في عام 1877 . إذن الخزائنة عبارة عن أداة خصم أثبتت نجاحاً لافتاً . لقد جاءت كتقليد للكمبيالة التجارية . إنها لم تحل فقط محل سندات ديون الخزائنة البريطانية كمصدر للسيولة قصيرة الأجل ، ولكن سرعان ما بدأت الحكومة في استخدامها لتمويل قروضها طويلة الأجل . يتمثل التطبيق الأكثر حداثة في شرائح الخزائنة ؛ التي صممت أساساً لاستغلال شعبية السندات بلا عائِد zero - coupon bonds حيث تباع بأقل من سعرها الأسهم .

* - النظم المالية التمويلية ، الفصل الأول | دار الفجر للنشر والتوزيع ، القاهرة | 2007 .

** - أدون الخزائنة : T.Bill = Treasury Bills

أنواع ديون حكومة U.S.

إجمالي ، وصافي ؛ غير قابل للتسويق وقابل للتسويق . في هذه الأيام تستفيد الحكومة الأمريكية من كل أنواع الدين السابق ذكرها وأكثر . في بداية عام 2001 ، كان الدين الإجمالي لحكومة U.S. 5.7 تريليون دولار . جزء كبير من هذا المبلغ تعتبر الحكومة مدينة لنفسها – أوراق مالية تحملها هيئات حكومية مختلفة . هذا الدين بالطبع مجرد حساب وهمي . أن تكون مدينة لنفسك ليس له معنى ؛ فقط أن تكون مدينة للآخرين يعني شيئاً ما . أنك لست غنياً ولست فقيراً ، عندما تكتب لنفسك " أنا مدين لك بمبلغ 100 مليون دولار . السبب الأساسي لهذا الحساب الوهمي أن تتبع كم يدين أحد أجزاء الحكومة جزءاً آخر في الحكومة أيضاً . يطلق على المبلغ الذي تدين به حكومة U.S. إلى الآخرين " الدين الصافي " : في بداية عام 2001 وصل هذا المبلغ إلى 3.3 تريليون دولار – لا يزال ملائماً .

من بين 3.3 تريليون دولار يحملها الجمهور ، حوالي 436 بليون دولار كانت غير قابلة للتسويق . أوراق الدين غير القابلة للتسويق تشبه كثيراً الإيداع وليس التداول . لا يستطيع المشتري الأصلي أن يبيعها إلى أي شخص آخر . إنه يستطيع أن يسترد قيمتها قبل تاريخ استحقاقها ، ولكن من الخزنة نفسها . المثال الأكثر شيوعاً لأوراق الدين غير القابلة للتداول ، يتمثل في سندات التوفير في U.S. التي تبيعها الخزنة إلى القطاع الأسري . تباع الأوراق المالية الأخرى إلى الحكومات في الولايات المختلفة والهيئات المركزية ، وأيضاً إلى الحكومات الأجنبية .

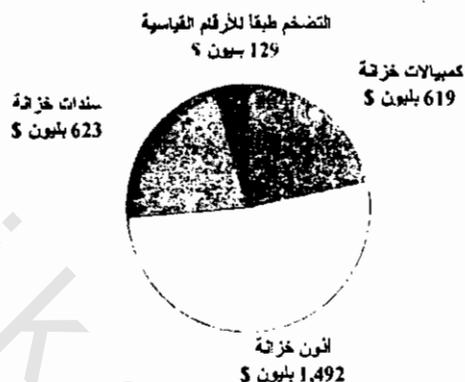
الباقى وقيمته 2.9 تريليون دولار من دين حكومة U.S. قابل للتسويق (أو للنقل) ، ويتكون من أوراق مالية متنوعة . يصدر هذه الأوراق وزارة المالية (الخزنة) .

الكمبيالات ، الأتون ، والسندات . الأوراق المالية ذات تاريخ الاستحقاق الأقصر، ما بين 13 – 26 أسبوعاً هي T-bills . تباع T-bills بالخصم من قيمتها الاسمية . بالإضافة إلى ذلك ، تقدم الخزنة ، أوراقاً مالية ذات كوبون مع تواريخ استحقاق من 2 – 30 سنة . تلك التي تتراوح ما بين 2 – 10 سنوات تسمى " أذن خزنة " ؛ تلك التي ذات مدد أطول يطلق عليها " سندات " . كوبونات هذه الأوراق تدفع نصف سنوية . تباع أذن وسندات الخزنة بسعرها الرسمي ، بالخصم ، أو بعلاوة ، استناداً إلى أسعار الفائدة في السوق . منذ يناير 1997 ، قد كانت الخزنة تبيع أيضاً أوراق مالية ترتبط بمؤشر التضخم .

اللوحة 2 - 2

دين حكومة U.S. القابل للتسويق بحسب النوع

إجمالي الدين القابل للتسويق : 2.7 تريليون \$



Source: The Public Debt Online
http://pubdebt.treas.gov/od.htm المصدر

توضح اللوحة 2 - 2 أوراق دين حكومة U.S. القابلة للتسويق موزعة حسب فئاتها المختلفة . في عام 1999 كان هناك حوالي 200 بليون دولار أوراق مالية في صورة شرائح STRIPS لم تسدد . الحكومة كوسيط مالي . بالإضافة إلى الاقتراض لتمويل عجز ميزانيتها تعمل الحكومة الفيدرالية كوسيط مالي ، تقترض لتعيد إقراض الآخرين . تتضمن الأمثلة ، القروض برهونات للمحاربين القدامى ، الفلاحين ، والأسر ذات الدخل المنخفض ؛ قروض تجارية إلى الفلاحين ، المصدرين ، ودوائر الأعمال الصغيرة ، وقروض تعليمية إلى الطلبة . لكي يتم ترتيب هذه القروض ، على الحكومة الفيدرالية أن تقترض الأموال اللازمة . المبالغ المقرضة لهذا الغرض ضخمة : في نهاية عام 2000 كان إجمالي مبلغ مثل هذا الدين الذي لم يسدد تقريبا 2 تريليون دولار .

تدار الوساطة المالية الفيدرالية من خلال هيئات حكومية متنوعة .
معظم الهيئات الحكومية الصغيرة لا تصدر أوراقاً مالية خاصة بها ، ولكنها
تقترض من بنك التمويل الفيدرالي (FFB) * . يمول هذا من بيع أوراق
مالية الخزانة المنتظمة .

الهيئات الحكومية . تصدر بعض الهيئات الحكومية الكبيرة بصفتها
مؤسسات مالية وسيطة ، أوراقاً مالية باسمها . تعرف هذه الأوراق في
السوق على أنها هيئات agencies . تسجل اللوحة 2 - 3 الهيئات الأساسية
وتصف بإيجاز ما تفعله .

اللوحة 2 - 3

هيئات الائتمان الفيدرالية الأساسية والممولة فيدرالياً

الديون غير المسددة ، سبتمبر 2000

القيمة بالبليون دولار

	الهيئات الفيدرالية
26	Tennessee Valley Authority : - تنسيق برامج المحافظة على الموارد ، التنمية وإستخدام الأرض .
38	- أخرى (تتضمن مكاتب البريد ، بنك التصدير والإستيراد ، إلخ) .
600	الهيئات الممولة فيدرالياً
486	Federal Home Loan Banks : - يوفر الائتمان للمؤسسات غير البنكية لتمويل الإقراض

* . بنك تمويل الفيدرالي : FFB = Federal Financing Bank

	برهونات .
612	Federal Home Loan Mortgage Corporation : — Freddie Mac يجعل أموال الرهونات متاحة عن طريق شراء الرهونات التقليدية والحكومية المؤمنة في السوق الثانوية .
73	Federal National Mortgage Association : Fannie Mae شركة خاصة معتمدة من الكونجرس لتجعل أموال الرهونات متاحة عن طريق شراء الرهونات من السوق الثانوية .
42	Farm Credit Banks : توفر الائتمان للفلاحين Student Loan Marketing Association : Sallie Mae مؤسسة حكومية توفر الأموال لقروض الطلبة

إدخال بيانات الأوراق المالية والتعاملات معاً

عن طريق أجهزة ونظم الكمبيوتر

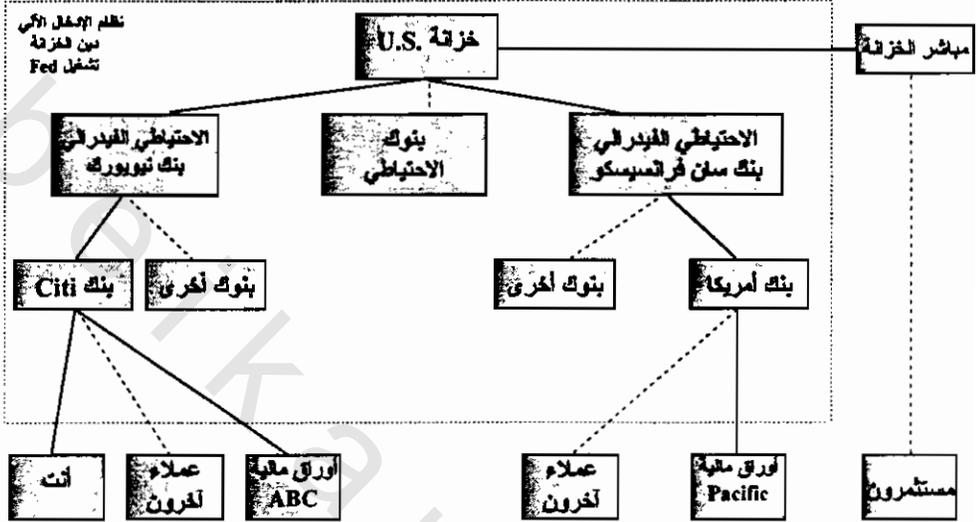
كل الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها حكومة U.S. تأتي في شكل " مدخلات تسجل على أجهزة الكمبيوتر " . لا توجد سجلات أو وثائق ورقية . الأوراق المالية المسجلة إلكترونياً يسهل التعامل تجارياً معها أكثر من الشهادات الورقية المادية . يمكن أن تتغير ملكية الورقة المالية لحظياً على سجلات الكمبيوتر ، بينما قد يأخذ النقل المادي لوثيقة ورقة مالية ساعات وربما أيام ، بالإضافة إلى أن الطريقة الأخيرة أكثر تكلفة .

توضح اللوحة 2 – 4 هيكل نظام الإدخال الإلكتروني - Book
Entry Securities . يتكون النظام من جزئين . يطلق على الجزء الرئيسي،
نظام إدخال احتياطي دين الخزنة احتياطي إلكترونيًا ، ولكنه معروف بصفة
عامة على أنه نظام قيود إدخال سجل تجاري ، ويتم تشغيله عن طريق بنوك
الاحتياطي الفيدرالي Federal (Fed) Reserve . الجزء التالي في المرتبة
يطلق عليه " مباشر الخزنة " وتقوم بتشغيله الخزنة ذاتها .

في نظم قيود الإدخال التجارية ، مؤسسات الإيداع فقط (البنوك
والأوعية الادخارية) لها الحق في الاحتفاظ بحساب أوراق مالية لدى Fed .
الآخرين – المضاربين السماسرة ، والأفراد العاديين – يمكنهم التعامل مع
النظام بصورة غير مباشرة ، وذلك ، بفتح حساب أوراق مالية لدى مؤسسة
إيداعية والتي لديها حساب أوراق مالية لدى Fed .

اللوحة 2 - 4

نظام فيود إدخال الأوراق المالية الحكومية في U.S



مثال 2 - 1

على سبيل المثال ، قد تحفظ أوراقك المالية في حساب أوراق مالية لدى بنك Citibank بدون جهاز كمبيوتر Citi سجل ملكيتك للأوراق المالية . لدى Citi بدوره حساب أوراق مالية لدى Fed نيويورك . يحتفظ كمبيوتر Fed بسجل لملكية Citi للأوراق المالية . لكي ترى كيف يعمل ، لنفرض أنك اشتريت سند خزنة جديد قيمته الاسمية 10.000 دولار . عندما تصدر الخزنة السند تسجل على جهازها (الكمبيوتر) أن الورقة المالية رقم 6462648 تخص " Fed نيويورك " ؛ يسجل جهاز Fed أن الورقة المالية رقم 6462648 تخص Citi ؛ ويسجل جهاز Citi بأن الورقة رقم 6462648 تخصك . عندما يستحق سداد الكوبونات ، تدفع الخزنة إلى Fed، الذي يدفع إلى Citi ، الذي يدفع إليك .

لنفرض أنك أخيراً بعت السند إلى أوراق مالية Pacific ، الذي لديه

حساب أوراق مالية " بنك أمريكا " في سان فرانسيسكو . يتطلب هذا التغييرات التالية في سجلات أجهزة الكمبيوتر . يجعل Citi حسابك مديناً ، ويتطلب عبر النظام الإلكتروني Fedwire* أن الورقة رقم 6462648 انتقلت من حسابه الخاص إلى " بنك أمريكا " ، وأصبحت تخص أوراق مالية Pacific . يخطر Fed نيويورك Fed سان فرانسيسكو أن الورقة رقم 6462648 انتقلت إليه ، وحساب Citi مدين بها . تنقل " الخزنة " الورقة المالية رقم 6462648 من حساب Fed نيويورك إلى حساب Fed فرانسيسكو . يضيف Fed فرانسيسكو الورقة المالية رقم 6462648 إلى حساب " بنك أمريكا " . أخيراً ، يضيف " بنك أمريكا " الورقة المالية رقم 6462648 إلى حساب أوراق مالية Pacific .

بالإضافة إلى نظام الإدخال التجاري ، تحتفظ " الخزنة " بنظام يطلق عليه " مباشر الخزنة " المستثمرون الذين يحتفظون بأوراقهم المالية لدى " مباشر الخزنة " تضاف إلى حساباتهم تسديدات الكوبونات والمبالغ الأصلية مباشرة إلى بنوكهم الخاصة . ومع ذلك ، الأوراق المالية المسجلة لدى " مباشر الخزنة " لا يمكن أن تنقل إلى الآخرين ؛ المستثمرون الذين يريدون التعامل مع أوراقهم المالية يجب أن ينقلوها أولاً إلى نظام الإدخال التجاري . لذلك ، " مباشر الخزنة " يفيد فقط المستثمرين الذين يرغبون في الاحتفاظ بأوراقهم المالية حتى تاريخ الاستحقاق . ما يقرب من 1 مليون مستثمر يحتفظون بما قيمته 70 مليون دولار في أوراق مالية الخزنة عبر " مباشر الخزنة " .

توجد كمبيالة الخزانة ، فقط كقيود دفترية . ولكن الأذون والسندات التي صدرت قبل 1986 لا تزال متاحة كشهادات ورقية في صورة جذابة . قد تسجل هذه الشهادات لدى " الخزانة " أو تظل كسند ملكية مع حاملها . هنا الحيازة فقط هي الإثبات الوحيد للملكية . ميزة الأوراق المالية المحمولة أنه من الأسهل تداولها حيث يتم تفادي تكاليف إعادة الملكية . وبالطبع العيب إنها إذا فقدت أو سرقت ليس أمامك الكثير لتفعله .

السوق الأولية

The Primary Market

تباع إصدارات الخزانة الجديدة في المزاد . تباع الخزانة في المتوسط 7 بليون دولار أسبوعيا أوراقا مالية جديدة . عندما يكون هناك فائض في الميزانية الفيدرالية ، يمثل كل هذا إعادة تمويل الدين القديم : كل الأموال التي تجمع تستخدم في تسديد الإصدارات القديمة التي أصبحت مستحقة . ينظم بنك الاحتياطي الفيدرالي بنيويورك المزادات .

توجد تواريخ محددة ومنظمة بالإصدارات الجديدة ، مع مزادات أسبوعية للكمبيالات ، ودورية ، غالبا ربع سنوية لمزادات الأذون والسندات . يعلن عن المبلغ ، تاريخ الاستحقاق وأسماء الأوراق المالية لكل إصدار جديد ، على الأقل بأسبوع مسبق ، حتى يمكن أن يمتص السوق الإصدار الجديد بسهولة .

إعادة افتتاح (بيع) الإصدارات القائمة

بعض الإصدارات الجديدة يعاد افتتاحها ، أو عرض مبيعات إضافية للإصدارات القائمة . على سبيل المثال ، لنفرض أن كمبيالة خزنة مدتها 26 أسبوعاً ، وباقي على استحقاقها 13 أسبوعاً ، بدلاً من إصدار جديد لكمبيالة مدتها 13 أسبوعاً ، قد تختار الخزنة " إعادة افتتاح " الكمبيالة القائمة 26 أسبوعاً وتصدر كمية إضافية منها .

في مفهوم الاقتراض ، النتيجة واحدة : تتسلم الخزنة الأموال التي عليها أن تسدها في 13 أسبوعاً . ومع ذلك ، يوفر إعادة الافتتاح فرصة للسوق الثانوية . لأنه يوجد الآن كمية كبيرة من هذا الإصدار لم يسدد ، فإن سيولته سوف تتحسن . يجعل تحسن السيولة الورقة المالية أكثر قبولاً ، وينعكس هذا في ارتفاع سعرها . يعني ارتفاع السعر تكلفة أقل لاقتراض الخزنة .

إجراءات المزاد

يجب على كل فرد يرغب في شراء جزء من إصدار جديد تقديم عطاء في ظرف محكم الإغلاق ومختوماً إلى أي من بنوك الاحتياطي الفيدرالي (ترسل معظم العطاءات إلى Fed نيويورك) . يوجد نوعان من العطاء : عطاءات متنافسة تحدد سعراً وعطاءات غير متنافسة لا تحدد سعراً . أصحاب العطاءات غير المتنافسة غالباً ، مستثمرون صغار أقل تعقيداً . أصحاب العطاءات المتنافسة هم ، إما مضاربون يتوقعون إعادة بيع الأوراق المالية بأسعار مربحة ، أو مؤسسات مستثمرة ، التي تعتقد أنها تستطيع الحصول على الأوراق المالية بأسعار أرخص عندما تكون العطاءات عن طريقها ،

بدلاً من الشراء من المضاربين . أي عطاء تكون قيمته أكثر من 5 مليون دولار لشراء الأوراق المالية يجب أن يكون تنافسياً . لا يوجد صاحب عطاء تنافسي واحد يستطيع شراء أكثر من 35 في المائة من قيمة إصدار معين .
تقبل العطاءات التنافسية فقط في حالة أن تكون مساوية أو أعلى من سعر المزاد . العطاءات غير المتنافسة تقبل جميعها ، ويجب أن تدفع سعر المزاد . لكي ترى كيف يعمل هذا ، ادرس مثل 2 - 2 التالي .

مثال 2 - 2

لدى Fed نيويورك كمبيالات خزانة بقيمة 1 بليون دولار لمدة عام تريد بيعها. لقد تسلمت العطاءات التالية :

8 عطاءات تنافسية

100 مليون دولار بسعر 95.54

70 مليون دولار بسعر 95.52

90 مليون دولار بسعر 95.51

350 مليون دولار بسعر 95.51

350 مليون دولار بسعر 95.50

300 مليون دولار بسعر 95.50

200 مليون دولار بسعر 95.48

عطاءات غير تنافسية (كثيرة)

325 مليون دولار إجمالي هذه العطاءات

على سبيل المثال ، عطاء 95.54 ، يعني أن مقدم العطاء على استعداد أن يدفع 95.54 في المائة من القيمة الاسمية للورقة المالية (الكمبيالة) . لذلك

مقدم العطاء للإصدار بقيمة اسمية 10 مليون دولار ، سوف يدفع 9.554.000 ثمناً له في حالة قبول العطاء .

أولاً ، يقبل Fed نيويورك كل العطاءات غير التنافسية . لذلك ، يطرح مبلغ العطاءات غير التنافسية 325 مليون دولار من إجمالي قيمة 1 بليون T-bills المعروض للبيع ، تاركاً 675 مليون دولار . هذا هو المبلغ المطلوب تقسيمه بين مقدمي العطاءات التنافسية .

من بين العطاءات التنافسية يقبل الأعلى أولاً . الأربعة عطاءات الأولى والتي أسعارها 95.54 ، 95.52 ، 95.51 (عطاءان) ، سوف تقبل بالكامل أولاً ؛ إجمالي مبلغ هذه العطاءات 610 مليون دولار . طرح هذا من 675 مليون دولار يكون الباقي 65 مليون دولار .

تقسيم الأوراق المالية المتبقية ومبلغها 65 مليون دولار تناسبياً بين أولئك الذين تأتي عطاءاتهم في المرتبة التالية الأعلى سعراً 95.50 . وحيث أن إجمالي مبلغ العطاءات عند هذا السعر 650 مليون دولار ، والمتاح فقط 65 مليون دولار ، فسوف يتسلم كل صاحب عطاء 10 في المائة من مبلغ عطائه الذي تقدم به .

سعر المزاد هو أقل سعر مقبول من العطاءات المتنافسة . في هذه الحالة ، يكون سعر المزاد 95.50 . هذا هو السعر الذي يجب أن يدفعه كل أصحاب العطاءات المتنافسين وغير المتنافسين.

سوق متى الإصدار

كيف يعرف المضاربون سعر العطاء ؟ يتمثل المصدر الأكثر أهمية في " سوق متى الإصدار " هذه سوق للتسليم الآجل للإصدارات المعلن عنها حديثاً. يبدأ التعامل في هذه السوق بمجرد الإعلان عن إصدار ما ، وتسوى

التعاملات بعد مضي بضعة أيام من المزاد ، عندما تصدر الأوراق المالية .
يشتري المستثمرون الأوراق المالية الجديدة من المضاربين ، ويغطي
المضاربون هذه المبيعات بالشراء من " سوق متى الإصدار " . "سعر متى
الإصدار" عادة أعلى قليلا من السعر المتوقع للورقة المالية ، بما يعكس
علاوة الخطر . المضاربون الذين يعتقدون أن السعر في " سوق متى
الإصدار " عالي بصورة مبالغ فيها ، فإنهم يتخذون موقف المضارب على
الهبوط في الأسعار .

التغيرات الحديثة في السوق الأولية

استناداً إلى فضيحة " إخوان Salomon " في عام 1991 (نتناولها فيما بعد
في هذا الفصل) فقد حدثت " الخزنة " عملية المزاد وغيرت إجراءات
المزايدة .

المزايدة الإلكترونية . في عام 1992 بدأ Fed قبول العطاءات غير
التنافسية إلكترونياً عبر الخط الإلكتروني Fedline . Fedline بصفة عامة ،
نظام اتصالات يربط حوالي 9.000 مؤسسة إيداعية مع بنوك احتياطيات
Fed . تم أيضا توفير نهايات terminals لمؤسسات المضاربة والسمسرة في
الأوراق المالية غير البنكية . في إبريل 1993 ، بدأ Fed قبول العطاءات
المتنافسة عبر نظام اتصالات جديد مدعم يطلق عليه Fedline السريع . على
خلاف الخط القديم ، Fedline السريع قادر على تناول تزامم عطاءات
الدقيقة الأخيرة المتنافسة . يتم تشغيل العطاءات عبر نظام إلكتروني أيضا .

من المزادات الإنجليزية إلى الهولندية . حتى عقد التسعينيات (1990) ، استخدمت الخزنة إجراءات مزاد مختلفة ، أطلق عليها " المزاد الإنجليزي" . طبقاً لهذا الإجراء ، كان أصحاب العطاء المقبولون يدفعون السعر الذي زائدوا عليه . المشكلة مع هذا الإجراء كانت تتمثل في شيء ما يطلق عليه " لعنة الفائز " . إن قبول عطائك كان مبالغاً في ارتفاعه ، وأنتك سوف تتعرض إلى خسارة عندما تعيد بيع الأوراق المالية . يؤدي الخوف من " لعنة الفائز " أن يضع المزايدون أسعارهم متدنية بعض الشيء . إنه أيضاً يؤدي إلى أن يتأمر المتزايدون لاكتشاف إجماع السوق ، ويتفادون المبالغة في مركز أسعارهم . إحدى طرق تنفيذ هذا تتمثل في تجميع الأسعار من المضاربين . وبدلاً من دخول المزاد بعطاءات فردية ، سوف تتشكل مجموعة من المستثمرين وتجمع أوامرهم مع مضارب واحد ويطلبون من المضارب مركز سعر واحد ، حينئذ يدفع كل مستثمر متوسط السعر .

كما قد رأينا ، في الإجراء الحالي ، والمعروف " بالمزاد الهولندي " ، يدفع المتزايدون المقبولون سعر العطاء المقبول الأقل . بينما قد يبدو هذا في غير صالح الخزنة ، ليس هذا بالضرورة هكذا . لم يعد مقدمو العطاءات يخشون لعنة الفائز ، يمكنهم أن يزايدوا بأسعار مرتفعة . مع التخلص من حوافز التأمر ، يصبح المزيد من المستثمرين على استعداد لدخول العطاءات على حسابهم الخاص . مع العطاءات الأعلى ، والمزيد من أصحاب العطاءات ، فإن السعر الذي تباع على أساسه الورقة المالية ، قد يكون غالباً تماماً أو على الأقل ليس منخفضاً .

* - الاسم التقني لهذا النوع من المزاد : عطاء مزاد ، سعر أولي ، يركز في مظهره على الإغلاق ومختوم .

السوق الثانوية

The Secondary Market

بينما قد تبدو السوق الأولية لأوراق مالية حكومة U.S. كبيرة ، فإنها تصبح قزماً أمام السوق الثانوية . بالإضافة إلى 190 بليون دولار عمليات يومية يسجلها كبار المضاربين ، فإن السوق الثانوية تتضمن أيضاً عمليات مضاربين أصغر ، وعمليات عبر البحار .

تعمل السوق الثانوية الخاصة بالأوراق المالية الحكومية على مدار 24 ساعة يومياً ، وعلى المستوى الدولي . السوق شديدة السيولة . الفرق بين سعر العطاء والسعر المطلوب صغير . السوق عميقة ، تجري تسويات في التعاملات التجارية ببلايين الدولارات .

كيفية تنظيم السوق الثانوية

السوق الثانوية لأوراق مالية حكومة U.S. غير مركزية ، تجري عمليات السوق خارج البورصة ويطلق عليها اختصاراً (OTC) - The - Counter .

تنتقل المعلومات عبر نهايات الكمبيوتر ، ولكن التعاملات الفعلية تحدث أساساً عبر التلفون . على الرغم أنه لا يوجد موقع وحيد محدد مادياً ، فإنه مركز في " مدينة نيويورك " . المشاركون الأساسيون هم المضاربون ، السماسرة ، وبنوك التخليص (التسويات) .

ينشئ المضاربون السوق : يضعون أسعار العطاء والأسعار المطلوبة التي يكونون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية الحكومية على أساسها . لتدعيم أسعارهم الإرشادية ، يجب أن يكون لهم مركز في الأوراق المالية . عندما يريد شخص ما أن يشتري ، يجب أن يكون لدى المضاربين الأوراق المالية المتاحة للبيع ، وإذا أراد شخص ما أن يبيع ، يجب أن يكونوا جاهزين للشراء ، وأن يضيفوا الأوراق إلى حوافظهم المالية.

المضاربون

في عام 1999 ، كان يوجد أكثر من 2.000 مضارب مسجلين لدى SEC . الشركات المضاربة ، الكبيرة بدرجة كافية ، والصحيحة بدرجة كافية ، والتي ينظر إليها Fed على أنها شركاء تجارة محتملون ، مشهورة بأنها شركات " مضاربة أولية " . الأخرى تعرف بأنها " شركات مضاربة ثانوية " . إنها بصفة عامة أصغر ، ولا تتعامل مباشرة مع Fed . تشتري الشركات الثانوية أوراق الحكومة المالية من الشركات الأولية وتبيعها إلى الجمهور . تقريباً كل فرد يستطيع أن ينشئ شركة مضاربة ثانوية . مزاي وتكاليف أن تكون شركة المضاربة أولية . لتنفيذ سياسته النقدية ، فإن Fed يجري أحجاماً ضخمة من التعاملات في أوراق مالية حكومة U.S. فقط شركات المضاربة الأولية هي التي تحصل علي حصة من هذا الإجراء . إنها تتمتع أيضاً بمقام لافقت من مكانتها . سوف يتعامل الكثير من المؤسسات المستثمرة فقط مع شركات المضاربة الأولية .

توجد أيضا مزايا معلوماتية مهمة تتعلق بشركة المضاربة الأولية . إنك تحصل على معلومات مباشرة حول ما ينوي Fed أن يفعله . إنك تكون على صلة عبر السماسرة بالشركات المضاربة الأخرى . يساعدك هذا على معرفة ماذا يفعل اللاعبون الكبار الآخرون في السوق . تعطيك كل هذه المعلومات ميزة في توقع التغيرات في أسعار الفائدة . كما سوف ترى حالاً ، عندما تكون قادراً على القيام بهذا بنجاح ، فإنك تمسك بمفتاح باب الربح كمضارب .

ومع ذلك ، كونك المضارب الأولى له تكاليفه . لكي تفهم أنك شركة مضاربة أولية ، يجب أن تثبت وتقتنع Fed أن لها رأس مال ، خبرة ، والقدرة على أن تكون شريك تجاري يعتمد عليها .

قد تغير التوازن بين المزايا والتكاليف في بداية عقد التسعينيات ، عندما انسحب Fed عن قصد من شركات المضاربة الأولية استجابة لفضيحة تناولت شركة مضاربة أولية رائدة ، إخوان Salomon . لإزالة أي تفكير بأن Fed يضمن سلامة أو استقامة شركات المضاربة الأولية ، فإنه خفض مطالبه الخاصة بمكانة شركة المضاربة الأولية . لقد أوقف مراقبته على شركات المضاربة الأولية ، خفض رأس المال المطلوب ، وألغى متطلبات الحصص التسويقية . ومع ذلك ، عندما جعل Fed ، أنه من السهل على أي فرد أن يشكل شركة مضاربة أولية ، فإنه في نفس الوقت جعلها أقل مكانة ومهابة . نتيجة لذلك ، قد تقلص عدد شركات المضاربة الأولية ، من 46 في ذروة عام 1988 إلى 30 شركة اليوم .

السوق الداخلية . يتعامل مضاربو الشركات الأولية بعضهم مع البعض الآخر فيما يسمى " بالسوق الداخلية " . يوجد سببان يدفعانك ، بصفة

مضارب ، إلى اللجوء إلى هذه السوق . أحد هذه الأسباب لتعديل قائمة أوراق محفظتك المالية . على سبيل المثال ، قد يطلب العميل المزيد من ورقة مالية معينة أكثر مما لديك في قائمتك . السوق الداخلية ؛ إنها حيث يمكنك أن تشتري ما تريده .

السبب الآخر الذي يدفعك للتعامل مع السوق الداخلية ، أن تحقق ربحاً على حساب منافسيك . إنك باستمرار تراجع أسعار العطاء والأسعار المطلوبة لكل المضاربيين الآخرين . إذا اعتقدت أن مضارب آخر يزايد بسعر مرتفع أكثر من اللازم " اقتصص الفرصة " (بع له الأوراق المالية التي يطلبها بسعر العطاء) . إذا اعتقدت أن السعر المطلوب أقل مما يجب ، اشترى الأوراق المالية المعروضة ، متوقفاً أن تعيد بيعها فيما بعد مع تحقيق أرباح . إنك لست وحدك الذي يسعى إلى البحث عن الفرص الربحية : كل المضاربيين الآخرين يفعلون نفس الشيء . إذا ارتكبت أي خطأ في تسعيرك ، سوف ينقضون عليك سريعاً .

نتيجة لهذا التعامل ، فإن كل أسعار المضاربيين تتجه إلي أن تسير كل منها مع أسعار الآخرين بسرعة ملحوظة . السعر العام الذي ينتج عن هذه العملية يعبر عن اتفاق السوق حول السعر " العادل " ، بالنسبة لورقة مالية معينة . أساساً ، السوق الداخلي هو الترتيب حيث تتحدد أسعار الأوراق المالية الحكومية .

يتضمن عملاء المضاربيين من المرتبة الأولى ، المضاربيين من المرتبة الثانية ، الشركات ، المؤسسات المالية ، والأفراد . المنافسة بين مضاربي المرتبة الأولى لهذه الدائرة من أعمال التجزئة حادة وكثيفة . نتيجة

لذلك ، يتوقع العملاء بيع وشراء الأوراق المالية بأسعار قريبة من تلك الخاصة بالسوق الداخلية .

السماسرة

على خلاف المضاربين ، ليس للسماسرة مركزاً أبداً من الأوراق المالية . إن دورهم ينحصر فقط في الجمع بين المشتري والبائعين . للسماسرة أهمية خاصة في السوق الداخلية .

سرية التعامل . يوفر السماسرة سرية الأسماء . بصفة عامة إنك كمضارب تفضل ألا يعرف المضاربون الآخرون طبيعة تعاملاتك . أولاً ، قد تكون تلك المعلومات مفيدة بالنسبة لهم . على سبيل المثال ، عندما يرونك تباع سندات طويلة الأجل ، قد يعتقدون أنك لديك معلومات جديدة بأن الأسعار طويلة الأجل سوف ترتفع . نتيجة لذلك ، قد يكون من الصعب عليك أن تباع السندات . ثانياً ، إنك لا تريد أن يعرف أي فرد إذا ارتكبت خطأ ما .

لا تظهر شاشات السمسار مصدر الأسعار التي يعرضونها . عندما تسوى العمليات ، كل الأوراق المالية والتسديدات تذهب خلال السمسار للاحتفاظ بسرية الأسماء . يتقاضى السمسار أتعابه من المضارب الذي شرع في التعامل (اقتناص عطاء أو أخذ عرض) .

المركزية . يوفر السماسرة أيضاً المركزية . عندما يكون على المضاربين من المرتبة الأولى أن يتعامل كل منهم مع الآخر مباشرة ، فإن كل واحد من الثلاثين مضارب عليه أن يظل متزامناً مع 29 آخرين . ومع ذلك ، في السوق التي يتوسط فيها السماسرة ، يحتاج كل مضارب أن يبقى على اتصال فقط مع سمسار واحد أو اثنين . يخطر المضارب السماسرة

بأسعار عطاءه والأسعار المطلوبة ، والكميات التي سوف يتاجر فيها .
يعرض السمسار على شاشة الكمبيوتر هذه المعلومات لتصبح متاحة على
شاشات كمبيوتر المضاربيين الآخرين .

يكون السوق أكثر كفاءة مع زيادة المركزية . مع وجود ، مثلاً ، 20
سمساراً مختلفين ، سوف تكون المركزية أقل . سوف يستطيع المضاربون
أن يجري كل منهم تعاملاته مع الآخرين مباشرة . تقليل عدد السماسرة إلى
خمسة أفراد سوف يكون تحسناً ضخماً . بالطبع الكفاءة الأكبر سوف تنتج
من التعامل مع سمسار واحد . حينئذ ، يمكن عرض كل المعلومات على
شاشة واحدة . يوجد في الواقع فقط ستة سماسرة للأوراق المالية الحكومية ،
مع أربع حسابات لمعظم الأعمال .

قوة السوق والمنافسة . يزيد التركيز أيضاً قوة السوق . استخدام
عدد السماسرة الصغير يعني أن ضغوط المنافسة كانت قليلة . على الرغم
من الزيادة الضخمة في الحجم ، وبالرغم من أن التكاليف كانت في حالة
انخفاض بصورة متواصلة بسبب التقدم التكنولوجي ، فقد رفض السماسرة أن
يخفصوا من عمولاتهم . إنهم يحققون أرباحاً هائلة من أحجام صفقات ببلايين
الدولارات يومياً .

في عام 1986 نظمت شركة إخوان Salomon مجموعة من
المضاربيين لإنشاء بيت سمسرة منهم أطلقوا على تلك المؤسسة " الحرية
Liberty " . نتيجة للمنافسة هبطت العمولات بسرعة بنسبة 50 في المائة ،
واستمرت بعد ذلك في الهبوط . قبل إنشاء " الحرية " كانت العمولة على
كوبون الأوراق المالية 78 دولار لكل مليون قيمة اسمية ، بعد عام 1991
هبطت إلى 18 دولار . عملت " الحرية " على نحو جيد وحصلت على

حصّة كبيرة في سوق الأوراق المالية إلى حد أن البعض بدأ يخشى من أنها قد تحتكر السوق لنفسها .

التجارة الإلكترونية

بينما معظم التعاملات لا تزال تجري عبر التليفون ، بدأ عدد من نظم التجارة الإلكترونية يجذب دائرة العمل . بنهاية عام 1999 ، سجلت التجارة الإلكترونية حوالي 4 في المائة من كل أنواع التعاملات .

أحد أنواع النظم يطلق عليه " نظام الموامة المتقاطع " ، يوفر الكثير من نفس خدمات السمسار ، يسمح للمشتريين والبائعين من أداء تعاملاتهم المرغوبة ، ويتاجر كل منهم مع الآخر مع الاحتفاظ بسرية الأسماء . معظم سمسارة ما بين المضاربين قد قدموا مثل هذه النظم . بالإضافة إلى ذلك ، تشغل أكبر مؤسسة لحراسة الأوراق المالية State Street Bank نظام Bond Connect ، وتشغل بورصة الأوراق المالية في نيويورك نظامها الخاص . Automated Bond System .

يتمثل النوع الآخر من النظم في " نظام تعدد المضاربين " الذي يسمح للمؤسسات المستثمرة بالتعامل مع عدد من المضاربين المختلفين ، ولكن ليس المؤسسات كل منها مع الأخرى . لقد أنشأ اتحاد المضاربين شبكة التجارة Trade Web ، أكبر مغذي للمعلومات ، الذي قد دش Bondtrader . التجارة الإلكترونية في الأوراق المالية الحكومية أكثر تالفاً في بعض البلدان الأخرى . في إيطاليا ، على سبيل المثال MTS ، نظام الموامة المتقاطع وصل إلى نسبة 90 في المائة من حجم التعاملات . أنشئ أيضاً EuroMTS في ربيع 1999 للتعامل مع الأوراق المالية الحكومية التي تتبنى

اليورو مثل ألمانيا ، فرنسا ، وإيطاليا ، ويخطط للتعامل في الأوراق المالية للبلدان الأخرى بمجرد إعلان موافقتها على التعامل باليورو .

المعلومات

لأن سوق الأوراق المالية الحكومية يعتبر سوقاً خارج البورصة OTC ، فإنه من الصعب على المشاركين أن يعرفوا ما يجري داخله . لذلك ، معلومات السوق حول الأسعار والكميات التي تم التعامل بها مهمة إلى حد كبير . وبصرف النظر عن سماسرة ما بين المضاربين ، فإن المصدر الأساسي لمثل هذه المعلومات يتمثل في GovPX ، نظام معلومات ينظمه المضاربون والسماسرة والذي يسجل في الوقت الفعلي كل التعاملات حول " السوق الداخلي " . أيضا خدمة " معلومات البائعين " ، توفر على شاشة خاصة هذه المعلومات ، مع أخبار السوق ذات الارتباط ، وتقدم إلى المضاربين والمؤسسات المستثمرة . " معلومات البائعين " الرائدة في مجال الأوراق المالية الحكومية يطلق عليها Telerate ، مزودة بعدد 90.000 شاشة على مستوى العالم . Bloomberg بها 14.000 شاشة ذات أهمية متصاعدة .

المقاصة والتسوية

يجري تداول الأوراق المالية في حكومة U.S. طبقا لثلاث اتفاقيات : نفس اليوم ، اليوم التالي (الطريقة العادية) ، والتسويات الآجلة (التي تضمن سوق متى الإصدار) . كل تعاملات نفس اليوم تسوى مباشرة بين الأطراف.

قد تسوى التعاملات الأخرى إما مباشرة أو خلال غرفة المقاصة . شركة مقاصة الأوراق المالية الحكومية ، وتكتب اختصاراً (GSCC)^{*} لكي ترى كيف تعمل التسوية المباشرة ، دعنا ننتبع خطوات تعامل فعلي . لقد باع حالياً Meg Chambers تاجر لدى أوراق مالية Pacific في سان فرانسيسكو سنداً قيمته 10 مليون دولار يستحق في عام 2010 . المشتري مضارب آخر لدى أوراق مالية ABC في نيويورك . استوفى Meg بيانات " تذكرة تعامل " بتفاصيل الصفقة ومررها إلى Chuck في العمليات . يراجع Chuck لاكتشاف إذا كانت هناك أخطاء ، ويحسب مبلغ الأموال المطلوب استلامها . يرسل بعد ذلك تعليمات عبر حلقة ربط بكمبيوتر مباشر إلى بنك مقاصة Pacific لتسوية الصفقة . تحتفظ شركة أوراق مالية Pacific ، في حساب إدخال لدى BankAmerica ، " بنك مقاصة الشركة " (انظر اللوحة 2 - 4) ، تحتفظ شركة Paific أيضاً بحساب إيداعات شيكية في نفس البنك لكي يستخدم في تنفيذ التعاملات . كما سوف نرى حالياً ، سوف يقرض بنك المقاصة المضاربين أيضاً كضرورة لتسهيل التسوية . تجري معظم البنوك الكبيرة بعض المقاصة ، ولكن بعض البنوك المتخصصة تتناول معظم هذا العمل . Chase هو البنك الذي يقوم بنصيب الأسد في هذا العمل ؛ بنوك المقاصة الكبيرة الأخرى مثل " بنك نيويورك " وبنك HSBC . نعود إلى صفقتنا ، عند استلام تعليمات Chuck ينقل " بنك أمريكا " الأوراق المالية مقابل سداد Fedwire إلى بنك مقاصة ABC ، وهو Citibank (أنظر اللوحة 2-4) . يعني هذا أن الأوراق المالية قد نقلت من حساب بنك أمريكا إلى Citibank ، وفي نفس الوقت انتقلت الأموال إلى

* GSCC = Government Securities Clearing Corporation - *

إيداعات بنك أمريكا لدى Fed . إذا كان لدى Citi أموال في إيداعاته لدى Fed ، تصبح مدينة . إذا لم يكن ، يقرضه Fed الأموال تحت نظام " السحب على المكشوف على مدى ضوء النهار daylight overdraft " . بالمثل ، إذا كان لدى شركة ABC الأموال اللازمة في إيداعاتها لدى Citi ، يصبح حسابها مدينة بقيمة الشراء ، ويضاف على حساب أوراقها المالية . إذا لم يكن ، يرتب Citi قرضاً مؤقتاً لشركة ABC ، ويحتفظ بالأوراق المالية كرهن .

لاحظ أن الصفقة لم تكن أبداً مؤكدة . سوف يأخذ انتظار التأكيد وقتاً طويلاً . لمعالجة الخطأ المحتمل . لمستلم الأوراق المالية الحق في أن يعيدها على نظام Fedwire في نفس اليوم . يعرف مثل هذا الإرجاع بأنه DK اختصاراً لعبارة " Don't Know " .

لاحظ أيضاً ، أنه لا يوجد تشبيك netting . إذا كان كلا الطرفين في الصفقة يستخدمان نفس بنك المقاصة ، وهذه غالباً الحالة ، فإنه يمكن تسوية الصفقة داخلياً من خلال بنك المقاصة . إذا كانت ABC قد باعت إلى Pacific بعض الأوراق المالية سابقاً ، فإن الشركتين تستطيعان تشبيك الصفقتين . ومع ذلك ، معظم التعاملات يمكن تسويتها كل على حدة عبر Fedwire .

بدلاً من التسوية المباشرة ، الصفقات التي لم تجر عملياتها في نفس اليوم يمكن تخليصها وتسويتها من خلال GSCC . تقدم GSCC تشبيكاً مقارناً ومتعدد الأطراف ؛ إنها تتناول كل أنواع الأوراق المالية الحكومية . أعضاؤها هم السماسرة والمضاربون ، بنوك المقاصة ، والمؤسسات

*- يسند هذا القرض مع انتهاء ضوء النهار . النظم المالية والتمويلية ، الفصل الثامن | دار الفجر للنشر والتوزيع ، القاهرة | ، 2007 .

المستثمرة . الأوراق المالية يجري تناولها من خلال القيود المسجلة عن طريق الكمبيوتر وأيضاً التسويات باستخدام نظام Fedwire .

تسويات العمليات التي تضمن أوراق مالية حكومة U.S. تزيد على 800 بليون دولار يومياً . أكثر من 500 بليون دولار تتم تسويتها مباشرة عبر Fedwire ، وأكثر من 150 بليون دولار عبر GSCC . يضاف إلى ذلك 150 بليون دولار تسوى داخل بنوك المقاصة الكبيرة : هذا يمكن عندما يكون لدى كلا الطرفين في الصفقة حسابات في بنك واحد . بعد أن بدأ Fed يتقاضى فوائد على " السحب على المكشوف خلال ضوء النهار " أصبح استخدامه أكثر تكلفة ، ومن ثم ، زاد أعضاء السوق من استخدام طرق بديلة للتسوية .

السوق العالمي لأوراق مالية حكومة U.S.

يجري التعامل على أوراق مالية حكومة U.S. على مدار الساعة . تبدأ تعاملات اليوم في طوكيو الساعة 30 : 7 مساءً " بتوقيت نيويورك " ويستمر حتى 00 : 3 صباحاً . بعد ذلك ينتقل إلى لندن حيث يستمر حتى الساعة 30 : 7 صباحاً . حينئذ تبدأ " نيويورك " وتستمر حتى 30 : 5 مساءً . تستحوذ نيويورك على معظم حجم التعامل - 94 في المائة في سبتمبر 1999 . نسبة التعامل في لندن 4 في المائة ، وإجمالي تعاملات طوكيو 2 في المائة . على الرغم من صغر حجم التعاملات عبر البحار ، فإن أسواقه تلعب دوراً مهماً في توفير الأسعار ، وفي السماح بالتغطية عندما تكون أسواق نيويورك مغلقة . عند ظهور أخبار مهمة أثناء أوقات نيويورك فإن التعاملات في طوكيو ولندن تلتقطها وتستثمرها تجارياً .

أسواق لندن و طوكيو لها هيكل تنظيمي يماثل ذلك الخاص بنيويورك. يهيمن عليها المكاتب المحلية ما بين خمسة إلى عشرة لكبار الشركات المضاربة الأولية في نيويورك مع عدد كبير من صغار المضاربين. أربعة من سماسرة ما بين المضارين في نيويورك ينسقون أسواق لندن ونيويورك . أسواق ما وراء البحار أقل سيولة من نيويورك ، مع فروق أسعار أكبر بين العطاء والمطلوب ، وأقل عمقاً . في أي مكان تحدث العمليات تجري تسويتها بصورة طبيعية في نيويورك في اليوم التالي أو فيما بعد . قد خلق التعامل على مدى 24 ساعة يومياً في الأوراق المالية لخزانة U.S. طلباً على مدى 24 ساعة أيضاً في المشتقات المرتبطة التي تحدث في شيكاغو ، لندن ، وطوكيو .

كيف تعمل كمضارب في الأوراق المالية

How To Be A Securities Dealer

دعنا ننقل من المنظور المتخصص جداً في الأسواق إلى المنظور الأكثر شمولاً . ماذا يشبه أن تكون مضارباً في الأوراق المالية الحكومية ؟ أحسن طريقة لاكتشاف هذا أن تحاول بنفسك الدخول في هذه الصناعة . لذلك ، دعنا نتخيل بأنك قد اتخذت قرار أن تصبح مضارباً في أوراق مالية الحكومة.

إنك سوف تحتاج بالطبع إلى بعض رأس المال كحقوق ملكية . تجمع 3 مليون دولار من مواردك الذاتية ، ومن أصدقائك ، وأقاربك ، وأصدقاء الدراسة . إنك توجر مكتباً ، وتتشق دائرة عمل . في مقابل الأعمال

المصرفية ليس مطلوباً الحصول على إذن أو ترخيص . اللوائح الحكومية سهلة ، وأي شخص يستطيع أن يعمل كمضارب . قد كانت هناك تنظيمات لاثنية قليلة جداً قبل أن تعمل بعض الفصائح الكبيرة في عقد الثمانينات (1980) على تحفيز الكونجرس لفرض حد أدنى من المعايير . إنك تحتاج الآن إلى أن تسجل مع SEC .

لكي تسوى تعاملاتك ، فإنك تحتاج إلى بنك مقاصة ؛ لذلك تضع رأسمالك 3 مليون دولار في وديعة شيكية لدى Chase ، وتفتح حساب أوراق مالية هناك . تحتاج أيضاً إلى معلومات عن السوق ، لذلك ، تحصل على شاشة من Telerate لتستقبل معلومات حديثة عن أسعار السندات .

شراء وبيع الأوراق المالية

أن كسب عيشك وإكسبير حياتك في شراء وبيع الأوراق المالية . لكي يكون لديك ما تبيعه ، تشتري ما قيمته 150 مليون دولار من أنواع الأوراق المالية المختلفة من مضارب ذي مرتبة أولى . كيف يمكنك أن تشتري ما قيمته 150 مليون دولار ، بينما أنت لديك فقط 3 مليون دولار ؟ عن طريق حصولك على " قرض مضارب " من بنك Chase يغطي الفرق .

سوف يقرضك Chase المبلغ ويحتفظ بالأوراق المالية بصفتها رهن . عندما تبيع الأوراق المالية سوف يحرر Chase الأوراق المالية مقابل السداد ، يطرح المبلغ المدين ، ويضيف الباقي إلى حسابك . مبلغ 147 مليون دولار الذي يكون بنك Chase على استعداد لإقراضها لك أقل من قيمة الأوراق المالية ، لأن أسعار السوق قد تهبط . يريد البنك أن يتأكد من أن قيمة الرهن تظل أعلى من مبلغ الدين .

الفرق بين الأسعار في العطاء – والأسعار المطلوبة

لماذا سوف يكون أي فرد على استعداد أن يدفع لك مقابل هذه الأوراق المالية أكثر مما دفعت أنت نفسك ؟ عملاءك مستثمرون يريدون أن يشتروا ويبيعوا الأوراق المالية بسرعة . إنك توفر لهم خدمة بأن تكون على استعداد دائماً للتعامل معهم . في مقابل هذه الخدمة تتقاضى علاوة – الفرق بين سعر العطاء والسعر المطلوب . بالطبع المبالغة في العلاوة التي تتقاضاها تعني القليل من الأعمال التي تحصل عليها . عندما تكون أسعارك غير جذابة ، سوف يجد عملاءك المرتقبون أنه من الأجدى أن يبحثوا عن الصفقة الأفضل في مكان ما آخر . لماذا لا يذهبون إلى مضارب ذي مرتبة أولى ، الذي سوف يعرض عليهم صفقة أفضل بالتأكيد ؟ لأن المضارب ذي المرتبة الأولى لا يتعامل في كميات صغيرة .

هل أنت قلق حول خسائر تترتب على ما يصلك من تجار المعلومات؟ بالتأكيد " لا " . إنهم مهتمون كثيراً بصفقات أكبر مما تستطيع تناوله ، ويجدون تعاملاتهم مع السوق الداخلية .

ينمو حجم تجارتك بصورة متواصلة ، وحالاً ، تحقق دخلاً صغيراً ، ولكنه متواصل من الفرق بين سعر العطاء والسعر المطلوب . عندما تشتري وتبيع ، فإن قائمة جردك تتذبذب . ومع ذلك ، تبقى في إطار 150 مليون دولار .

منحنى الناقل والعائد

بالإضافة إلى الفرق بين سعر العطاء والسعر المطلوب ، يوجد لديك مصدر إضافي للربح – الناقل Carry – الفرق بين الفائدة التي تتسلمها على

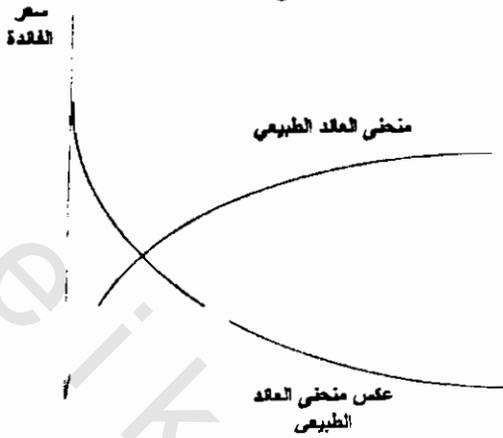
الأوراق المالية والفائدة التي تدفعها لتمويل حيازتك لتلك الأوراق . إن قائمة حافظتك المالية ، على خلاف تجار السيارات أو الأدوات المنزلية تكسب فوائد . بالطبع ليس كل الفائدة أرباحاً . عليك أن تطرح الفائدة التي تدفعها على الأموال التي تقترضها لتمويل قائمة أوراقك المالية . إذا كان سعر الفائدة التي تكسبها أعلى من سعر الفائدة التي تدفعها فإنك تحقق ربحاً — ناقل إيجابي . إذا كان سعر الفائدة التي تكسبها أقل من سعر الفائدة التي تدفعها ، فإنك تحقق خسارة — ناقل سلبي .

سواء كان الناقل إيجابياً أو سلبياً ، فإن ذلك يعتمد على " منحنى العائد " . منحنى العائد عبارة عن نقاط من أسعار الخزائنة مقابل تاريخ الاستحقاق . توضح اللوحة 2 — 5 بعض الأشكال الممكنة لمنحنى العائد . الأكثر شيوعاً — الذي يظهر العائد يرتفع بصورة متواصلة مع تاريخ الاستحقاق — يسمى عموماً " منحنى العائد العادي " . الشكل الآخر الشائع نسبياً يتمثل في منحنى " العائد المعكوس " مع أسعار تهبط بصورة متواصلة مع الاستحقاق . أحياناً يكون المنحنى محدباً أو يأخذ شكل حرف U .

السعر الذي تدفعه لتمويل قائمة محافظتك المالية سعر قصير الأجل . يختلف المبلغ الذي تقترضه يوماً بعد يوم ، ويحملك Chase سعراً يزيد 0.25 في المائة على سعر Fed لليلة واحدة . وحيث أن استحقاق أوراقك المالية أطول من ليلة واحدة ، فسوف تكسب ناقلاً إيجابياً في حالة أن المنحنى يأخذ الشكل العادي . مع طول فترة الاستحقاق لأوراقك المالية ، سوف يكون الناقل أكبر . عندما يكون منحنى العائد معكوساً ، سوف يكون الناقل سلبياً : سوف تخسر أموالاً على قائمة أوراقك المالية . ومع ذلك ، قد تستثمر هذه الخسارة في مجاملة عملاتك . إنها تكلفة الدخول في دائرة العمل .

اللوحة 2 - 5

الأشكال المختلفة لمنحني العائد



الاستحقاق

إعادة شراء الاتفاقيات

إذا كنت تستطيع تخفيض تكلفة قائمة أوراقك المالية ، تستطيع أن تزيد أرباحك من " الناقل ". لكي تحقق هذا تحتاج إلى أن تقترض من شخص ما آخر غير بنك المقاصة الذين تتعامل معه . بالطبع تتمثل المشكلة في الثقة . كيف تقنع الغرباء الذين لا يعرفونك كما يعرفك مصرفك لكي يقرضونك ؟ أحد الحلول " القرض التعاوني " . تستطيع ، في مقابل قرض الأموال ، أن تقرض الأوراق المالية إلى من يمولونها . في سوق الأوراق المالية الحكومية، يفعل هذا غالباً من خلال ما يطلق عليه " اتفاق إعادة الشراء " Re Purchase (اختصاراً $repo$ أو RP) . رسمياً العملية عبارة عن بيع في مقابل اتفاق بإعادة الشراء .

على سبيل المثال ، لنفرض أنك أجريت RP مع شركة (GC)
General Computer . لقد أنفقت على أن تباع إلى GC مبلغاً معيناً من
الأوراق المالية بقيمة 20 مليون دولار ، وفي نفس الوقت اتفقت على إعادة
شرائها اليوم التالي بربح قدره 3.700 دولار . رسمياً هذا بيع وإعادة شراء .
ومع ذلك ، في الواقع ، ترتب لك GC قرضاً بمبلغ 20 مليون دولار لمدة
يوم واحد . المبلغ الإضافي عند إعادة الشراء 3.700 دولار هو فائدة على
القرض ، يمكن ترجمته إلى سعر فائدة سنوي 7 في المائة . كما في حالة
قرض المضارب ، RP عادة تبالغ في الرهونات لحماية مقرض الأموال
من الهبوط في أسعار سوق الأوراق المالية .

إنك تنفذ المرحلة الأولى من الاتفاق – البيع – في الحال . يرسل
بنك GC مبلغ online 20 مليون دولار إلى مصرفك Chase ، ومعظم
المبلغ يذهب إلى تسديد قرض المضارب لشراء هذه الأوراق المالية . بدلاً
من إرسالها إلكترونياً في صورة مقايضة ، فإن Chase ينقلها من حسابك
إلى حساب خاص وسيط تحت اسم GC . هذا أرخص من النقل الفعلي
للملكية خلال نظام قيود النقل الدفترى أو السجلات الإلكترونية .

في اليوم التالي ، تعيد شراء الأوراق المالية بالسعر المتفق عليه ،
حيث تطلب من مصرفك أن يرسل إلكترونياً مبلغ 20.003.700 دولار إلى
بنك GC ، وتستعيد ملكيتك للأوراق المالية من Chase . لا تتقاضى البنوك
أية مبالغ على مثل هذا القرض ، حيث يتم تسديده قبل انتهاء اليوم ، ولأن
البنوك تقترض أيضاً من Fed بدون تكاليف . بعد أن بدأ Fed يتقاضى مقابل
السحب على المكشوف لضوء النهار في عام 1994 ، بدأت البنوك تتقاضى
فوائد أيضاً .

كيف سوف تسدد البنك؟ بترتيب RP آخر ، إمام مع GC مرة أخرى أو مع شخص ما آخر . حيث لم يعد السحب على المكشوف لضوء النهار مجاناً ، سوف تحاول أن ترتب RP بأسرع ما يمكن . إنك تمول قائمتك بتجديد اقتراض RP يوماً بعد يوم بما يسد الفجوة مع قرض RP لضوء النهار من مصرف المقاصة الخاص بك . البديل ، يمكنك أن ترتب RP لفترة أطول (يطلق على هذا فترة RP) . إنه كل هذه المتاعب تستحق لأن سعر الفائدة على RP أقل من السعر على قروض المضارب . بالنسبة لشركة GC ، قد يكون الاستثمار في RP أكثر جاذبية من مجرد الاحتفاظ بأوراق الخزنة المالية لعدة أسباب . أولاً ، تكاليف العمليات أقل بصفة عامة . ثانياً ، لا تتضمن RP أي مخاطر فائدة . يتضمن الاستثمار في T-bills مخاطر أسعار فائدة : الارتفاع في أسعار فائدة السوق سوف تخفض قيمتها . مع RP لا توجد مثل هذه المخاطر : عائد RP ثابت مقدماً ، ولا يتأثر بالتغيرات في أسعار السوق التي تغير في قيمة الأوراق المالية المهمة . إذا حدث تغيير في قيمة الأوراق المالية ، الخسارة أو المكسب لا يخص GC بل يخصك أنت .

أرباح التعامل

قد تسدد مكاسبك من فرق سعر العطاء والسعر المطلوب وأيضاً " الناقل " فواتير المرافق العامة ، ولكنها سوف لا تجعلك غنياً . الطريقة الوحيدة للحصول على المزيد من الأموال تتمثل في " أدوار المركز (التعرض) " - مكاسب رأس المال من مركزك في الأوراق المالية .

يوجد سببان حول إمكانية أن تحقق - أو تخسر - الكثير من مركزك في الأوراق المالية . الأول تقلب أسعار الفائدة في السوق . التغيرات الضخمة في أسعار الفائدة تعني تغيرات ضخمة في أسعار الأوراق المالية . السبب الآخر في أن المركز في الأوراق المالية قد يحقق مكسباً أو خسارة يتمثل في " الرافعة المالية " . كما هو المألوف في دوائر أعمال الأوراق المالية . إنك تمول معظم قائمة محفظة أوراقك المالية عن طريق الاقتراض . لكي ترى لماذا هذا يهم كثيراً ، ادرس تأثير صافي استحقاقك من هبوط 2 في المائة في أسعار الفائدة .

قبل التغيير كشف ميزانيتك كالاتي (القيمة بالمليون دولار)

153	أوراق مالية	147	اقتراض
		6	حقوق ملكية
<p>لنفرض أن متوسط فترة سريان قائمة أوراقك المالية سنة واحدة . حينئذ قيمة أوراقك المالية سوف ترتفع بنسبة 2 في المائة بالنسبة لمبلغ 153 مليون دولار . قيمة خصومك لا تتأثر بهذا التغيير في سعر فائدة السوق . على سبيل المثال ، إذا كنت تمول عن طريق RP ، فإن سعر الشراء قد مركز بالفعل ولا يتأثر بالتغيرات في قيمة الأوراق المالية المعنية في السوق . وحيث أن تأثير زيادة أسعار الفائدة على كشف ميزانيتك هو :</p>			
أصول	" القيمة بالمليون دولار "		خصوم

153	أوراق مالية	147	اقتراض
		6	حقوق ملكية

قد حولت الرافعة المالية الارتفاع 2 في المائة في أسعار الأوراق المالية إلى مضاعفة حقوق الملكية .

لذلك ، يعتبر هبوط أسعار الفائدة أخباراً سارة . لكن ماذا تفعل إذا اعتقدت أن أسعار الفائدة في طريقها إلى الارتفاع . بنفس هذا الكشف الميزانية ، سوف يكتسح ارتفاع 2 في المائة في أسعار الفائدة حقوق ملكيتك.

اتخاذ مركز قصير

الطريقة التي تجعلك تربح من الارتفاع المتوقع لأسعار الفائدة (الهبوط في أسعار الأوراق المالية) يتمثل في اتخاذ المركز (التعرض) القصير . تفعل هذا عن طريق اقتراض الأوراق المالية وبيعها . يضعك هذا في مركز " المالك " للأوراق المالية . عندما تهبط أسعارها فإنك تكون مدينا بالقليل ، ولذلك تحقق ربحاً . في المقابل ، إذا اتخذت المركز (التعرض) الطويل ، فإنك تمتلك الأوراق المالية . لذلك ، عندما تهبط أسعارها فإنك تحقق خسارة.

دعنا نفحص كيف يمكنك أن تتخذ المركز القصير . أبدأ بتسييل مركزك الطويل ، وذلك ببيع كل قائمة أوراقك المالية . إذا توقعبت أن الأسعار سوف تهبط ، فإن الاحتفاظ بالأوراق المالية فكرة سيئة (سوف نرى حالاً بأن هناك طرقاً تستطيع من خلالها أن تستمر تعمل كمضارب ، حتى إذا لم يكن لديك قائمة بالأوراق المالية . بعد تسديد كل الأموال التي اقترضتها لتسديد قائمتك ، أنت لديك الآن 3 مليون دولار حقوقك في الملكية.

الآن اقترض 150 مليون دولار من شركة " أوراق مالية Pacific " لشراء أوراق مالية لمدة 10 أيام وبيعها في الحال . نتيجة لهذه العمليات سوف تظهر ميزانيتك الآن كالتالي (القيمة بالمليون دولار) .

أصول	خصوم	
153	150	مركز قصير في أوراق مالية

قبل أن تحمل الأوراق المالية وتكون لدينا بالأموال ، أنت الآن تحتفظ بالأموال ومدين بالأوراق المالية . وحيث أنك توقعت ارتفاعاً في أسعار الفائدة ، وأن أسعار السوق للأوراق التي اقترضتها هبطت بنسبة 2 في المائة. التأثير على كشف ميزانيتك يكون .

القيمة بالمليون دولار

أصول	خصوم
153	مركز قصير في أوراق مالية
نقدية	6 حقوق ملكية

لاحظ أن قيمة أصولك لم تتغير : لا يزال لديك 153 مليون دولار نقدية . ومع ذلك ، قيمة خصومك قد هبطت إلى 147 مليون دولار : الأوراق المالية التي اقترضتها من Pacific هي الآن تساوي فقط 147 مليون دولار . حقوق الملكية – المتمم الحسابي بين ما لديك وما أنت مدين به قد تضاعف إلى 6 مليون دولار .

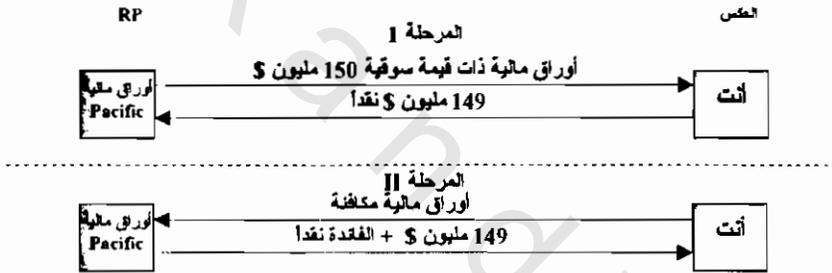
للتأكد مكاسبك ، أنت لست في حاجة إلى تصفية مركزك القصير في الأوراق المالية . تذهب إلى السوق وتشتري أوراقاً مالية مكافئة بدلاً من تلك التي اقترضتها من Pacific . ليس عليك أن تعيد الأوراق المالية ذاتها – مجرد مكافئ . على سبيل المثال ، إذا اقترضت سندات تستحق في مارس 2010 ، يجب أن تعيد سندات تستحق في مارس 2010 . ومع ذلك ، لا ينبغي أن تحمل نفس الأرقام المسلسلة . إن هذا يشبه اقتراض النقود . إذا اقترضت 10 دولار من صديق ، فإن صديقك لا يتوقع أن تعيد إليه نفس الورقة التي أخذتها .

عكس RP

في الواقع ، الطريقة التي يمكن أن تقترض بها الأوراق المالية سوف تكون * عكس اتفاق إعادة الشراء (يطلق عليها أيضا عكس RP) . يعني هذا أن Pacific سوف تعطيك الأوراق المالية RP ، وفي المقابل سوف تقترض أنت Pacific الأموال التي تحصل عليها عند بيعها .
تصور اللوحة 2 – 6 التالية هذه العملية :

اللوحة 2 – 6

RP وعكس RP



تعطيك RP من Pacific ، 150 مليون دولار في صيغة أوراق مالية . يعني هذا أنك تتسلم الأوراق المالية في مقابل 149 مليون دولار نقداً (الفرق في القيمة يحميك ضد خطر الائتمان في حالة تغيير في قيمة الأوراق المالية). بعد مضي 10 أيام ، تعيد الأوراق المالية المكافئة ، وتتسلم أموالك النقدية بالإضافة إلى الفائدة . من وجهة نظرك العملية عكسية ، إنك تعكس الأوراق المالية . من وجهة نظر Pacific العملية RP للأوراق المالية .

أي فوائد تتسلمها على الأوراق المالية من " الخزانة " خلال الأيام العشرة تعتبر ملكاً لشركة Pacific . سوف يكون من المتوقع أن تدفعها إليها في نهاية الاتفاق .

تشغيل آليات RP وعكس RP

يوجد نمو ضخم في السوق بالنسبة لتعاملات RP وعكس RP . في عام 1999 ، بلغت عمليات RP ما يقرب من 600 بليون دولار في اليوم . RP مهم أيضا في بلدان أخرى . يطلق عليها اليابانيون gensaki . سهلت المنظمتان الأوربتان للمقاصة Cedel and Euroclear حوالي 500 بليون دولار أسبوعياً في عمليات RP .

بالنسبة للمضاربين يوفر RP طريقة رخيصة لتمويل قائمة مخزون الأوراق المالية . تستطيع البنوك والمؤسسات الأخرى جمع الأموال سريعا عن طريق RP لتمويل الأوراق المالية التي يحملونها . بصرف النظر عن انخفاض تكاليف العمليات مقارنة بالبيع الفعلي للأوراق المالية ، توجد ميزة أخرى . تنفذ البنوك بعض الأوراق المالية في سجلاتها بصفتها استثمارات طويلة الأجل وتحدد قيمتها الاسمية كأساس للتسجيل . إذا بيعت هذه الأوراق، يجب إعادة تقييمها بسعر البيع ، ويمثل الفرق مكسباً أو خسارة . خضوع هذه الأوراق المالية لطريقة RP بدلاً من بيعها يتجنب إعادة التقييم هذه ، والتأثيرات التي تترتب عليها حول المكاسب المسجلة ، والمسئولية الضريبية .

حالات عكس RP جذابة للمضاربين ولأي شخص آخر يريد أن يتخذ مركز التعامل القصير في الأوراق المالية الحكومية . يوفر أيضا

المركز المعكوس طريقة لتلبية أوامر العملاء دون الاحتفاظ بقائمة مخزون . على سبيل المثال ، إذا أراد أحد عملائك كمبيالات خزانة بقيمة 1 مليون دولار تستحق بعد 6 أشهر ، والتي لا توجد في قائمتك ، تستطيع عن طريق عكس RP أن ترتب للتسليم . قد تفضل هذا على شراء الأوراق المالية مباشرة على سبيل المثال ، إذا كنت تتوقع تسليم البعض من نفس الأوراق المالية على وجه السرعة .

من الواضح ، حينئذ أن الطلب الضمني بالنسبة لحالات RP وعكس حالات RP موجودة في سوق التعاملات ولكن فقط لابد من وجود من ينشئوه . أولئك الذين يريدون RP ، والذين يريدون عكس RP يلزم أن يكونوا قادرين على يعثر كل منهم على الآخر بسرعة . إذا لم يستطيعوا تصبح الطريقة غير جذابة . يحتاج البائعون والمشترون أيضاً أن يعرفوا السعر : السعر في هذه الحالة هو " سعر " RP .

سوق RP وعكس RP ينشئه نفس المضاربين الذين ينشئون سوق الأوراق المالية . المضاربون يعكسون RP لإدخال الأوراق المالية من بعض العملاء ، ويمررونها على RP لإخراجها إلى آخرين . يطلق على هذه الآليات التي يستخدمها المضاربون لإدخال وإخراج نفس الأوراق المالية في فترات زمنية متقاربة " تشغيل آليات RP وعكس RP " . يحصل المضاربون على الفرق كمكاسب عن طريق دفع سعر أقل على قروض RP (سعر عطاء) ، ثم يتقاضون عن نفس هذه القروض (السعر المطلوب) . توضح اللوحة 2 - 7 النمو في وساطة آلية RP التي يستخدمها المضاربون في الأوراق المالية الحكومية .

التغطية

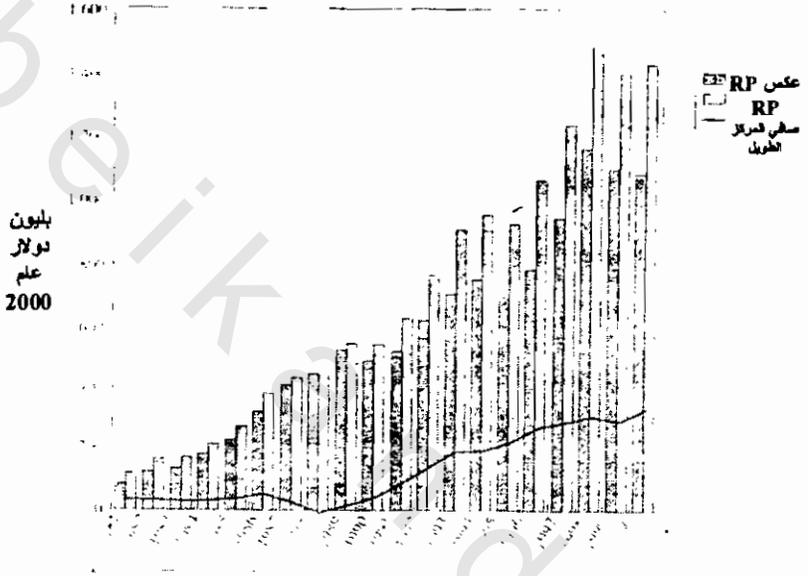
تعرضك الشامل ، كمضارب لمخاطر أسعار الفائدة يعتمد على مركزك الموحد في الأوراق المالية وفي RP ، على سبيل المثال ، يجب أن تكون مستخدماً لآليات RP وعكس RP في دخول وخروج الأوراق المالية ، مع 400 مليون دولار في RP ، و 300 مليون دولار في عكس RP . الفرق يعتبر كافياً تماماً لاستثمار 100 مليون دولار في أوراق مالية كمخزون في قائمتك . فوق كل هذا ، إنك في مركز طويل : إنك تمتلك الكثير من الأوراق المالية أكثر من مديونيتك . إذا هبطت أسعار الفائدة ، سوف تحقق أرباحاً ، إذا ارتفعت تحقق خسارة . البديل أن تكون في مركز شامل قصير . لديك 400 مليون دولار في عكس RP ، فقط 300 مليون دولار في RP ، بعد أن تكون قد بعث 100 مليون دولار الباقية في الأوراق المالية . إذا ارتفعت أسعار الفائدة ، سوف تحقق ربحاً ؛ إذا انخفضت تحقق خسارة .

قد ترغب في أن تراهن على اتجاه أسعار الفائدة . إذا أخذت في الاعتبار درايتك بالسوق ، ومراقبتك الدقيقة للأحداث فإنك حينئذ تكون في مركز جيد للتربح من المراهنات التي تتسم بحسن التقدير . ومع ذلك ، قد ترغب في التقليل من تعرضك للصعوبات . الأكثر من هذا ، أنت لا تريد أن تدع اعتبارات المخاطر تعكس مجرى دائرة عملك الأساسية . إنك تحتاج إلى أن تكون قادراً على أن تشبع حاجات عملائك ، تشتري منهم وتبيع لهم كما يطلبون ، وتزودهم بأدوات RP وعكس RP . إنك لا تستطيع أن تتحمل انتقال دائرة عملك إلى ما هو أبعد لمجرد أنها سوف تعرضك إلى مزيد من المخاطر .

اللوحة رقم 2 - 7

المضاربون في أوراق مالية حكومة U.S. غير المسددة

باستخدام آليات RP وعكس RP



Source: Lehman Brothers, Bank of New York

المصدر

لحسن الحظ كما سوف نرى في الفصل السادس ، تستطيع أن تغطي خطر سعر الفائدة بأدوات متنوعة ، متضمنة العمليات الآجلة ، الخيارات والمقايضات . سوف ندرس التفاصيل في الفصل السادس ؛ ولكن الفكرة الأساسية بسيطة . إنك تأخذ وضعاً في آلية التغطية الذي يعوض مركزك في الأوراق المالية وفي RP .

على سبيل المثال ، إذا كان مركزك طويلاً مع الأوراق المالية ، تستطيع أن تكون التغطية قصيرة في العمليات الآجلة . إذا ارتفعت أسعار

الفائدة ، سوف تحقق خسارة على الأوراق المالية ، ولكنك سوف تحقق مكاسب تعويضية على موقفك في العمليات الآجلة . على الجانب الآخر ، إذا هبطت الأسعار ، فإن خسائر العمليات الآجلة تتعادل مع مكاسب الأوراق المالية .

تستطيع بهذه التغطية أن تحتفظ بالأوراق المالية التي تحتاج إليها لخدمة عملائك ، دون أن تعرض نفسك للكثير غير المستحب من أخطار أسعار الفائدة . في أي وقت ، يزيد إجمالي المبلغ الذي يدخل عن طريق RP من المضاربين ككل على إجمالي المبلغ عن طريق RP العكسي ، لذلك يكون المضاربون في وضع طويل فيما يتعلق بالأوراق المالية .

في الواقع ، من السهل كثيراً أن تجعل رهانك على أسعار الفائدة بتعديل وضعك في العمليات الآجلة بدلاً من تعديل وضعك في الأوراق المالية وفي RP . إذا اعتقدت أن أسعار الفائدة سوف تهبط ، فإنك تستطيع فقط أن تخفض حجم التغطية . حينئذ عندما تهبط بالفعل ، سوف تكون الخسارة من التغطية أقل من المكاسب من الأوراق المالية ومن RP . إذا اعتقدت أن أسعار الفائدة سوف ترتفع ، يمكنك أن تأخذ وضعاً قصيراً في العمليات الآجلة أطول من ذلك المطلوب لتغطية وضعك الطويل في الأوراق المالية وفي RP . حينئذ ، عندما ترتفع أسعار الفائدة بالفعل ، فإن المكاسب من العمليات الآجلة سوف تكون أكبر من الخسارة في الأوراق المالية في RP .

اللوائح المنظمة لسوق أوراق مالية الحكومية

Regulation Of The Government Securities Market

في عقد السبعينيات (1970) والثمانينيات (1980) أنتج النمو السريع في سوق الأوراق المالية أرباحاً ضخمة ، وجذب كل أنواع الشركات الجديدة إلى دائرة العمل . كان الإشراف على السوق في أدنى حد ممكن ، ولذلك كان الدخول سهلاً . كثير من الشركات الداخلة كانت تحظى باحترام كبير - غالباً بنوك وشركات أوراق مالية أجنبية . ومع ذلك ، كانت بعض الشركات الداخلة ليست على هذا المستوى من الاحترام . في بداية عقد الثمانينيات (1980) عدد من الفضائح هزت الصناعة .

شركة الأوراق الحكومية Drysdale

في عام 1982 دخلت شركة Drysdale للأوراق الحكومية السوق بمبلغ 20 مليون دولار فقط من رأسمالها الخاص . قد استطاعت في خلال أشهر قليلة أن تبني مركزاً مالياً يزيد على 6 بليون دولار في سندات حكومية . في ذلك الوقت ، كان هناك عدم تناسق بين الاتفاقيات في RP والأوراق المالية . عندما كانت تخرج السندات عن طريق RP ، كان المالك يحتفظ بحقه في أي فائدة كوبون تستحق عليها ، لذلك القرض النقدي الذي يدفع للمالك يغطي فقط الأوراق المالية ذاتها . وليس الفائدة المستحقة . ومع ذلك ، عندما كانت تباع الأوراق المالية ، كان السعر يتضمن الفوائد المستحقة .

استغلت Drysdale هذه الحالة في عدم التناسق عن طريق استعادة الأوراق المالية من خلال RP العكسية ، ثم بيعها . استخدمت النقدية المتوفرة لديها حينئذ لتوسيع عملياتها في المضاربة . لسوء الحظ ، ارتفعت أسعار الفائدة عندما توقعت Drysdale أنها سوف تنخفض وتعرضت الشركة إلى خسائر فادحة .

نتيجة لهذه الخسائر . كانت Drysdale غير قادرة على دفع الفوائد المستحقة المدينة بها على السندات التي دخلت إليها عن طريق RP العكسية . وبصفة خاصة ، لقد تخلفت عن دفع ما يقرب من 160 مليون دولار فوائد مستحقة مدينة بها لبنك Chase على سندات بقيمة 2 بليون دولار في سندات . هذه السندات التي عملت على تدويرها دخولاً وخروجاً لم تكون مملوكة لبنك Chase نفسه ؛ إنه كان يتحفظ بها فقط لعملائه . كان Chase يشغل هذه السندات عن طريق RP بموافقة عملائه لتحقيق المزيد من الدخل . كان رد فعل Chase الأولى على هذه الخسارة إنكارها . إنه يدعى أنه برئ من العملية ، ومن ثم ليس مسئولاً عن الخسارة . كان من المتوقع أن يكون لهذا تأثير سلبي على ثقة الجمهور في السوق . أفنع Fed ، وكبار المضاربين الآخرين Chase من أجل الصالح العام أن يغير رأيه ويتحمل الخسارة .

شركة E.S.M وشركة BBS

كما قد رأينا ، يشغل المضاربون آلية RP ذهباً وإياباً للأوراق المالية . في عام 1985 قد تردد بأن شركتين E.S.M ، و BBS اللذين يضاربان في الأوراق المالية الحكومية يشغلان آلية RP لنفس الأوراق المالية لأكثر من

مقرض في نفس الوقت . اكتشفت هاتين الشركتين فقط بعد خسائر تعاملات أدت إلى انهيارهما . أظهر فحص دفاترهما أنهما يحملان أوراقاً مالية أقل كثيراً مما يشغلانه عبر RP .

كيف كان هذا ممكناً ؟ كما قد رأينا مع RP العادية ، أن الأوراق المالية أما أن تسلم إلى المقرض أو تحفظ في حساب حراسة خاص لدى بنك مقاصة . ومن ثم ، لا توجد طريقة لتشغيل الأوراق المالية مرتين في نفس الوقت . من الواضح أن هذا ليس الإجراء الذي اتبعته الشركتان . لقد استخدمتا ما يسمى " ثق في RP " . طبقاً لهذا الترتيب ، لتوفير تكاليف وضع الأوراق المالية في حساب حراسة ، يحتفظ المضارب بملكية الأوراق المالية . يستلم العميل أخطاراً من المضارب يشهد بأن الأوراق المالية قد وضعت جانباً باسم العميل . الشركتان المضاربتين ببساطة كانتا كاذبتين .

من بين عملاء E.S.M مؤسسات أوعية إيداعية thrifts كانت تستخدم أوراق مالية RP كمصدر رخيص للتمويل قصير الأجل للرهونات التي كانت في طريقها إلى بيعها في السوق الثانوية* . تعرضت هذه المؤسسات إلى خسائر ثقيلة . بعض هذه المؤسسات في ولاية أوهايو ، وولاية ميريلاند كانت تحت الرعاية التمويلية من الولاية وليس تمويلاً فيدرالياً . أدت هذه الخسائر إلى إفلاس صناديق التأمين حيث تودع الولايات أموالها . نتيجة لذلك ، تهافت المودعون على بنوكهم المؤمنة ودائعهم لدى هذه الصناديق لسحب أموالهم ، مما أجبر الكثير على غلق أبوابها .

* سوف نتعلم عن سوق الرهونات الثانوية في الفصل الثالث .

إخوان Salomon

فضائح أوائل العقد الثامن (1980) تناولت عدداً صغيراً من المضاربين ولم تأثر سلباً على سمعة السوق . ومع ذلك ، تضمن بداية العقد التاسع (1990) واحدة من أكبر شركات المضاربة الأولية وأكثرها احتراماً .

في 9 أغسطس ، 1991 أخطرت أخوان Salomon بنك الاحتياطي الفيدرالي Fed أن المضاربين لديها قد خالفوا قاعدة تحديد العطاءات التنافسية من أي مقدم عطاء بمفرده بما لا يزيد عن 35 في المائة من إصدار معين . لقد التفت المضاربون لدي Salomon حول نسبة التحديد بتقديم عطاءات زائفة بأسماء عملاء Salomon . بهذه الطريقة استطاعت الشركة أن تحصل على أكثر من 85 في المائة من بعض الإصدارات .

بهذا المركز الضخم أصبحت شركة Salomon مهيمنة على السوق في أي إصدار ، وليس أمام المضاربين الصغار ذوي الأوضاع القصيرة إلا أن يقبلوا شروطها . كما قد رأينا ، عندما يعلن عن إصدار جديد يبدأ التعامل في سوق " متى الإصدار " . نمطياً ، يتخذ كثير من المضاربين الأوضاع القصيرة في سوق متى الإصدار ، متوقعين أن سعر الإصدار سوف ينخفض . إنهم يتوقعون أن يغطوا وضعهم إما بالشراء من المزاد أو اقتراض الأوراق المالية من المضاربين الذين قد اشتروا بالفعل من المزاد .

بتقديم العطاء الأكبر في المزاي ، تضمن Salomon لنفسها نصيب الأسد من الإصدار ويعود المضاربون الآخرون بخفي حنين أو عدم تلبية عطاءاتهم . المضاربون الذين قد كانت أوضاعهم قصيرة في سوق " متى الإصدار " ليس أمامهم طريقة لتسوية تعاقداتهم في تلك السوق إلا بالاقتراض من سندات Salomon . وحيث لا توجد جهة أخرى يذهبون إليها ، فإن

Salomon استطاعت أن تتمسك بشروطها التي تحقق لها مزايا عالية . إنها فعلت هنا بدفع معدل فائدة منخفض جداً على قروض RP . استطاعت الشركة أن تعيد إقراض الأموال محققة أرباحاً لافتة .

عندما بدأ Fed في التحري وجد أن انتهاكات Salomon أبعد كثيراً عن العادية في أوقات مختلفة . قد انتهكت عشرات من الشركات القواعد بنفس الطريقة . في الواقع السبب الأساسي الذي خطط المضاربون لـدي Samolon من أجله للهيمنة على السوق تمثل في الانتقام . كانوا يحاولون تعويض الخسائر التي قد تكبدوها أنفسهم نتيجة لهيمنة سابقة من مضارب آخر . في يناير 1992 ، حوالي 105 بنكاً مختلفاً وشركات أوراق مالية وافقت على دفع 5 مليون دولار غرامات لتسوية مطالبات عن سلوك غير صحيح .

الاستجابة اللائحية من الحكومة

الفضائح في أوائل عقد الثمانينيات (1980) - Drysdale, E.S.M, BBS وشركات أخرى - كلفت العملاء ما يقدر بمبلغ 750 مليون دولار . ليس هناك ما يدعو للدهشة ، قد كانت هناك ضغوط لافتة لزيادة التدخل التنظيمي في سوق الأوراق المالية الحكومية . استجابة لهذا الضغط صدر " قانون الأوراق المالية الحكومية 1986 " ، والذي طلب من كل المضاربيين (ما عدا البنوك التي تنظمها لوائح هيئات أخرى) أن تسجل نفسها لدى SEC . يعطي القانون أيضاً السلطة لوزير المالية (الخزانة) بالتشاور مع Fed وأيضاً SEC لصياغة قواعد حول موضوعات مثل متطلبات رأس المال للمضاربيين ، وممارسات RP وعكس RP .

أدت فضيحة Salomon إلى المزيد من التغييرات . تم تقنين القواعد والجزاءات في أعمال المضاربة . أصبحت متطلبات الترخيص للمرء بأن يكون مضارباً ذا مرتبة أولية أكثر سهولة لتخفيض المقصورية والسلطة التي كان يمارسها المضاربون الأوليون . بينما كان مسموحاً فقط للمضاربيين ذوي المرتبة في التقدم للعطاءات بأسماء عملائهم ، بعد القانون الجديد ، أصبح كل مضارب قادراً على أن يفعل هذا . اتخذت الخطوات لجعل عملية العطاءات إلكترونية ، كما أن تحديد سعر واحد للمزاد قلل من حوافز التواطؤ .

في عام 1993 ، عدل الكونجرس من قانون الأوراق المالية الحكومية . تتطلب إحدى مواد القانون الجديدة أي شخص يحمل كمية كبيرة من ورقة مالية معينة (وضع متميز) ، أن يسجل هذا الوضع عندما يظهر عجز فيما يحمله . لجعل الهيمنة أقل ربحية ، أعلنت الخزنة أنها سوف تعيد فتح الإصدار (تصدر المزيد من الأوراق المالية غير المسددة) إذا ظهر أن حالة هيمنة يبدو أنها تحدث في ذلك الإصدار . المعرفة بأن الخزنة قد تتدخل في السوق ، سوف تجعل بالطبع محاولة الهيمنة أقل جاذبية .

بالرغم من هذه التغييرات ، لا يزال سوق الأوراق المالية الحكومية أقل خضوعاً للوائح المنظمة مقارنة بغيره من الأسواق . من بين الأسباب أن الخزنة تخشى أن اللوائح التنظيمية الكثيفة ، يمكن أن تؤذي العمل في السوق وترفع من تكاليف الإقراض .

العولمة في سوق الأوراق المالية الحكومية

Globalization Of The Government Securities Market

لقد أصبح سوق الأوراق المالية الحكومية سوقاً عالمياً بصورة متزايدة . في بلدان OECD ، 20 في المائة في المتوسط من الأوراق المالية الحكومية يحتفظ بها أجانب . حوالي 40 في المائة من أوراق دين حكومة U.S. القابلة للتسويق في أيدي أجانب (كانت في عام 1994 ، 20 في المائة) . أكبر المبالغ لدي المستثمرين اليابانيين والبريطانيين .

في الماضي ، اعتبر كثير من الحكومات أن ديونها أكثر أهمية من أن تترك إلى السوق . كان من المعتاد وضع سعر الأوراق المالية الحكومية، وبدرجة أو بأخرى ، تطلب من المؤسسات المالية ، وخاصة البنوك شرائها . كان من المتوقع أن يحتفظ المشترون بالأوراق المالية إلى تاريخ الاستحقاق : التعامل فيها كان يعتبر عملاً غير وطني . ومن ثم كانت الأسواق الثانوية أقل تطوراً .

تغير كل هذا في السنوات الأخيرة . الحكومات في كثير من الدول ، لأنها تخشى من أن قدرتها على الاقتراض قد تصبح موضع مساومة ، فقد اندفعت بحماس إلى الإصلاحات . كان سوق U.S. هو النموذج لهذه الإصلاحات . تحولت بلدان كثيرة إلى المزادات في السوق الأولية ، وعلى قاعدة المضاربيين ، وأسواق خارج البورصة OTC في السوق الثانوية . لقد قدمت هذه البلدان أدوات جديدة مثل الشرائح ، RP ، و المشتقات .

كان على الحكومات أيضاً أن تغير قواعد الضريبة ، على سبيل المثال ، حجز الضرائب من المنبع غير مألوف لدى المستثمرين الدوليين . عندما ألغت نيوزيلاند حجز الضرائب من المنبع بالنسبة للأجانب المقيمين لديها زوّدت الطلب على أوراقها المالية كثيراً إلى حد أن التخفيض في تكاليف اقتراضها عوّضها أكثر من خسارتها في الإيرادات . تتمثل العقبة الأخرى في الضريبة على العمليات المالية (عادة في شكل رسم الدمغة) التي ترفع تكاليف التعامل ، وتقلل من شأن السيولة في السوق الثانوية . كان هذا مشكلة خاصة في اليابان .

ذهبت الإصلاحات إلى أبعاد أكثر عمقاً في الاتحاد الأوروبي . قد ساعد تفكيك اللوائح الذي حركته دوافع " السوق الواحد " وسياسة التوحيد، وتقديم " اليورو " علي وضع الحكومات في منافسة مباشرة كل منها مع الأخرى من أجل أموال المؤسسات المستثمرة . لا يوجد مبرر الآن يجعل شركة تأمين إيطالية تفضل الأوراق المالية للحكومة الإيطالية على تلك الخاصة بحكومة ، مثلاً ، ألمانيا . اليابان اليوم ، ذات الدين الحكومي الأكبر في العالم ، قد مددت أرجلها استرخاء ، وبقي سوقها نسبياً متخلف ، ولكن بدأ بعض لتقدم يزحف إليه .

اختفاء الورقة المالية الحكومية ؟

The Disappearing Government Security ?

بعد فترة من انتشار حالات العجز في الميزانية الحكومية ونمو الدين العام ، يبدو أن الحكومات قد تعلمت العقيدة المالية . الحكومات في كل مكان في

طريقها إلى إعادة هيكلة بنود ميزانياتها ، حالات العجز تفسح المجال أمام حالات الفائض . ومع ذلك ، صافي الإصدارات الجيدة عادة بالسالب ، مع مبلغ الدين القائم الذي يجري تسديده يزيد على مبلغ الإصدارات الجديدة .

على سبيل المثال ، في عام 1999 ، أصدرت الولايات المتحدة الأمريكية U.S. ما يقرب من 350 بليون دولار في إصدارات جديدة ، ولكنها تسدد حوالي 460 بليون دولار . ليس فقط تسدد الخزانة الديون المستحقة ، ولكنها بدأت تسترد الإصدارات التي لم تسدد قبل ميعاد استحقاقها. في عام 2000 ، استردت حوالي 30 بليون سندات مدتها 30 عاماً - أول استرداد يتم منذ عام 1933 .

الصورة متشابهة في أوروبا ، حيث البلدان التي تتطلع إلى اللحاق بمنطقة اليورو كان مطلوب منها أن توازن ميزانياتها أولاً . بلدان أخرى مثل استراليا ، قد حققت ميزانيات حكومتها فائضاً . الاستثناء الكبير في اليابان ، التي لا تزال حالات عجز الميزانية تتحدث عن مبالغ لاقتة . في عام 2001 ، بينما U.S. تتوقع تخفيض دينها غير المسدد بمبلغ 230 بليون دولار ، فإن اليابان تتوقع أن تضيق 300 بليون دولار إلى دينها غير المسدد .

انكماش الدين الحكومي في معظم البلدان له تأثير على أسواق الأوراق المالية الحكومية . في U.S. وصل حجم التعاملات في الأوراق المالية إلى نروته في عام 1997 ، وبدأ يتراجع منذ ذلك التاريخ . ظهر هذا الانكماش بصورة واضحة في الكمبيالات T-Bills ، التي شهدت الهبوط الأكبر في المبلغ غير المسدد . السوق الآن أقل سيولة ، مع الزيادة المتواصلة للفرق بين أسعار العطاء - والأسعار المطلوبة .

للمحافظة على السيولة بقدر الإمكان قد أوقفت الخزائنة تواريخ الاستحقاق لتركيز حجم التعامل في عدد أقل من الإصدارات . في مارس 2001 ، أوقفت إصدار كمبيالات الخزائنة ، 52 أسبوعاً . حيث أن التوقعات تقترض أن الدين سوف يسدد بالكامل خلال عقد من الزمن ، ومن ثم ، فإنه من المتوقع أيضاً ألا تصدر الخزائنة سندات جديدة 30 عاماً .

كيف سوف تعمل الأسواق المالية بدون الأوراق المالية الحكومية ؟ ماذا سوف يأخذ مكانها كقدوة حسنة و ضمان سائل ؟ المرشح الأكثر احتمالاً في إصدارات الهيئات الحكومية .

في عام 1998 ، قدمت هينتان مدعمتان من الحكومة ومنخرطتان في سوق الرهونات وهما Fannie Mae and Freddie Mac سلسلة جديدة من الأذون المالية والسندات تم تصميمها لتحاكي أوراق مالية الخزائنة . ولكي لا يكون أي فرد في شك من صدق نواياها أطلقت على هذه الأوراق المالية القدوة الحسنة Benchmark ، والمرجع Reference ، بالترتيب . إنها تتكون من أوراق مالية ذات كوبونات غير محددة الفائدة تصدر طبقاً لتوقيتات منتظمة وبمبالغ ضخمة . في نهاية عام 1999 ، مع ما يقرب من 150 بليون دولار غير مسدد ذات تواريخ استحقاق تتراوح ما بين 2 - 30 سنة ، بدأت الهيئات المصدرة تعلن عن مزادات لبيع إصداراتها . قدمت العمليات الأجلة في هذه الإصدارات في مارس 2000 ، وتوجد سوق نشيطة لحالات RP لمدة ليلة واحدة . بينما لا تزال هذه تمثل نسبة صغيرة قياساً إلى تداولات أوراق مالية الخزائنة ، فإن احتمالات النمو واضحة .

التلخيص

- سوق أوراق مالية حكومية U.S. ، هي الأكبر ، والأوراق المالية الأكثر حيوية في تسويقها على مستوى العالم حتى الآن . حجم التعامل يصغر أمامه أي سوق آخر .
- تصدر الخزنة سندات ، أذون وكمبيالات . يضاف إلى ذلك ، تصدر الهيئات الفيدرالية ديوناً خاصة بها (هيئات) .
- معظم أوراق مالية الخزنة تسجل على أجهزة الكمبيوتر في سجل قيود محاسبية .
- إصدارات مالية الخزنة تباع عن طريق المزادات التي ينظمها Fed نيويورك . قد تكون العطاءات تنافسية أو غير تنافسية . قبل أن تصدر ، يتم التعامل على الإصدارات المعلن عنها في سوق متى الإصدار .
- قد قدمت الخزنة حديثاً عملية العطاءات إلكترونياً وتحولت من نظام المزادات الإنجليزية إلى الهولندية .
- السوق الثانوية للأوراق المالية الحكومية سوق لا مركزية ، سوق خارج البورصة ينشئها المضاربون .
- يوجد نوعان من المضاربين - أولى وثانوي . لم تعد المضاربة الأولية بالجاذبية التي كانت عليها وقد تراجع العدد .
- يتعامل المضاربون ذوي المرتبة الأولى كل منهم مع الآخر بواسطة سمسار في السوق الداخلية ، حيث يتحدد سعر السوق لأوراق مالية الحكومة .

- يوفر السماسرة المركزية وسرية الأسماء ، ولكن المنافسة الجديدة ألغت هذا .
- بدأ يُحدث نظام التعامل الإلكتروني حديثاً تأثيره على السوق .
- في سوق OTC ، تعتبر معلومات السوق محورية . يوفرها العديد من بائعي المعلومات.
- تسوي تعاملات نفس اليوم مباشرة بين الأطراف خلال بنوك المقاصة لكل طرف باستخدام Fedwire . بعض التعاملات الأخرى قد تتم تسويتها إما مباشرة أو من خلال GSCC ، كغرفة مقاصة .
- سوق أوراق مالية حكومة U.S. سوق عالمي ويعمل على مدار الساعة . ومع ذلك ، معظم التعاملات تتم في نيويورك وتسوى هناك.
- يمول المضاربون نسبة كبيرة من قائمة مخزونهم ، عادة عن طريق RP (يعتمدون أيضاً على قروض المضاربين) .
- تأتي أرباح المضاربين من الفرق بين أسعار العطاء والأسعار المطلوبة ، ومن النقل - والأكثر من هذا - من المركز الذي يؤدونه.
- من الممكن أن تريح من الارتفاع المتوقع للأسعار (هبوط في أسعار الأوراق المالية) ، بأن تأخذ وضعاً قصيراً . غالباً يؤدي هذا باستخدام عكس RP .
- كبار المضاربين عادة يتعاملون في صفقات RP وعكس RP بأنفسهم كما هو الحال مع الأوراق المالية .
- يخفض المضاربون من مخاطر تعرضهم لسعر الفائدة بالتغطية في العمليات الآجلة . إنهم يستطيعون أيضاً استخدام العمليات الآجلة

أكثر من استخدامهم وضعاً في الأوراق المالية للمضاربة على تحركات أسعار الفائدة .

- قد خلقت الفوائح في الأوراق المالية الحكومية ضغوطاً من أجل المزيد من اللوائح التنظيمية ، ولكن السوق ظل متحرراً نسبياً من اللوائح الحكومية .
- لقد أصبحت أسواق الأوراق المالية الحكومية عالمية بصورة متزايدة. وضع هذا ضغطاً تنافسياً على أوراق المالية الحكومية . حيث تخشى الحكومات من أن قدرتها على الإقراض قد تتأثر سلباً ، فقد اندفعت بحماس نحو الإصلاحات . كانت الأسواق الأمريكية أفضل نموذج لهذه الإصلاحات .
- قد أدت ظاهرة الفائض في ميزانيات الحكومات على نطاق واسع إلى انكماش الدين الحكومي في كثير من البلدان . إذا اختفت الأوراق المالية الحكومية ، من المحتمل ظهور الأوراق المالية من هيئات الحكومة الفيدرالية كقدوة حسنة .

أسئلة المناقشة

- 1- ما مصادر دخل المضارب في الأوراق المالية الحكومية ؟
- 2- ما الطرق المختلفة التي ينخرط فيها المضاربون في الأوراق المالية الحكومية عند استخدامهم RP وعكس RP .
- 3- لماذا تعتقد أن المضاربين في الأوراق المالية الحكومية ينشئون أسواق RP وعكس RP . لماذا لا يجتمع عملاء RP وعملاء عكس RP ، ويتخلصون من الوسيط ؟

- 4- لماذا تكون " الخزانه " في هذه الحالة من القلق حول تنظيم سوق الأوراق المالية الحكومية ؟ إن الخزانه لا تقتصر في السوق الثانوية، لماذا إذن تهتم بما يحدث هناك ؟
- 5- من هم المشاركون الأساسيون في سوق الأوراق المالية الحكومية ؟ كيف يتصل كل منهم بالآخر ؟ هل أي منهم متعرض لاقتصاديات الحجم ؟ هل قوة السوق مشكلة ؟
- 6- هل المضاربون في الأوراق المالية وسطاء ماليون ؟ فيما يمكن أن يشبه هؤلاء المضاربون البنك ؟ وفيما يختلفون ؟
- 7- " في هيكله إصدار معين للدين الحكومي ، يجب أن تكون الحدود الدنيا لفئة الورقة المالية صغيرة بدرجة كافية تسمح للقطاع الأسري بالاستثمار في مثل هذه الأدوات ".
أ - ما تعليقك على منطق هذه العبارة .
ب - لنفرض أن هذه النصحية لم تتبع ، وأن الحكومة تصدر الدين فقط في فئات كبيرة . هل يخلق هذا فرص ربحية ؟ ماذا تعتقد رد فعل النظام المالي كيف يكون ؟

BIBLIOGRAPHY

المراجع

- Blommestein, H. J. "Trends and Recent Structural Changes in OECD Public Debt Markets." *Financial Market Trends* 78 (March 2001): H1.
- Broker, G. *Government Securities and Debt Management in the 1990s*. Paris: OECD, 1993.
- Dupont, D., and B. Sack. "The Treasury Securities Market: Overview and Recent Developments." *Federal Reserve Bulletin*, December 1999, 785-806.
- Fleming, M. J. "Financial Market Implication of the Federal Debt Paydown." *Brookings Papers on Economic Activity* no. 2 (2000): 221-251.
- Kindleberger, Charles P. *A Financial History of Western Europe*. London: George Allen & Unwin, 1984.
- Madigan, B., and J. Stehm. "An Overview of the Secondary Market for U.S. Treasury Securities in London and Tokyo." Washington, DC: Federal Reserve Board, 1994.
- Neal Larry. *The Rise of Financial Capitalism. International Capital Markets in the Age of Reason*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- Parkinson, Patrick, et al. "Clearance and Settlement in U. S. Securities Markets." Special study no 163, Board of Governors of the Federal Reserve System, March 1992.
- Rosengren, Eric S. "Is There a Need for Regulation in the Government Securities Market?" *New England Economic Review*, September-October 1986, 29-40.
- Stigum, Marcia. *After the Trade: Dealer and Clearing Bank Operations in Money Market and Government Securities*. Homewood, IL: Dow-Jones Irwin, 1988.
- . *The Money Market*, 3rd ed. Homewood IL: Dow-Jones Irwin, 1990.