

الفصل الرابع

أسواق الدين

Debt Markets

نقدم في هذا الفصل سوقاً لهم :

- كيف يحمي المقرضون أنفسهم ضد الخسائر
- الفرق الجوهرى بين الاقتراض من بنك والاقتراض من سوق السندات
- لماذا تفضل بعض المؤسسات المصدرة للسندات بيعها بصورة خاصة وليس عامة
- كيف يحول تبني منهج الأوراق المالية والهندسة المالية الرصاص إلى ذهب

في الفصل الأول رأينا أنه يوجد شكلان أساسيان في التمويل - الدين وحقوق الملكية . في هذا الفصل ، والفصل الذي يليه سوف نبحث أسواق هذين النوعين من التمويل بمزيد من التفصيل .

الأساس في فهم الدين بكل أشكاله يمثل حاجة المقرض في السيطرة على المخاطر . كما رأينا في الفصل الأول ، خطر الدين ، على خلاف خطر حقوق الملكية يمثل كل الاتجاه النزولي : لا توجد مكاسب محتملة لتوازن الخسائر المحتملة . ومن ثم ، تعتمد قيمة الدين ، إلى حد كبير ، على

كيفية السيطرة بنجاح على المخاطر . سوف نأخذ جولة حول أسواق الدين ، ونرى كيف توضع هذه الطرق موضع التنفيذ .

طرق السيطرة على خطر الدين

Ways To Control The Risk Of The Debt

معلومات الائتمان

تتمثل القاعدة الأولى في السيطرة على خطر الدين في تفادي القروض التي من المؤكد أنها غير مربحة . بالطبع ، المعلومات هي المفتاح إلى هذا . يحتاج المقرض المحتمل إلى معرفة المخاطر المحيطة بالقرض قبل إجراء أي ترتيبات معينة . بمجرد إقرار الدين ، تستمر أهمية المعلومات . لا يستطيع المقرض أن يتخذ خطوات للرقابة على مخاطر الدين القائم دون أن يعرف ما يفعله المقرض بالضبط .

المعلومات كمصلحة عامة . عادة يحصل المقرضون على قروضهم من أكثر من مقرض - سواء في نفس الوقت أو في أوقات مختلفة . ومن ثم ، معلومات الائتمان تعبر عن مصلحة عامة : يمكن أن يستخدمها كثير من المقرضين بتكاليف ليست كبيرة ، كما هو الحال مع مقرض وحيد . بسبب هذا ، يكون من المجدي جمع وتقييم معلومات الائتمان لمرة واحدة ، وجعلها بعد ذلك متاحة لكل المقرضين المحتملين . توجد ترتيبات معينة ، تقوم بها جهات عامة وخاصة .

في U.S. يكون على المقرضين الذي يبيعون ديونهم إلى الجمهور على نطاق عام أن يسجلوا نشاطهم هذا مع SEC . يتضمن التسجيل كشف كل المعلومات التي توضح الجدارة الائتمانية للمقرض . يجب أن يحدّث

المقترضون هذه البيانات على مدى حياة الورقة الائتمانية على فترات دورية مع SEC . عادة يتناول عملية التسجيل ضامن الاكتتاب في الإصدار ، الذي يعتبر مسئولاً عن بذل الجهود اللازمة في الحصول على المعلومات المناسبة، التحقق منها والكشف عنها . لدي ضامني الاكتتاب حافزاً قوياً لأداء هذا بصورة جيدة . إنهم مسئولون قانونياً . إذا كانت المعلومات غير قابلة للاعتماد عليها ، وربما الأكثر أهمية ، أن سمعتهم ، وأعمالهم المستقبلية تعتمد على مصداقيتهم مع المستثمرين .

توجد مصادر أخرى عديدة توفر المعلومات العامة . هناك وسائل الإعلام المالية - الجرائد والمجلات ، وقنوات التلفزيون المتخصصة مثل CNN ، MSNBC ، ومواقع Web مثل Bloomberge Analysts ، الذين يعملون لدى شركات الأوراق المالية والبنوك ، حيث يجرون بحوثهم حول المصدرين ، أسعار النشر ، والتوصيات . ومع ذلك ، المصدر الأكثر أهمية في معلومات الائتمان حول أوراق الدين المالية هو هيئات التقييم

حالات التقييم . توفر هيئات مستقلة عديدة تقييم حالات جودة الدين . يعبر التقييم عن تامين احتمالات التسديد في التوقيات المحددة . بصفة عامة، تتناول الهيئات الإصدارات الفردية بدلاً من المصدرين ، حيث أن الخصائص المحددة للإصدار تؤثر على احتمالات التوقف عن السداد توضح اللوحة 4 - 1 نطاق التقييم بالنسبة للسندات التي تتناولها أكبر هيئتين Moody و Standard & Poor . الدين الذي يأتي تقييمه على الأقل Baa (Moody) أو BBB Standard Poor ، يوصف بأنه " درجة استثمار " . الهيئتان تتجهان إلى الاتفاق حول الرتب الأعلى ، ولكن غالباً تختلفان حول الرتب الأدنى .

اللوحة 4 - 1

دليل تقييم السندات

Moody's	S&P/Others	المعنى	
Aaa	AAA	جودة عالية جداً	
Aa1,Aa2,Aa3	AA+,AA,AA-	جودة عالية	درجة استثمار
A1,A2,A3	A+,A,A-	طاقة تسديد قوية	
Baa1,Baa2,Baa3	BBB+,BBB,BBB-	طاقة تسديد معتدلة	
Ba1,Ba2,Ba3	BB+,BB,BB-	يحتمل التسديد ، لاستمرار غير مؤقت	درجة مضاربة
B1,B2,B3	B+,B,B-	التزامات عالية المخاطر	درجة عدم استثمار

تسيطر هاتان الهيئتان معاً ، بالإضافة إلى الهيئتين الصغيرتين Fitch و Duff and Phelps على دائرة عمل تقييم الدين في U.S. ، وبصورة متزايدة على مستوى العالم . في عام 1999 ، قِيمَت Moody بمفردها حوالي 20,000 مُصدِر أوراق مالية عام وخاص في U.S. وحوالي 1,200 في أماكن أخرى . لا يستخدم التقييم بصورة واسعة خارج U.S. . لكن الممارسة تنتشر وخاصة في أوروبا . تتمتع هيئات التقييم الأمريكية ببداية رائدة لتقديم هذه الخدمة .

في البداية ، لم يكن هناك أي مبالغ يدفعها المصدر مقابل هذا التقييم، مع حصول هيئات التقييم على إيراداتها عن طريق بيع إصدارات المؤسسات التي تسجل هذه التقييمات إلى المستثمرين . ولكن هذا قد تغير ، اليوم يدفع المصدرون لكي يقيموا أوراقهم : تقريباً يأتي كل إيرادات هيئات التقييم الآن من أتعاب المصدرين . إن المصدرين أكثر من سعاء بدفع هذه الأتعاب ، حيث أن التقييم الجيد يمكن أن يحدث تأثير إيجابياً ضخماً إلى تكاليف اقتراضهم أو حتى قدرتهم على الاقتراض أساساً .

إن أهمية التقييم ، وازدهار هيئات التقييم المترتب عليه مسألة محيرة، لأن القيمة المعلوماتية للتقييم موضع شك . تعتمد الهيئات تقريباً على وجه الحصر، على المعلومات المتاحة جماهيرياً من الجهات المصدرة ، ومن الشركات ضامنة الاكتتاب (ومعظمها من السجلات لدى SEC) : مساهمة الهيئات قليلة جداً أو لا تضيف معلومات ذات قيمة . تفخر الهيئات بأنفسها حول مصداقية تقييماتها : إنه حقيقة أن شركة واحدة فقط من تلك التي حصلت على تقييم " درجة استثمار " قد توقفت عن دفع دينها على مدى عشرين عاماً . ومع ذلك ، قد أنجز هذا السجل بمراجعة التقييمات نزولاً إلى المستويات الأدنى ، بعد أن أصبحت المعلومات عامة ، ولكن قبل أن يحدث التوقف عن السداد . لا يوجد دليل يؤكد أن التقييمات توفر توقع أفضل بالتوقف عن السداد ، من المعلومات العامة التي بنيت عليها التقييمات . في أحسن الأحوال ، هذه التقييمات ليست أكثر من تلخيص مناسب لتلك المعلومات .

حل لغز أهمية التقييمات وازدهار الهيئات القائمة به ، على الرغم من القيمة المتواضعة للمعلومات ، يتمثل في الدلالة المتنامية الملحقة بالتقييمات ، والتي جاءت من المشرعين للوائح التنظيمية المالية . يقيد واضعو اللوائح لأنواع المؤسسات المالية المختلفة من قدرة هذه المؤسسات على الاستثمار في الدين إذا حصلت على مرتبة أقل من " مرتبة استثمار " . ومن ثم ، فإن الإصدار الذي لا يحصل على " مرتبة استثمار " يواجه سوقاً ذات احتمالات منخفضة كثيراً ، ويجب أن تدفع المنظمة المصدرة للدين عائداً أعلى كثيراً . على سبيل المثال ، في عام 1991 ، القاعدة التي تقيد بشدة الاستثمار عن طريق سوق أموال الصناديق التبادلية للورقة التجارية

التي تكون مرتبتها أقل من " مرتبة استثمار " جفت تماماً منابع السوق بين عشية وضحاها لمثل هذه الورقة .

المشاركة في المعلومات . الشركات المقترضة التي تقترض من المؤسسات الفردية بدلاً من بيع دينها إلى الجمهور ككل ، ليس مطلوباً منها أن تجعل معلوماتها الائتمانية متاحة للجمهور ككل . ومع ذلك ، المؤسسات المقرضة ذاتها - البنوك ، شركات التمويل ، وشركات التأمين وهكذا ، - تطلب الكثير من المعلومات . لجمع وتقييم هذه المعلومات ، يوجد لدى كل مؤسسة مالية وحدة قروض خاصة بها . ومع ذلك ، بسبب طبيعة المصلحة العامة المرتبطة بالمعلومات تجد المؤسسات المقرضة ، أنه من الأجدى المشاركة في المعلومات حول الثقة الائتمانية . معرفة أن المقترض قد سدد بصورة منتظمة المقرضين الآخرين أو قد فشل في ذلك ، سوف يساعد المقرضين الجدد في تقرير إمكانية ترتيب القرض المطلوب أم لا .

معلومات المقرضين تكون مركزية وتوزع من خلال " مكاتب الائتمان " . توجد مثل هذه المؤسسات في بلدان كثيرة ، سواء في شكل شركات مستقلة أو جمعيات أو منظمات تنشئها اتحادات أو مساهمات . في U.S. توفر Dun & Bradstreet معلومات ائتمانية عن دوائر الأعمال ، وتوفر ثلاث هيئات (Equifax , Experian , Trans Union) معلومات ائتمانية عن القطاع الأسري . في بعض البلدان ، وخاصة في القارة الأوروبية وفي أمريكا اللاتينية توجد هيئات حكومية يطلق عليها " منظمات تسجيل ائتمان عامة " ، والتي تؤدي نفس الوظائف إلى حد بعيد ، كما هو الحال مع مكاتب الائتمان الخاصة .

تجمع مكاتب الائتمان البيانات من المقرضين ، وتقارنها مع البيانات من مصادر أخرى مثل المحاكم ، وحدات الضرائب حول الإفلاس والتهرب

الضريبي . بالنسبة لشركات دوائر الأعمال المقترضة ، إنها تجمع معلومات إضافية من دوائر الأعمال ذاتها . يعد المكتب ملفاً عن كل مقترض ، ويجعله متاحاً مقابل أتعاب للمقرضين المحتملين أو الذي يتوسعون في الائتمان . على سبيل المثال ، تقرير معلومات معياري عن شركة في دائرة أعمال من Dun & Bradstreet ، يحتوى على تاريخ السداد في تعاملات الشركة ، أوضاعها المالية ، تاريخ أعمالها ، خبرة الإدارة ، وتفاصيل عن خطوط أنشطتها ، الشركة الأم والوحدات التابعة ، وأيضاً السجلات العامة ، وهكذا . تغطي قاعدة بيانات Dun & Bradstreet العالمية 48 مليون شركة في دوائر الأعمال ، من بينها 10 مليون في U.S. . اليوم ، الكثير من تدفق المعلومات إلى مكاتب الائتمان يتم إلكترونياً ، وتقاريرها متاحة online عبر الإنترنت .

إذا كانت مثل هذه المعلومات الائتمانية متاحة بسهولة بتكاليف منخفضة ، فسوف تكون المؤسسات المالية أكثر استعداداً لترتيب القروض ، وسوف تتعرض للقليل من حالات التوقف عن الدفع . هذا مهم بصفة خاصة بالنسبة للقروض الصغيرة ، حيث تكاليف المعلومات من المحتمل أن تكون أكثر ارتفاعاً من الإيرادات الناتجة عن ترتيب القرض . ذلك ، في البلدان ذات مكاتب الائتمان المستقرة ، سوف تجد الثقة الائتمانية لصغار المقرضين أنه من السهل أن تحصل على القروض التي تريدها .

يوجد نوع إضافي مهم في مشاركة المعلومات تتعلق بالضمان . المقرضون الذين يرتبون لقروض بضمان ، يحتاجون إلى معرفة أن الضمان لم يقدم بالفعل لتأمين قرض من مقرض آخر . حيث أن كل بلد لديها سجلات عامة للعقارات الضامنة للقروض ، فإن بعض البلدان أيضاً لديها سجلات للأنواع الأخرى من الضمان .

عقد الدين . ترتيب القرض يتطلب كتابة عقد الدين بين المقرض والمقرض ، والذي يطلق عليه in denture . يوفر عقد الدين (القرض) للمقرض عدداً من الطرق التي تحد من الخسائر المحتملة ، والتحكم في المخاطر .

شروط عقد القرض . ينشئ عقد القرض بداية ؛ أولوية القرض على الديون المحتملة الأخرى . في حالة التوقف عن الدفع والتصفية ، تحدد الأولوية النظام الذي تسدد على أساسه القروض . الديون الأقدم تسدد أولاً ، حينئذ ، فقط إذا تبقى شيء تسدد القروض الأحدث . الدين التابع أو ذو المرتبة الأدنى ، إنه الذي يسدد فقط بعد تسديد كل الديون الأخرى . قد يحدد العقد تأميناً للقرض في شكل ضمانات (سوف نتناول هذا بالتفصيل حالاً) .

يحدد العقد تاريخ استحقاق القرض وتوقيت التسديدات . يمكن أن يستخدم المقرض تاريخ الاستحقاق كطريقة للسيطرة على المخاطر . بدلاً من منح قرض طويل الأجل ، يمكن أن يرتب المقرض قرصاً على أساس الأجل القصير ، على أن يجدد القرض مرة أو مرات لاحقه . يمكن أن يحقق المقرض طويل الأجل نفس التأثير على أن يكتب في العقد حق الخيار للمقرض في استرداد القرض ، إما حسبما يرى المقرض ، أو عند حدوث ظروف معينة - تقييم متدني في رتبة المقرض أو هبوط في حقوق ملكية المقرض إلى حد قيمة القرض أو أقل على سبيل المثال .

خيار استرداد المبلغ شرط يكتب في العقد . من بين الشروط الأخرى الشائعة في مثل هذه العقود تلك التي تقيد حق المقرض في إصدار ديون إضافية أو دفع كوبونات للمساهمين . لأن مثل هذه الشروط تنال من حرية تصرف المقرض ، فإنها من المحتمل أن تكون محطمة للمقرض . بينما تكون بغرض منع الإجراءات التي سوف تكون ضارة للمقرض ، فإنها تمنع

أيضاً الإجراءات التي تكون مفيدة للمقترض ، وغير ضارة وربما مفيدة للمقترض . على سبيل المثال ، قد يكون المقترض في وضع أفضل لكي يسدد دينه ، إذا كان قادراً على إصدار دين إضافي لتمويل مشروع استثماري جديد مربح : قد يمنع أحد شروط العقد هذا . لذلك ، يجب أن يكون المقترض مرناً في إدارة هذه الشروط . قد تكون الشروط التي تضاف إلى العقد أكثر تحطيماً للمقترض ذي الإمكانيات العالية للنمو . ومن ثم ، يفضل عادة المقرضون لمثل هؤلاء المقترضين أن تكون لهم حصة في حقوق الملكية في المشروع .

الإخلال بشروط عقد القرض ، إما عن طريق الفشل في إجراء التسديدات اللازمة للفائدة أو أصل القرض أو الإخلال بأحد الشروط المضافة، والتي تشكل التوقف عن السداد .

يتطلب التوقف عن السداد إصلاح الوضع عن طريق اللجوء إلى القانون . قد يضمن هذا حبس الضمان أو الأصول الأخرى أو تحريك الضامنين . قد ينتهي الموقف بالتوقف عن السداد إلى اتخاذ الإجراءات الرسمية بإعلان الإفلاس .

الإفلاس . الغرض من إعلان الإفلاس الوصول إلى حل منظم للتوقف عن السداد يحمي مصالح كل الأطراف المشتركة . يوجد نوعان من صراع المصالح . الأول بين الدائنين المختلفين وبين فئات الدائنين : كل منهم يريد أن يأخذ أمواله ، ولكن قد لا تكون هناك أموال تكفي الجميع . الصراع الثاني يكون بين الدائنين ، وأصحاب المصلحة الآخرين في مشروع المدين - حملة الأسهم العادية ، المديرون ، العاملون ، والشركات التي لها تعاملات مع المشروع .

قد يكون لدى الدائنين والأطراف المهتمة الأخرى مصالح مختلفة في الاختيار بين تصفية المشروع أو إعادة جدولة ديونه . في حالة التصفية ، تباع أصول المدين لتلبية مطالب الدائنين ، وهذا يعني إنهاء وجود المشروع واستمراره في دائرة العمل . قد يفضل الدائنون التصفية ، لأن هذا يقلل من خسائرهم . ومع ذلك ، قد تحطم التصفية الكثير جداً من قيمة الأصول المباعة . هذا لا يهم الدائنون كثيراً ، ولكن لهذا اهتمام كبير للأطراف الأخرى التي سوف تتحمل الخسارة .

تختلف قوانين الإفلاس في البلدان المختلفة في درجة تفضيلها الدائنين على الأطراف الأخرى ، صاحبة المصلحة في المشروع . في كل من بريطانيا ، ألمانيا ، واليابان تميل القوانين تجاه الدائنين . في فرنسا والولايات المتحدة الأمريكية يعطي القانون حماية أكبر لحقوق غير الدائنين . في U.S. يهدف القانون إلى أن يكون منصفاً ، ولكن في الممارسة يتجه نحو محاباة مصالح حملة الأسهم العادية . تحت الفصل (11) في قانون الإفلاس ، قد يسعى المدينون إلى حمايتهم من دائنيهم لمدة فترة زمنية معينة ، يتم خلالها تقديم خطة إعادة تنظيم تقوم الإدارة بوضعها . لكي تكون حقيقية ، يجب أن تحظى الخطة بموافقة كل من الدائنين وحملة الأسهم العادية . لأنه ليس لدى حملة الأسهم ما يخسرونه من التأخير ، فإن الإجراءات قد تأخذ سنوات ، مما يضاعف خسائر الدائنين . عندما تفشل خطة إعادة التنظيم ، وهو ما يحدث في النهاية في معظم الحالات ، فإن المشروع يتم تصفيته تحت الفصل السابع من قانون الإفلاس .

الشكل الأفضل لقانون الإفلاس موضوع مثير للجدل . بالطبع يوجد أخذ وعطاء . القانون الأكثر تساهلاً يقلل من الضرر غير الضروري للشركة التي في مأزق ، وحملة الأسهم ، وللعاملين . ومع ذلك ، مثل هذا القانون ،

يضعف الحوافز للوفاء بديون القروض لدي عدد كبير من المدينين الذين لا يكونون في مأزق . لذلك يترك المقرضين مترددين أكثر في ترتيب القروض. على الجانب الآخر ، القانون القاسي الذي يحدث أضراراً كثيفة للشركات التي تتوقف عن السداد ، قد يوفر حوافز قوية للوفاء بالديون ، ومن ثم ، يزيد في توريد الإقراض .

الأمن

أحد الأوجه المهمة في كثير من عقود القرض - ذلك الذي يمكن أن يقلل من الخسائر في حالة التوقف عن الدفع ، ويساعد المقرض في السيطرة على المخاطر - إنه أمن القرض . قد يأخذ أمن القرض أحد شكلين ، إما تخصيص أصل كأمين للقرض أو ضمان طرف ثالث .

تخصيص أصل كأمين للقرض . إنه أصل محدد ، الذي قد يحتجزه المقرض في حالة التوقف عن الدفع ، ويبيع لتسديد القرض* . يمكن لهذا الترتيب أن يخفف أو حتى يلغي أية خسارة تلحق بالمقرض في حالة التوقف عن السداد. هذه هي وظيفة الأصل المخصص في حالة الإقراض للمستهلكين - تمويل الإسكان بقروض رهونات ، أو قروض شراء السيارات المؤمنة . هذه أيضاً مهمته في حالة الإقراض مقابل الأوراق المالية - اتفاقيات إعادة الشراء للورقة المالية أو هامش للمستثمرين . في هذه الحالات ، لا يحمي أمن القرض المقرض فقط من الخسائر ، ولكنه يخفف أيضاً أو يلغي الحاجة إلى تقييم المركز الائتماني العام للمقرض . اعتماداً على التكاليف المرتبطة باستخدام الأصل كأمين للقرض ، فإن هذا قد يخفف التكاليف الشاملة إلى حد كبير لترتيب القرض .

* قد يتم هذا من خلال إجراء قانون منفصل لحبس الرهن أو في إطار إشهار الإفلاس .

دور تخصيص أصل محدد كأمن شيء الإقراض التجاري . مع ذلك ، مهمة تخصيص أصل محدد كأمن في الإقراض التجاري مسألة إلى حد ما مختلفة . غرضه الأساسي ليس بالضبط تعويض المقرض في حالة التوقف عن السداد بقدر ما هو تزويد المقرض بطريقة للسيطرة على سلوك المقرض ، وبالتالي تخفيض احتمال حدوث التوقف عن الدفع .

غالباً ، الأصل الذي يخصص كضمان يكون حيويًا بالنسبة للمشروع ، ومع ذلك ، يعتبر بالنسبة للمقرض ذا قيمة قليلة أو بدون قيمة عند إعادة بيعه - على سبيل المثال ، برنامج كمبيوتر خاص بالمشروع . دور الضمان في مثل هذه الحالة أن يكون مجرد رهينة أو " سند أداء " . يمثل التهديد بفقد الأصل الضامن حافز قوي للمقرض لكي يفي بسداد القرض . في نفس الوقت ، لدي المقرض التأكيد حول معرفة أن المقرض سوف لا يكسب شيئاً بالحبس غير المبرر للأصل .

ربما الطريقة الأكثر أهمية التي يخفف بها الرهن الضمان مخاطر التوقف عن السداد تتمثل في منع المقرض من الحصول على قروض إضافية ، ومن ثم زيادة القوة الرافعة المالية . عندما يصبح الأصل مرهوناً كضمان لأحد القروض ، فإنه لا يمكن استخدامه لتأمين قرض آخر .

من وجهة نظر المقرض ، السيطرة التي يعطيها الأصل المرهون للقرض تمثل أذى وإزعاجاً لأن هذا معناه تقييد حرية المقرض في السعي لاقتناص فرص ربحية جديدة . يضاف إلى هذا ، القرض المدعم برهن مادي (أصل) يتطلب تكاليف عمليات كبيرة ، والتي يجب أن يتحملها بالطبع المقرض . لذلك ، لماذا يقدم المقرضون ضماناً مادياً ؟ لأن الضمان المادي يخفف مخاطر المقرض ، القروض متاحة بسهولة ، الأسعار منخفضة ، الاستحقاقات طويلة الأجل . بالطبع ، يعتمد امتداد مظلة هذه الفوائد المحتملة

على مدى خطورة المقرض في المقام الأول . بالنسبة للمقرضين ذوي المخاطر المنخفضة . هذه المزايا المحتملة قابلة للتجاهل ، ومن النادر أن يقترضوا مقابل ضمانات مادية . الاقتراض بضمانات مادية ، مقصوراً بدرجة كبيرة على المقرضين ذوي المخاطر العالية . بالنسبة لهؤلاء تزيد المزايا على التكاليف .

التأجير . التباين المهم حول استخدام الضمان المادي يتمثل في " التأجير " . مع التأجير ، بدلاً من إقراض الشركة الأموال لشراء معدة معينة ، تشتري مؤسسة الإقراض المعدة ذاتها ، وإقراض " المعدة " إلى الشركة . يستخدم التأجير لتمويل استثمارات في أجهزة الكمبيوتر ، الطائرات التجارية ، معدات البناء أدوات الآلات والأجهزة الطبية بالنسبة للمقرضين ، للتأجير بعض المزايا القانونية ، على القروض المدعومة بضمانات مادية . قد يكون من السهل على المقرض إعادة تبني الأصل ، وفي حالة الإفلاس) ، تكون حقوق المؤجر أقوى من تلك الخاصة بالمقرض المؤمن (وخاصة تحت الفصل 11 من قانون الإفلاس ، التأجير له جاذبية خاصة مقارنة بالإقراض المضمون بأصول مرهونة وذلك ، بالنسبة للشركات المحتملة نسبياً بأن تتوقف عن السداد . قد يوفر التأجير أيضاً بعض المزايا الضريبية .

ضمان الطرف الثالث . رهن الأصل المادي كضمان أحد أشكال الأمن ، الضامن الآخر يتمثل في " ضمان الطرف الثالث " الذي يتمتع بمركز ائتماني أفضل من المقرض . على سبيل المثال ، يوجد ضمان الحكومة للقروض ذات الرهونات العقارية ، وقروض الطلبة ؛ الشركات التي تضمن ديون شركاتها التابعة ، والملحقة ؛ شركات التأمين التي تضمن ديون البلديات المقرضة ، والبنوك التي تضمن الأوراق التجارية .

يثير استخدام ضمان الطرف الثالث سؤالاً اقتصادياً لافتاً . حيث يعرض الضامن نفسه للمخاطر ، يفترض أن هذا تقييم للمقترض من حيث الثقة الائتمانية ، ومراقبة لسلوكه للسيطرة على المخاطر وتأكيد الوفاء بالالتزامات . لماذا يكون هذا ميزة يقوم بها الضامن كطرف ثالث وليس المقرض ؟ السبب أن الضامن يمكنه تأدية هذه المهمة بتكلفة منخفضة . إذا كان كذلك ، لماذا لا يترتب الضامن الإقراض ؟ يستطيع الضامن أن يقرض من أمواله أو يستطيع أن يقترض من المقرض ، ويعيد الإقراض إلى المقرض . العلاقة الثلاثية الأبعاد بين الشركات الثلاث : المقترض ، المقرض ، والضامنة علاقة أكثر تعقيداً وتتضمن تكاليف عمليات مرتفعة . ما المزايا التعويضية لكل منها ؟

إحدى الإجابات ، توفر الترتيبات ثلاثية الأبعاد الأمن بالنسبة للمقرض ، حيث يكون المقرض والضامن مسئولان تضامنياً . هذا مهم بصفة خاصة إذا كان هناك احتمال أن تفشل الشركة الضامنة ذاتها - على سبيل المثال ، عندما تضمن شركة ما دين شركة تابعة ، أو يضمن فرد دين فرد آخر .

السبب الآخر ، أنه توجد ظروف يكون الضامن فيها على استعداد أن يتحمل التعرض للمخاطر ، ولكنه لا يفضل ظهور الدين في كشف ميزانيته . على سبيل المثال ، بالنسبة للحكومات قد توجد ميزة سياسية لمساعدة الجماهير الموالية " بعيداً عن الميزانية " بتقديم الضمانات التي تعتبر أقل مشاهدة من القروض الفعلية . والاعتبارات اللائحة ، المحاسبية ، والضريبية قد تجعل من المفيد للمؤسسات المالية ، مثل البنوك وشركات التأمين أن يقدم الضمانات ، بدلاً من الإقراض مباشرة .

قد يفكر المرء في الضمان على أنه يفصل ما بين مخاطر الائتمان والتمويل . فريق يتحمل مخاطر الائتمان ؛ والفريق الآخر يوفر الأموال للقرض . يكافأ كل فريق مقابل إسهاماته . الفصل في حد ذاته جدير بالاهتمام . لأن لكل فريق ميزة في أداء إحدى المهمتين ، ولذلك يمكنه القيام بهذا بصورة أرخص . لذلك يخفض الفصل بين المهمتين إجمالي تكاليف القرض بالنسبة للمقرض .

الهندسة المالية

يمكن تعميم فكرة الفصل بين مخاطر الائتمان وتمويل والبناء عليها بطرق عديدة . في السنوات الأخيرة قد نما " علم كامل " حول هذه الفكرة - علم الهندسة المالية . يستخدم الممارسون له أساليب رياضية وقانونية معقدة لتصميم طرق جديدة في إعادة تشكل وتجارة المخاطر . إحدى فئات الطرق المستخدمة بواسطة الهندسة المالية تتضمن فصل المخاطر من التمويل ، كما في حالة فئات الضمان ، ولكنها تجسد الخطر في الأداة التي يمكن تداولها تجارياً . توجد هناك تشكيلة كاملة في الأوراق المالية المشتقة التي يمكن أن تفعل هذا ، وسوف نتناولها تفصيلاً في الفصل السادس . تسمح المشتقات الائتمانية بالتجارة في مخاطر الائتمان ؛ تسمح مشتقات أسعار الفائدة وأسعار الصرف بالتجارة في مخاطر السوق . يمكن أن ننظر إلى التأمين أيضاً على أنه شكل من أشكال التجارة في المخاطر . إنه يسمح بمخاطر معينة قابلة للتأمين أن تفصل وتحمل بعيداً عن مخاطر الإقراض . على سبيل المثال ، المقرض في مقابل الضمان المادي ، عادة يطلب من المقرض تأمين الضمان ضد الخسائر العارضة (الحريق ، الكوارث ، السرقة ، إلخ) ، بدلاً من تحمل هذه المخاطر كجزء من القرض .

تتضمن الفئة الثانية من الطرق تجزئة تدفق النقدية من أصل ما (قرض أو تجميع تراكمي للقروض) لخلق أدوات جديدة مع خصائص مخاطر مختلفة. بدلاً من فصل المخاطر من التمويل تنشأ فئات تمويل مختلفة، لكل منها خصائص مختلفة. الشرائح ومشتقات قروض الرهونات التي رأيناها في الفصل الثالث أمثلة لهذا الابتكار. جزئياً، يجسد الدين، والأوراق المالية لحقوق الملكية، نفس الفكرة: الدين له أولوية على دخل المشروع، ويعتبر آمناً نسبياً، الأسهم تعطي للمساهم حق مقيم وأكثر خطورة. بالمثل، الدين الأقدم والأحدث.

المصلحة في حق الملكية (الأسهم العادية)

يمارس الموردون لتمويل الدين، والموردون لتمويل حقوق الملكية (المساهمون) درجات مختلفة جداً من الرقابة على المستفيد. التسديدات الموعود بها طبقاً لعقد الدين محددة جداً. ليس لدي الدائنين طريقة للسيطرة على سلوك المقترض، في حالة التزامه بالتسديدات والشروط الأخرى الواردة في عقد الدين. في المقابل التسديدات الموعود بها لموردي التمويل كمساهمين - المشاركة في أرباح المستقبل - غير مؤكدة بالمرّة، وحاملي الأسهم يحصلون على إجراء في الرقابة المباشرة على المشروع لضمان أنهم يتسلمون مستحقاتهم.

تفادي تكاليف الإفلاس. مع ذلك، فيما يتعلق بالإفلاس، المدينون أو من يمثلهم يمارسون رقابة مباشرة على المشروع، ويصبحون، واقعياً هم ملاكته إلى أن يتم تسديد ديونه. كما قد رأينا، عملية الإفلاس مكلفة وحافلة بالمشكلات. يمكن أن تكون أقل تبديداً، لتفادي تكلفة الإفلاس، ولبناء نقل الرقابة إلى حاملي الدين في العقد. يؤدي هذا من خلال أداة تعرف بأنها أسهم

ممتازة . كما هو الحال مع الدين ، وعلى خلاف الأسهم العادية ، فإن الأسهم الممتازة تعد بتسديدات محددة تشبه كثيراً الفائدة على القرض . في حالة استمرارية هذه التسديدات ، لا يكون لحاملي الأسهم الممتازة رقابة مباشرة على المشروع (وخاصة أنه ليس لهم حق التصويت) . ومع ذلك ، إذا فشل المقرض في التسديد ، يصبح من حق حملة الأسهم الممتازة الرقابة (وبالتالي يحصلون على حقوق التصويت كاملة) ، ولا يسمح بدفع كوبونات لحملة الأسهم العادية ما لم تسدد متأخرات حملة الأسهم الممتازة . عندما يحدث هذا ، تعود الأمور إلى ما كانت عليه قبل حالة عدم دفع مستحقات الأسهم الممتازة . عملياً ، هذه طريقة للدخول والخروج من الإفلاس آلياً بتكلفة مخفضة .

حصة في حقوق الملكية كطريقة لحماية القروض . إحدى طرق حملة الدين لحماية مصالحهم أن يحصلوا على حصة في حقوق الملكية في المشروع المقرض . بصفتهم من حملة الأسهم العادية ، لهم حق الرقابة المباشرة على المشروع التي تمكنهم من منع المقرض من التصرف ضد مصالحهم كمقرضين . البنوك في U.S. تقيدها اللوائح في الحصول على حصة في حقوق الملكية في الشركات التي يقرضونها . ومع ذلك ، البنوك في بلدان أخرى والمؤسسات المالية الأخرى في U.S. لا تخضع لمثل هذه القيود .

حقوق الملكية لتوفير الاتجاه السعودي . على خلاف الدين ، لحقوق الملكية اتجاه سعودي . عندما يكون أداء المشروع جيداً ، سوف تزيد قيمة حقوق الملكية ، وهذه الإمكانية تساعد على توازن الاتجاه الهابط للمشروع في حالة الأداء الضعيف . ومن ثم ، يمكن أن يصبح الدين أكثر جاذبية بإعطائه بعض مزايا الاتجاه الصاعد المرتبطة بحقوق الملكية . يعتبر هذا جذاباً بصفة

خاصة مع المقترضين الذين يحققون نمواً سريعاً والذين لا تلائمهم الطرق الأخرى في مراقبة المخاطر مثل الشروط المقيدة في عقود الدين .

إحدى طرق تضمين عنصر حق الملكية تتمثل في الدين القابل للتمويل. إنه دين (أو سهم ممتاز يمكن تحويله إلى سهم عادي ؛ حق ملكية) بسعر متفق عليه ، وبناء على رغبة المقرض . إذا كان أداء المقترض ضعيفاً ، سوف يختار المقرض عدم التحويل ، حيث للدين حق الأولوية على أصول المقترض . ومع ذلك ، إذا كان أداء المقترض جيداً ، وترتفع قيمة حقوق ملكيته ، فإن المقرض يستطيع تحويل الدين إلى أسهم عادية ، ويشارك في الأرباح .

البديل لذلك ، قد يصدر الدين أو السهم الممتاز مع إرفاق " ضمانات " تعطي للحامل الحق في شراء أسهم جديدة بأسعار متفق عليها مسبقاً . قد يحتفظ المقرض بالضمانات أو يبيعها إلى آخرين . هذه الضمانات المرفقة شكل من أشكال " الخيارات " .

الإقراض ذو العلاقة مقابل الإقراض بدون علاقة

Relationship Lending Vs Arm's – Length Lending

في التفكير حول التمويل ، من المفيد تقسيمه إلى فئتين . فسي " تمويل العلاقة " ، الذي يوفر التمويل ينخرط مع المستفيد في علاقة مستمرة ووثيقة للمراقبة ، لضمان عائد عادل . في المقابل ، في حالة " التمويل بدون علاقة " إنه يوصف بأنه " مول وأنس " : بينما هناك مسح كامل يجري قبل التمويل ، فإن الرقابة المباشرة قليلة أو غير موجودة بعد ذلك . تركيزنا هنا على

الإقراض ، ولكن هذا التمييز يمكن إجراؤه على تمويل حقوق الملكية (الأسهم العادية)

عموماً ، يقابل التمويل بدون علاقة الإصدار العام - إقراض مباشر من خلال أسواق مالية . يقابل تمويل العلاقة قروض القطاع الخاص - تمويل غير مباشر خلال المؤسسات المالية الوسيطة . ومع ذلك ، سوف ترى بعض الاستثناءات . على سبيل المثال ، يتضمن السوق العام للسندات عالية الإيراد (junk bonds) عنصراً مهماً في العلاقة ؛ والمؤسسات المالية الوسيطة مثل صناديق الأموال التبادلية وصناديق المعاشات تعتبر أساساً من المقرضين بدون علاقة .

طبيعة الإقراض بدون علاقة

يتجه الإقراض المباشر خلال الأسواق المالية إلى أن يكون إقراضاً " بدون علاقة " بسبب طبيعة المقرض النمطي - تاريخياً ، مستثمر صغير أو مستثمر أجنبي . لا يجد صغار المستثمرين أن الأمر يستحق الكثير من الجهود للاستقصاء والمراقبة : لأن المبلغ المعرض للمخاطر لكل منهم صغير ، والفوائد لا تغطي التكاليف . الأكثر من هذا ، لأن حصة المستثمر الصغير في إجمالي القرض صغيرة ، فإن معظم فوائد مثل هذا المجهود سوف تذهب إلى آخرين . من المحتمل أن المستثمرين الأجانب لا يقومون باستقصاءات أو مراقبة مباشرة لأن التكاليف بالنسبة لهم سوف تكون عالية . من الصعب عليهم الحصول على المعلومات وتفسيرها ، ومن الصعب عليهم ممارسة الرقابة على المقرض عن بعد .

الاعتماد على الاستقصاءات والمراقبة بواسطة طرف مهم . مع ذلك ، إذا كان على المقرضين أن يحصلوا على عائد عادل ، فإنه يجب أن يقوم شخص ما

بالاستقصاءات والمراقبة . توجد ترتيبات متاحة عديدة . أحدها أن يجري الاستقصاءات والمراقبة طرف ذو مصلحة كافية لبذل الجهود المطلوبة . كما رأينا في الفصل الأول ، لدي ضامني الاككتاب مصلحة قانونية وشهرة باستقصاء ومسح الإصدارات التي يرُوجون لها . في بعض الحالات ، سوف يوجد مقرض كبير ، بالإضافة إلى الكثير من المقرضين الصغار ، الذين قد يجدون أنه من الأفضل القيام بالمراقبة . على سبيل المثال ، يوجد دليل على أن المصدر لدين عام ، سوف يكون قادراً على الاقتراض بأسعار أرخص ، إذا كان يتمتع في نفس الوقت بعلاقة اقتراض طويلة الأجل مع أحد البنوك . أن الشركات المشترية للدين العام تعتمد على البنك في إجراء الاستقصاءات ، أو على الأقل يرون العلاقة المتواصلة كدليل على قوة المركز الائتماني لهذه الجهة أو تلك .

الاعتماد على الحكومة . تأتي الحماية المحتملة الأخرى لمصالح المقرضين بدون علاقة من الحكومة . من خلال اللوائح التنظيمية ، ومن خلال النظام القانوني . الإصدار العام في U.S. ، على سبيل المثال ، تنظمه SEC . كما قد رأينا ، تنظيمات SEC اللانحوية تتطلب من الشركات أو الجهات المصدرة للدين العام أن تكشف كل المعلومات المرتبطة سواء قبل أو أثناء حياة الإصدار .

بالطبع ، تتطلب حماية الحكومة الفعالة للمستثمرين ، قوانين ولوائح جيدة ، ومشرعين ذوي كفاءة ومحاكم فعالة . هذه العناصر ليست متاحة بصورة متساوية في كل البلدان . الحماية القانونية مهمة بصفة عامة للأسهم العادية العامة ، ولدينا الكثير لنقوله عنها في الفصل الخامس والفصل العاشر .

صعوبة الرقابة على المخاطر . لطبيعية آليات الاستقصاء والمراقبة للدين الذي يوصف بأنه بدون علاقة مضامين بالنسبة لملاءمة الطرق المختلفة للرقابة على المخاطر التي ناقشناها . بالنسبة للدين المصدر على الجمهور عامة ، عقود الدين نادرة : مع عدم وجود شخص مسئول ، من المستحيل ضمان المرونة الكافية . أيضاً الضمان المادي غير طبيعي . إذا كان من السهل بيع الضمان المادي (على سبيل المثال ، الأوراق المالية) فإنه يمكن أن يغطي الخسائر في حالة التوقف عن السداد ، ولكن لا يمكن استخدامه كوسيلة للرقابة على سلوك المقترض . إذا كان لا بد أن تحدث مشكلات مع الدين بدون علاقة ، فإنه من الصعب إظهار الكثير من المرونة في حلها . لأنه مع الكثير من الأطراف المشاركة ، فإن إعادة التفاوض حول شروط عقد الدين تكون في منتهى الصعوبة .

في النهاية ، الطرق المتاحة للرقابة على الدين بدون علاقة محدودة . وبالتالي هذا النوع من الإقراض لا يتفق مع المقترضين ذوي المخاطر العالية . مع المقترضين ذوي المخاطر القليلة ، فإن عدم القدرة على مراقبة المخاطر أقل أهمية .

المقترضون ذوو المخاطر العالية غير الملائمين ، يمكن تحويل دينهم إلى أن يكون ملائماً وذلك بالتخلص من المخاطر . كما أن وجود طرف ثالث ضامن ، إحدى طرق هذا التخلص من المخاطر ، الهندسة التمويلية طريقة أخرى . إن الدين الخطر يمكن جعله جذاباً ، حتى مع غياب رقابة جيدة على المخاطر بتوفير تعويض صاعد خلال إمكانية التحويل أو الخيارات الضامنة .

طبيعة الإقراض ذو العلاقة

مع الإقراض بدون علاقة ، عادة يوجد عدد كبير من المقرضين ، لكل منهم نسبة صغيرة في القرض . مع الإقراض ذي العلاقة ، يوجد مقرض واحد فقط أو على الأكثر عدد قليل . المقرض عادة مؤسسة مالية وسيطة متخصصة في الإقراض ، وفي أساليب الرقابة على المخاطر . يعني هذا البنوك ، بالطبع ، ولكن أيضاً شركات التمويل ، وكما سوف نرى شركات التأمين .

مزايا الإقراض ذي العلاقة . التغير في عدد المقرضين ، وفي طبيعتهم يغير الصورة بالكامل . في الإقراض ذي العلاقة ، لا يوجد من يركب موجة المشكلات مجاناً ، يتمتع المقرض الآن بكل المزايا من أي مجهود يبذله للرقابة على المخاطر . أيضاً ، لأن سلطة الجهة المقترضة تستند إلى مقرض واحد أو عدد قليل ، بدلاً من عدد كبير ، فإنه من السهل اتخاذ قرارات . لذلك ، من السهل نسبياً إظهار المرونة المطلوبة في استخدام الضمانات المادية ، أو اتفاقيات العقود لرقابة سلوك المقرض أو للتفاوض مع المقرض الذي يمر بأزمة . ومن ثم ، فإن الضمانات المادية واتفاقيات العقود أكثر شيوعاً . ما يقرب من 70 في المائة من القروض المصرفية ، وأكثر من 90 في المائة من قروض شركات التمويل مؤمنة بضمانات مادية . يتضمن معظمها شروط مقيدة لحرية تصرف المقرض . الضامنون كطرف ثالث ، على الجانب الآخر أقل شيوعاً إلى حد كبير . حيث يحمل المقرض أسهما في شركة المقرض ، فإنها أساساً من أجل الرقابة قبل أن تكون اقتناص فرصة الصعود إلى أعلى .

الميزة الأخرى في حالة وجود مقرض واحد أو عدد قليل أن المقرض يكون أكثر استعداداً للتحدث عن معلومات حساسة ، لأن تلك

المعلومات سوف تبقى سرية . رأس المال المعلوماتي الذي يجمعه المقرض ذو المعلومات بمضى الوقت ، يجعل من الصعب على المقرض التحول من مقرض إلى آخر حيث التكلفة العالية . هذا التعلق مهم ، لأن الإقراض ذي العلاقة يتطلب أحياناً من المقرض أن يتخذ تضحية قصيرة الأجل من أجل مزايا طويلة الأجل - يعطي تسهيلات عندما يكون المقرض يمر بأزمة مالية طارئة ، في مقابل فوائد أكبر فيما بعد . إذا تحول المقرض فيما بعد إلى مقرض آخر ، سوف لا تكون مثل هذه التضحية صادفت أهلها . السهولة أقل أهمية بالنسبة للمقرض ذي العلاقة . الأكثر من هذا ، وعلى وجه الدقة ، لأن قروض العلاقة ، تتضمن علاقة بالفعل ، فإنه من الصعب تحول المقرض إلى مقرض آخر .

لماذا ليس كل القروض ، قروض علاقة . حيث أن إقراض العلاقة يوفر للمقرضين حماية أفضل ، لماذا ليس كل الإقراض إقراض علاقة ؟ أحد الأسباب إمكانية أن يكون الشيء متاحاً وميسراً . المؤسسات المالية الوسيطة، بصفتها المقرضين ذوي العلاقة الأساسيين ، فإنها مقيدة بنوع القرض الذي يمكنها ترتيبه طبقاً لطبيعة خصومها . بصفة خاصة ، لدي شركات التأمين خصوم طويلة الأجل ، ومن ثم ، فإنها على استعداد للانخراط في الإقراض طويل الأجل . الأكثر من هذا ، كما سوف نرى في الفصل السادس ، وفي الفصل الثامن ، جعلت الهندسة المالية من الممكن الفصل بين مخاطر سعر الفائدة ، ومخاطر الائتمان ، بما يسمح للبنوك بزيادة فترة الاستحقاق على قروضها .

العامل الذي يحد من إقراض العلاقة يتمثل في القدرة على الاستيعاب. يستطيع المقرض أن يجمع مبالغ كبيرة جداً بسهولة نسبياً من خلال الإصدار العام ، لأن كل مستثمر يحتاج إلى أن يأخذ جزءاً صغيراً من

إجمالي القرض . في المقابل ، المؤسسة المالية الوسيطة سوف لا تكون على استعداد بمفردها أن تضطلع بمثل هذه القروض الكبيرة . يوجد حل . تستطيع المؤسسة المقرضة الوسيطة تجزئته القرض إلى أجزاء صغيرة ، وأن تبيع تلك الأجزاء إلى مؤسسات مالية وسيطة أخرى - تعرف تلك العملية بأنها توحيد القرض . ومع ذلك ، من الصعب تحقيق نفس الدرجة من العلاقة في هذه الظروف . على سبيل المثال ، القروض الموحدة لا يرهقها كثيراً الشروط الإضافية في عقود القروض ، لأنه من الصعب جداً ضمان المرونة اللازمة .

ومع ذلك ، العامل الرئيسي الذي يحد من إقراض العلاقة يتمثل في التكاليف . الجهود التي يبذلها المقرض ذو العلاقة في مراقبة المقرض والتحكم في المخاطر جهود مكلفة . يجب أن يتحمل المقرض تلك التكاليف . بالنسبة للمقرضين ذوي المخاطر العالية ، هذه التكاليف تستحق الاهتمام ، لأنها تخفض تكاليف الإقراض الإجمالية ، وتزيد من إمكانية جعل القروض متاحة وميسرة . بالنسبة للمقرضين ذوي المخاطر المنخفضة ، التكاليف لا تمثل أي قلق . إنهم يستطيعون الاقتراض من المقرضين بدون علاقة ، وينجزون هذا على نحو أكثر رخصاً . بالطبع ، أي شيء يرفع تكاليف الإقراض ذي العلاقة - على سبيل المثال ، اللوائح المنظمة للمؤسسات الوسيطة - سوف يأخذ المؤشر بعيداً عن الإقراض ذي العلاقة ، وفي اتجاه سوق الإصدار العام (تعرف هنا العملية ، بأنها التخلص من المؤسسات الوسيطة) .

الآن ، بعد أن فهمنا الطرق المختلفة للسيطرة على المخاطر ، جاء الوقت للقيام بجولة في سوق السندات التي تصدرها البلديات municipal

bonds - إنها أسواق الدين ، ولنرى كيف تطبق هذه الطرق عملياً في مثل هذه الأسواق .

سوق السندات *The Bond Market*

نبدأ جولتنا مع سوق الدين طويل الأجل - سوق السندات . سوق نتناول بالدور سوق سندات البلديات ، سوق سندات الشركات ، السوق الدولي للسندات ، والسوق الخاص placement ، سوق المخاطر العالية أو السندات ذات الإيراد العالي . لقد درسنا بالفعل ، في الفصل الثاني سوق السندات الحكومية .

سندات البلديات (*munis*)

سندات البلديات تصدرها حكومات المناطق أو الحكومات المحلية - مستويات تحت المستوى القومي . تختلف *munis* اختلافاً جوهرياً عن دين الحكومة المركزية ، من حيث أنها ليست منحدره من المخاطر . بينما تستطيع الحكومات المركزية طبع الأموال التي تستخدمها في تسديد ديونها ، إذا أرادت ذلك ، لا تستطيع الحكومات المحلية (البلديات) أن تفعل هذا . ومن ثم ، فإنها قد تتوقف عن الدفع ، وهذا يحدث أحياناً .

الأهمية النسبية لأسواق *muni* في البلدان المختلفة . سوق *munis* كبيرة تماماً في U.S. ، صغيرة جداً في بريطانيا ، وفي مكان ما بين هذا وذلك في بلدان أخرى مثل اليابان وألمانيا . لماذا الاختلاف ؟ أحد الأسباب ، أن هناك طرقاً أخرى أمام الحكومات المحلية للاقتراض . في بريطانيا ، لأن البلديات تنفق إلى المصادقية الائتمانية لكي تقترض باسمها ، فإنها تقترض من

الحكومة المركزية . في ألمانيا ، تقترض المحليات بصفة عامة من البنوك ، التي تصدر سنداتها الخاصة بها لتمويل إقراضها .

السبب الآخر في أن munis كبيرة في U.S. ، أسلوبها الخاص في المعالجة الضريبية . الفوائد التي تدفعها معفاة من الضريبة الفيدرالية . في حالات كثيرة ، معفية أيضاً من ضرائب الولاية والضرائب المحلية . على سبيل المثال ، القاطنون في نيويورك الذين يحملون سندات بلدية نيويورك يتسلمون فوائدهم المعفاة من الضرائب الفيدرالية ، ولاية نيويورك ، ومدينة نيويورك (البلدية) : يمكن هذا الإعفاء الضريبي الولاية والحكومات المحلية من الاقتراض بأسعار منخفضة ، تشارك في المزايا الضريبية مع المستثمرين .

في عام 2000 ، حوالي 1.2 تريليون دولار سندات بلدية كانت غير مسددة في U.S. مع سندات جديدة خلال السنة بقيمة 200 مليون دولار .

أنواع Muni . يوجد نوعان من سندات البلدية . سندات الالتزام العام يتم تسديدها من الوعاء الخاضع للضريبة (الإيراد العام) ، ويدعمها فقط مصداقية الهيئة المصدرة - بقدرتها على تحصيل الضرائب . سندات الإيراد، تسدد من إيراد معين من مشروع خاص - على سبيل المثال ، من دخل إيرادات مطار البلدية . لأن الكثير من دساتير الولايات يقيد إصدار " سندات الالتزام العام " ، فإن معظم النمو السريع الحديث في السوق ، قد كان في صورة " سندات الإيراد " . التوقف عن السداد بالنسبة لسندات الالتزام العام كانت نسبياً نادرة . في القرن العشرين ، معظم التوقف عن السداد جاء من سندات الإيراد .

تأمين السندات . من الأوجه الخاصة بسوق munis تأمين السندات . عندما لا يحصل أحد الإصدارات على " درجة استثمار " ، تشتري الجهة

المصدرة تأميناً من شركة تأمين أو مجمع لشركات تأمين . في مقابل الأتعاب التي يدفعها المصدر ، تعد شركة التأمين بإعداد جداول زمنية لتسديدات الفائدة والمبلغ الأصلي حول الإصدار الخاضع للدراسة ، إذا توقف المصدر عن السداد . بينما كان تأمين السندات نادراً من حوالي 30 سنة مضت ، فإنه الآن حوالي 60 في المائة من الإصدارات الجديدة خاضعة للتأمين .

لماذا يتم التأمين على سندات البلدية ، ولا يتم هذا مع سندات الشركات ؟ ولماذا قد أصبح التأمين على الشركات أكثر شيوعاً اليوم ؟ تأتي الإجابات عن هذين السؤالين في الموقف الضريبي الخاص من سندات البلدية. لأن الدخل والإيرادات الرأسمالية تحصل عليها الضرائب بطرق مختلفة ، فإن التوقف عن السداد على سندات البلدية يعتبر عبئاً مكلفاً على المستثمرين بصفة خاصة . نتيجة لذلك ، يدعم التأمين قيمة سندات البلدية أكثر منه في حالة سندات الشركات .

تعتبر الموجة المتزايدة للجوء إلى التأمين من بين الأسباب التي أدت إلى الإصلاح الضريبي في عام 1986 ، الذي ألغى النسبة الضريبية المقررة على المؤسسات المالية الوسيطة ، وبالتالي أصبح الإقراض إلى مرافق البلدية مربحاً إلى حد كبير . منذ هذا التاريخ حدث تحول من اقتراض العلاقة إلى الاقتراض بدون علاقة : اليوم حوالي 75 في المائة من سندات البلدية من حملة القطاع المنزلي ، سواء مباشرة أو من خلال صناديق الأموال التبادلية. نتيجة لهذا التحول ، أصبح من المهم تخفيض مخاطر الإصدار والحصول على تقييم " درجة استثمار " . يقدم التأمين طريقة إلى هذا .

سندات الشركات

سندات الشركات تعتبر أوراق مالية دين طويل الأجل تصدرها الشركات المالية وغير المالية . الشركات المقترضة غير المالية تعتبر إصدار السندات إيرادات لتمويل الاستثمار ، الشركات الاستثمارية تستخدم الإيرادات لإقراضها إلى آخرين لتمويل الاستثمار .

الاختلافات في أسواق سندات الشركات عبر البلدان المختلفة . تاريخياً ، الحجم النسبي للسوق بالنسبة لسندات الشركات ، والتقسيم ما بين المصدرين الماليين وغير الماليين يختلف من بلد إلى آخر . في U.S. ، وفي البلدان المتحدثة بالإنجليزية الأخرى ، أسواق سندات الشركات قد كانت كبيرة ، وإصدارات الشركات غير المالية لها نصيب الأسد . في بلدان أخرى ، وخاصة في القارة الأوروبية ، قد كان سوق سندات الشركات صغيرة ، وقد كان نصيب الأسد للشركات المالية .

ترجع هذه الاختلافات أساساً إلى اختلافات تاريخية في الأعمال المصرفية ، وفي اللوائح التنظيمية . قد حصرت البنوك التجارية في البلدان المتحدثة بالإنجليزية نفسها تقليدياً في القروض قصيرة الأجل ، مما أجبر الشركات على الاعتماد على الأسواق المالية للتمويل طويل الأجل . في المقابل ، قد وفرت البنوك الشاملة في القارة الأوروبية التمويل طويل الأجل إلى عملائها ، وقد جمعت الأموال اللازمة عن طريق الاقتراض باسمها في سوق السندات . قد دعمت اللوائح التنظيمية هذا النمط ، والتي جعلت من الصعب جداً في بعض البلدان بالنسبة للشركات غير المالية أن تصدر سندات باسمها* . في بعض البلدان التي تظهر فيها اللوائح شيئاً من المرونة ، كما في اليابان ، قد نمت إصدارات الشركات غير المالية بسرعة كبيرة .

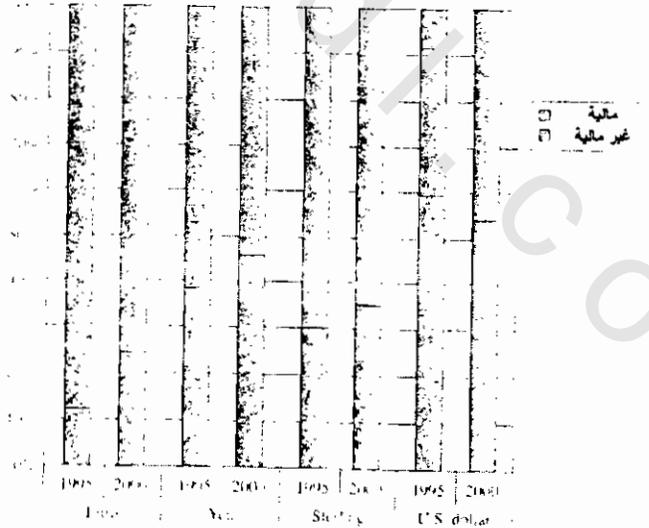
* بالطبع هذه اللوائح تقف إلى جانب البنوك

تظهر اللوحة 4 - 2 النمط في عام 1995 ، و 2000 . يمكنك أن ترى أنه على الرغم من أن سوق U.S. لا تزال تسيطر عليها الشركات غير المالية ، فإن حصة الشركات المالية في نمو . على الجانب الآخر في ألمانيا واليابان حصة الشركات المصدرة غير المالية في تزايد ، وتقترب في اليابان من 50 في المائة .

من هم المصدرون ؟ سندات الشركات التي تصدر إلى الجمهور تعتبر أوراق مالية بدون علاقة : تحتاج إلى أن تكون ذات مخاطر أقل ، وأدوات صيانة أقل . في U.S. وقبل ظهور سوق السندات ذات العائد المرتفع والتي يطلق عليها junk bonds في عقد الثمانينيات (1980) كانت الإصدارات التي تحصل على " درجة استثمار " هي التي يسمح لها بدخول السوق . نادراً ما كانت عقود القروض تتضمن شروطاً مقيدة أو ضمانات مادية : ضمانات الطرف الثالث هي التي كانت شائعة .

اللوحة 4 - 2

الشركات المالية وغير المالية المصدرة للسندات في الأسواق المختلفة



تعد الحاجة إلى " درجة استثمار " من سهولة الدخول إلى سوق سندات الإصدار العام أمام أنواع معينة من الشركات . يلزم أن تكون الشركات المصدرة كبيرة ومستقرة ، وتتمتع بسجل متابعة جيد . يلزمها أيضاً أن تكون منخرطة في دوائر أعمال ذات خطورة منخفضة والتي يسهل مراقبتها .

الشركات المصدرة غير المالية التقليدية هي السكك الحديدية والمرافق العامة . تتضمن أنواع الأخرى من دوائر الأعمال التي من النادر أن تصدر سندات هي تلك التي أنشطتها من الصعب تقييمها والتي من السهل أن تتحول أموالها إلى مشروعات خطيرة - على سبيل المثال التجارة ، استكشاف الموارد ، البحوث والتطوير .

في عام 2000 . كان هناك ما يقرب من 2.2 تريليون دولار سندات شركات لم تسدد في U.S. ، مع أكثر من 500 بليون دولار إصدارات جديدة أثناء العام .

سوق السندات العالمي

قد كان الإقراض العالمي دائماً ذا أهمية كبيرة في سوق السندات . تاريخياً ، أخذ شكل المقترضين الأجانب الذين يبيعون سنداتهم في السوق المحلي في البلد المسيطرة مالياً في تلك الفترة . في القرن الثامن عشر كانت " أمستردام " السوق المالي العالمي ؛ في القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين كانت " لندن " ، ودرجة أقل " باريس " .

منذ الحرب العالمين الثانية ، أصبحت الولايات المتحدة الأمريكية البلد المهيمنة مالياً في الفترة الأخيرة ، ولكن سوق سندات U.S. على مدى سنوات كثيرة لعبت دوراً أقل أهمية عالمياً مما قد يتوقع البعض : السندات التي لم تسدد من المصدرين الأجانب (سندات Yankee) وصلت إلى أقل

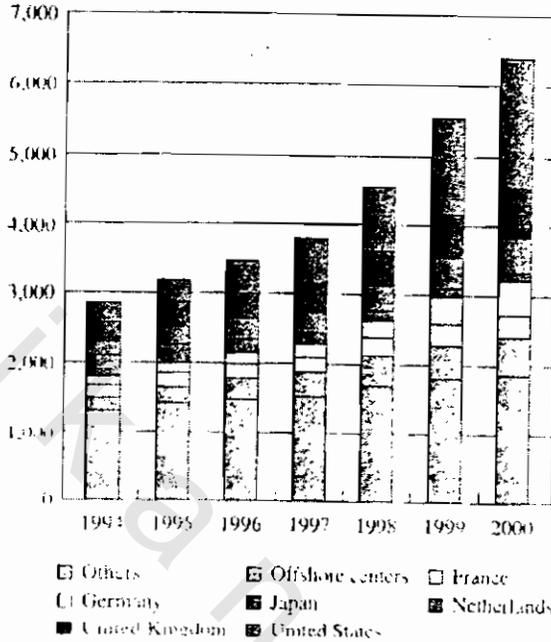
من 20 في المائة من الإجمالي . كانت اللوائح التنظيمية هي السبب واره هذا . منذ التنظيم اللانحي للأسواق المالية في U.S. في عقد الثلاثينيات (1930) ، عبء التنظيم اللانحي - وخاصة متطلبات الكشف عن المعلومات المرتبطة ، لم يشجع المقترضين الأجانب من إصدار سندات في U.S.

كما سوف نرى حالياً ، نتيجة ترتيبات وضغوط معينة صدرت تنظيمات لائحية وعلى الأخص القاعدة 144a - التي فتحت أسواق U.S. أمام المصدرين الأجانب . ومع ذلك ، العقبة اللائحية والمتغللة في التاريخ المالي في U.S. أمام الإصدارات الأجنبية ساهمت في ظهور نوع مختلف من السوق العالمي للسندات (نوع من الالتفاف حول العقوبات اللائحية) . لقد حرك التنظيم اللانحي لسوق السندات ما يسمى بسوق السندات بعيداً عن الشاطئ خارج الحدود offshore market - إنه سوق " إيرو سندات Eurobond " للأوراق المالية طويلة الأجل . بدأ هذا السوق في " لندن " لكي يتعامل بالدولار الأمريكي ثم امتد إلى بلدان أخرى وعملات أخرى * .
توضح اللوحة 4 - 3 نمو سوق السندات العالمي منذ عام 1994 . لاحظ كيف قد ازدادت نسبة السندات العالمية المصدرة في U.S. زيادة لافتة في السنوات الأخيرة . من بين أكثر من 6 تريليون دولار سندات لم تسدد في نهاية عام 2000 ، كانت 70 في المائة ، أسعار ثابتة ، 26 في المائة ، أسعار عائمة ، 4 في المائة ترتبط بالأسهم العادية . حوالي 49 في المائة تعاملتها بالدولار الأمريكي ، 30 في المائة " إيرو " . حوالي 47 في المائة أصدرتها مؤسسات مالية ، 20 في المائة حكومية ، 25 في المائة شركات غير مالية .

* النظم المالية والتمويلية . الفصل السابع | دار الفجر للنشر والتوزيع . القاهرة | 2007

اللوحة 4 - 3

السندات والأذون العالمية التي لم تسدد بحسب البلاد المصدرة



جنور سوق الأيرو سند Eurobond market . بالإضافة إلى العقوبات اللائحية التي ذكرت حالياً ، فرضت U.S. ضريبة على المصدرين الأجانب، وجاء تصميمها ليرفع تكاليف الاقتراض الفعلية في U.S. بنسبة 1 في المائة. قتل هذا في الواقع سوق Yankee ، وأدى بالمصدرين الأجانب ، وحتى الوحدات التابعة للشركات الأمريكية متعددة الجنسيات إلى البحث عن بديل . وقد حدث ، كان هناك سوق محتمل كبير عبر البحار بالنسبة للسندات عالية الجودة وعملتها الأساسية الدولار . كان المستثمرون المحتملون أساساً أوروبيين ، وآخرين يرغبون في أن يكونوا حملة أصول بعيدة عن بلدانهم الأصلية أو بعملات ليست عملات أوطانهم الخاصة . كان

مثل هؤلاء المستثمرون محفزين باهتمامين : تفادي دفع ضرائب ، وحماية أنفسهم ضد تدهور قيمة عملاتهم المحلية . تقدم السندات التي تصدر في U.S. الإجابة على الاهتمام الثاني ، ولكن ليس الأول . تتطلب قوانين الضرائب في U.S. أن تسجل الجهات المصدرة ملكيتها للسندات ، وتحتجز 30 في المائة ضرائب على تسديدات الفوائد .

تم تصميم سندات الإيرو القائمة على الدولار لتناول هذا السوق ومعالجة اهتمامات كل من الضرائب وسعر الصرف . صدرت هذه السندات في شكل لحاملها ، ومن ثم ، ليس لها سجلات ملكية ، ولم تحاسب ضريبياً . صدرت سندات الإيرو خارج U.S. بواسطة شركات أمريكية وأجنبية وحكومات أجنبية . أثبتت هذه السندات أنها شعبية جداً ، حتى أن الشركات الأمريكية كانت قادرة على بيعها مقابل إيرادات أقل من تلك الخاصة بأوراق مالية الخزانة .

استغلت بعض الشركات الأمريكية ما كان يعرف أساساً " بعملية المراجعة " الخالية من المخاطر بإصدار سندات إيرو ، ثم يستثمرون الإيرادات في أوراق مالية الخزانة ، تحقيقاً لأرباح بدون مخاطر . جاء رد الفعل من الخزانة الأمريكية لإزالة ميزة سوق سندات الإيرو على حساب السوق المحلي . في عام 1984 ، أنهت احتجاز الضرائب من المنبع على الأوراق المالية المملوكة للأجانب . سمحت أيضاً للشركات بإصدار سندات لحاملها في U.S. وبيعها للمستثمرين الأجانب . على الرغم من أن الخزانة نفسها لا تصدر سندات لحاملها ، فقد سمحت للبنوك ببيع شهادات لحاملها تدعمها سندات الخزانة . نتيجة لهذه الخطوات ، فإن عائدات سندات الإيرو ، والسندات التي تصدر في U.S. قد أصبحت إلى حد ما متساوية .

سوق سندات الإيرو اليوم . ومع ذلك ، استمر سوق سندات الإيرو في الازدهار . وبحلول عام 1990 ، وصلت نسبة سندات الإيرو 75 في المائة من إجمالي سوق السندات العالمي .

بينما قد ألغي الجزاء الضريبي على الاقتراض الأجنبي في U.S. ، فقد بقيت العقبات اللائحة . في الواقع ، عدم وجود تنظيم لائحي لسوق سندات الإيرو جعله جذاباً لكل من المصدرين الأمريكيان والمصدرين الأجانب . بتفادي الحاجة إلى التسجيل لدى SEC ، يستطيع المصدرون جمع الأموال بسرعة أكبر ، دون حاجة إلى الكشف عن بياناتهم . لقد كان سوق سندات الإيرو جذاباً أيضاً بالنسبة إلى المصدرين في البلدان الأخرى التي تقيد أسواق السندات المحلية : الألمان واليابانيون كان من أكبر المصدرين .

الشيء الجذاب الثاني يتمثل في أن المنافسة الكثيفة بين ضامني الاكتتاب في سندات الإيرو قد جعلت الأتعاب وفروق الأسعار بين الشراء والبيع في أدنى مستوياتها . نتيجة لذلك ، تكاليف عمليات الإصدار بالنسبة لسندات الإيرو كانت بصفة عامة أقل من الإصدار المحلي . في الواقع كانت المنافسة شديدة جداً إلى حد أن الكثير من الشركات المضاربة وضامنة الاكتتاب قد خسرت الكثير من الأموال وخرجت من دائرة عمل السوق .

يبقى مركز سوق سندات الإيرو في لندن ، ولا يزال معظم السندات يعتمد على عملة الدولار الأمريكي . ومع ذلك ، نسبة متزايدة أصبحت سنداتها بعملة أخرى . عملياً ، منذ تقديم الإيرو Euro قد كان هناك نمو سريع لهذا النوع من السندات .

السوق الخاصة لتسويق الإصدارات الجديدة

بدلاً من أن تباع إلى الجمهور بصفة عامة - إصدار عام - يمكن بيع الأوراق المالية بصفة خاصة ، إلى عدد قليل من المؤسسات الكبيرة وإلى أفراد أثرياء - تسويق خاص . يوجد في الواقع فئتان مختلفتان من التسويق الخاص - الفئة التقليدية ، وفئة القاعدة (144a)

السوق الخاصة التقليدية . في أسواق رأس المال المبكرة معظم إصدارات السندات كانت خاضعة لسوق البيع الخاصة . ومع ذلك ، حيث طرق ضمان اكتتاب وتوزيع الإصدارات العامة تحسنت باستمرار في الولايات الأمريكية المتحدة بعد " الحرب الأهلية " خلال عقد العشرينيات (1920) ، فقد تناقصت الأهمية النسبية للسوق الخاصة التقليدية . جاء قانون الأوراق المالية في عقد الثلاثينيات (1930) ليعبث الحياة من جديد في السوق الخاصة التقليدية . هذه قوانين فترة الكساد التي فرضت متطلبات متشددة للكشف عن بيانات واضحة وكاملة عن الإصدارات العامة ولكنها أعفت من ذلك الأسواق الخاصة . توقفت شركات كثيرة عن متطلبات الكشف عن البيانات الجديدة ، ولذلك وجدت السوق الخاصة أكثر جاذبية . في نفس الوقت ، كانت شركات التأمين على الحياة - المستثمر الأساسي في سندات الشركات - غير راضية عن انخفاض أسعار فائدة السوق على الإصدارات العامة . كانت على استعداد لقبول مخاطر أكبر من أجل عائد أعلى .

مع حيوية التوريد والطلب ، ارتفعت حصة كل الدين الجديد الذاهب إلى السوق الخاصة من 14 في المائة عام 1936 إلى 73 في المائة عام 1948 . ولكن مع ارتفاع أسعار فائدة السوق مرة أخرى بدأت سوق التعاملات الخاصة تنكمش مرة أخرى .

ومع ذلك ، استمرت الأسواق الخاصة من حيث الأهمية بالنسبة للشركات متوسطة الحجم . مثل هذه الشركات تفتقر إلى المركز الائتماني للتعامل مع الإصدار العام ، أو أن حاجاتها التمويلية صغيرة جداً إلى حد لا يبرر التكاليف الثابتة الكبيرة للإصدار العام . بالنسبة لمثل هذه الشركات ، تعتبر أسواق التمويل الخاصة قروض علاقة ، تشبه إلى حد كبير القروض المصرفية ولكن مع فترة أطول وسعر ثابت . (تقارن اللوحة 4 - 4 فترة استحقاق وحجم ترتيبات السوق الخاصة التقليدية مع قروض البنوك ، وسندات الإصدار العام .

كما هو الحال مع القروض البنكية ، فإن قروض السوق الخاصة التقليدية تتضمن علاقة إقراض مستمرة . توجد رقابة لصيقة من المقرض ، استناداً إلى المواد أو البنود المقيدة في اتفاقيات القرض ، مع إعادة تفاوض مستمرة كلما دعت الحاجة إلى ذلك . الأمان أقل شيوعاً منه

اللوحة 4 - 4

حجم وفترة استحقاق أنواع الدين المختلفة

سندات عامة	أسواق خاصة	قروض البنوك	الحجم - تاريخ 1993 80 في المائة (سلسلة)
100 مليون - 500 مليون دولار	10 مليون - 100 مليون دولار	1 - 10,000 مليون دولار	فترة الاستحقاق تاريخ 1989
70 في المائة أكثر من 10 سنوات	50 في المائة ما بين 7-15 سنة	80 في المائة أقل من سنة	

في حالة قروض البنوك ، ربما لأن المقترضين عادة موضع ثقة ائتمانية . المقرضون الأساسيون في هذا السوق هم شركات التأمين على الحياة . في مقابل البنوك توفر خصوم شركات التأمين على الحياة أساساً جيداً للقروض ذات السعر الثابت طويل الأجل . على مدى سنوات عديدة ، وصلت حصة شركات التأمين على الحياة حوالي 90 في المائة من الإقراض

في السوق الخاصة ، ومع أكبر 10 شركات تراوحت نسبتها ما بين 55 - 65 في المائة .

سوق القاعدة 144a . أحياناً ، جذب إعفاء سوق الإصدارات الجديدة الخاصة من التسجيل لدى SEC والخضوع إلى لوائحها التنظيمية المصدرين الذين كان يمكنهم الوصول السهل إلى سوق السندات العامة . على سبيل المثال ، كان من المألوف تجربة أنواع جديدة أو معقدة من الدين في السوق الخاصة قبل محاولة الإصدار العام .

ومع ذلك ، كانت جاذبية السوق محدودة جداً لنقص السيولة . السبب وراء هذا ، إعادة بيع إصدارات السوق الخاصة المعرضة للخطر ، والتي فسرنا واضعو اللوائح باعتبارها إصدار عام ، مع كل الأعباء اللائحية التي يتضمنها هذا . ومن ثم ، فإن إصدارات السوق الخاصة من المتوقع أن تظل مع المستثمرين حتى تاريخ الاستحقاق . العيب هنا بالنسبة للمصدر تمثّل في وجود سوق قاصره فقط على شركات التأمين على الحياة التي لا يعتبر عدم توفير سيولة بالنسبة لها مشكلة . كانت تعني السوق المقيدة والقاصرة على فئة مستثمرين واحدة غالباً منافسة أقل وأسعار أعلى .

تغير كل هذا بمجرد أن أقرت SEC القاعدة (144a) في عام 1990 . سمحت القاعدة الجديدة بالتعاملات غير المقيدة في الأوراق المالية المصدرة في الأسواق الخاصة ، بين المؤسسات المؤهلة المشتريّة - مؤسسات مستثمرة ذات أصول على الأقل 100 مليون دولار . خلق هذا سوقاً ثانوية في هذه الأوراق المالية ، مما جعلها جذابة لفئات المقرضين الجدد مثل صناديق الأموال التبادلية وصناديق المعاشات .

خفض توسع السوق من الأسعار وجذب سوق الإصدارات الخاصة الشركات المقترضة الكبيرة الأكثر جدارة ائتمانية والتي كانت قد هجرت

السوق سابقاً . بالنسبة لهذه الشركات جاذبية سوق الإصدارات الخاصة تماثل تماماً جاذبية سندات الإيرو - غياب تنظيم SEC اللاتحي . بالنسبة للمصدرين الأجانب الذين يصل حجم تعاملاتهم إلى الثلث ، تتمثل الجاذبية في عدم طلب الكشف عن بياناتهم . بالنسبة للمصدرين في U.S. الجاذبية تعني السرعة التي يصل بها الإصدار إلى السوق : تقريباً كل شركات U.S. المصدرة للأوراق المالية والمسجلة لدى SEC حولت سنداتهما إلى إصدارات عامة .

قد نما سوق 144a سريعاً . بحلول عام 1992 ، كان منافساً قوياً للأسواق التقليدية من حيث الحجم . بحلول عام 1997 ، مع إصدارات بلغت قيمتها 249 بليون دولار إصدارات جديدة كانت السوق كبيرة جداً .

القروض الموجودة في بنك واحد

تقليدياً ، توجد حالات إقراض يتوحد فيها القرض وتوزع على عدد من البنوك المقرضة تكون مستقلة كل منها عن الآخرين ، وتوجد حالات أخرى يتولى بنك واحد القرض بصفته البنك المشرف أو القائد ويوزع الدين على عدد من البنوك التي تعتبر تابعة في تنفيذ ذلك القرض . ومع ذلك ، قد وجدت حالات البنك الواحد ، بصورة متزايدة سوقاً مع صناديق الأموال الاستثمارية ، صناديق المعاشات ، شركات التأمين ، ومؤسسات مستثمرة . هذا ليس غريباً ، حيث يوجد تشابه لافت بين القرض الموحد في بنك واحد والإصدارات الخاصة .

نتيجة التوسع في السوق ، قد نما حجم الإقراض الموحد بصورة ضخمة - من 137 بليون دولار في عام 1987 إلى أكثر من 1 تريليون دولار في 1997 . بالمقارنة ، في عام 1997 كان حجم أسواق الإصدارات

الخاصة 300 بليون دولار ، وسندات العائد المرتفع 125 بليون دولار . قد أصبحت ، في الواقع ، القروض الموحدة الشكل السائد في تمويل الشركات مما قد حقق 51 في المائة من الأموال الجديدة التي قد جمعتها الشركات في عام 1997 .

السيولة التي قد سمحت بها القاعدة 144a في أسواق الإصدارات الخاصة ، قد وضعت ضغوطاً تنافسية على سوق القرض الموحد لتحتو حذوها . نتيجة لذلك ، قد كانت السوق الثانوية تتطور إلى القروض الموحدة: ما يقرب من 70 بليون دولار تعاملات من هذا النوع في عام 1998 . بدأت البنوك أيضاً تشتغل في هذا السوق كطريقة لإدارة المخاطر .

السندات ذات العائد المرتفع

تقليدياً ، فقط المقترضون الذين استطاعوا الحصول على " درجة استثمار " هم الذين حاولوا الإصدار العام . بينما كان يوجد بعض السندات التي لم تسدد بعد كان تقييمها أقل من " درجة استثمار " - هناك أيضاً سندات جاء تقييمها " درجة منخفضة " . حصل عدد أقل من 5 في المائة من الشركات الكبيرة ومتوسطة الحجم على تقييم " درجة استثمار " وربما 800 شركة منها قد كان لها سندات إصدار عام لم تسدد في عام 1980 . لم يكن للأغلبية العظمى من الشركات مواضع أقدم في سوق سندات الإصدار العام ، وكان عليها أن تتحول إلى مكان آخر للتمويل - عادة سوق الإصدارات الخاصة .

جنور أسواق السندات ذات العائد المرتفع . تغيرت الصورة في عقد الثمانينيات (1980) ، عندما تطورت سوق بسرعة كبيرة وبحجم كبير للإصدارات الجديدة من السندات التي كان تقييمها تحت " درجة استثمار " . أطلق على هذه السندات : " السندات ذات العائد المرتفع " أو **junk bonds** .

يوجد سببان لظهور سوق السندات ذات العائد المرتفع . أولاً ، كان هناك زيادة في عرض المصدرين المحتملين . ثانياً ، نجحت إحدى شركات الأوراق المالية في التغلب على بعض المشكلات المرتبطة بالإقراض بدون علاقة الخاص بالمقترضين ذوي المخاطر العالية ، وقد خلق هذا طلباً على السندات ذات العائد المرتفع .

زيادة عرض والمصدرين المحتملين . زاد العرض المحتمل لهذا النوع من السندات في بداية عقد الثمانينيات لأسباب عديدة . أحدها ما لحق سوق الإصدارات الخاصة من انهيار ساحق . الشركات التي لم تستطيع الإقراض هناك أجبرت على اللجوء إلى الإصدارات على الرغم من تكلفتها العالية . تمثل السبب الآخر في الزيادة المتواصلة للروافع المالية للشركات - جاءت الزيادة من الاعتماد على تمويل الدين بدلاً من تمويل الأسهم العادية (حقوق الملكية) . مع زيادة الرافعة المالية ، أصبحت ديون الشركات أكثر خطورة ، ومن ثم جاء تقييمها منخفضاً عن " درجة استثمار " . السبب الثالث كان عبارة عن شعبية تملك إحدى الشركات بالكامل عن طريق اقتراض الأموال وهو ما يطلق عليه (LBO) leveoiged buyout شراء إحدى اقتراض الأموال .

تناول مشكلات الإصدارات العامة ذات الخطورة . سوف لا يكون نمو العرض المحتمل كافياً بذاته لخلق سوق ، ما لم يكن هناك إثارة لنمو الطلب . جاء نمو الطلب إلى حد كبير من Michael Milken مصرفي استثماري مع شركة Drexel Burnham Lambert .

كان على Lambert لخلق طلب على السندات ذات العائد المرتفع من المؤسسات المالية مثل شركات التأمين على الحياة ، صناديق المعاشات ، ومؤسسات الادخار والقروض S&L أن تخاطب مشكلتين : الأولى ضعف

السيولة : كما قد رأينا ، السيولة مهمة بصفة خاصة للأوراق المالية ذات الخطورة . بالنسبة لسندات " درجة استثمار " تتأكد السيولة عادة من الشركة ضامنة الاكتتاب ، والتي تعد ضمناً لترتيب سوق في السند بعد إصداره . أخذت Drexel هذا الدور الخاص بإنشاء السوق ، وطبقته على سوق junk bonds .

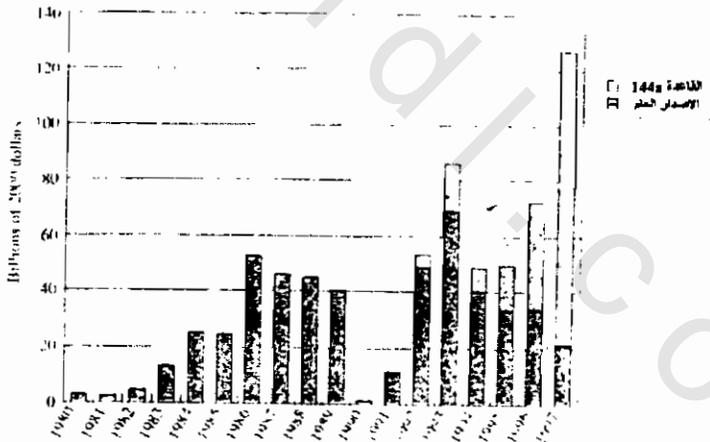
كانت المشكلة الثانية مع junk bounds ، احتمالات الخسائر الكبيرة بسبب الإفلاس . كما قد رأينا ، الإقراض بدون علاقة ليس مصمماً للتعامل مع المقترضين الذين يتعرضون لأزمات مالية . بالنسبة للسندات ذات العائد المرتفع والحاصل على " درجة استثمار " ليست هذه في الواقع مسألة خطيرة. توقع التوقف عن السداد صغير ، ولذلك القيمة المتوقعة للخسائر بسبب الإفلاس ليست مربكة . ومع ذلك ، بالنسبة للمقترضين ذوي الخطورة العالية احتمالات التوقف عن السداد نسبياً كبيرة ، ولذلك احتمال الخسائر بسبب الإفلاس مع هذه الفئة كبير .

لتقليل الخسائر المحتملة ، استعدت Drexel للوقوف إلى جانب مصدري junk bond الذين يتعرضون إلى صعوبات ، بحيث تفعل ما تستطيعونه لتفادي إعلان الإفلاس رسمياً . Milken ، إذا كانت هناك فرصة سوف يناقش مرة أخرى دين الشركة أو حتى يرتب لإجراء إقراض إضافي . في الواقع ، أضافت Drexel عنصر " علاقة " إلى ما كان يعتبر سوقاً بدون علاقة بالمرّة . طورت Drexel علاقات ليس فقط مع المقترضين ، ولكن أيضاً مع المؤسسات الاستثمارية التي اشترت السندات . إمكانية وجود هذا التدعيم من Drexel خفض الخسائر المحتملة من التوقف عن السداد . جعل هذا junk bounds أكثر جاذبية لكل من المصدرين والمستثمرين على حد سواء .

كان مجدياً أن تتحمل Drexel التكاليف اللافئة للمراقبة والتفاوض . على الرغم من أنها لم تكن ذاتها مقرضة ، فقد حققت أرباحاً من ضمان الاكتتاب في إصدارات إضافية حيث استطاعت أن تحل مشكلات السوق . تطور سوق السندات ذات العائد المرتفع Junk Bounds . كان Milken ناجحاً بكل المقاييس . توضح اللوحة 4 - 5 كيف نما السوق . بسبب نمو سوق junk bounds ، حوالي 1,800 شركة ، كانت سابقاً ليس لها موضع قدم في سوق السندات طرقت ذلك الباب من أجل الأموال في عقد الثمانينيات (1980) لملاحقة النمو الاقتصادي السريع في هذه الفترة . من كلمات Milken " سمحت junk bounds للمغامرين أصحاب المشروعات خارج دائرة العمل أن يشقوا طريقهم إلى تحقيق أحلامهم . "

اللوحة 4 - 5

إصدارات جديدة للسندات ذات العائد المرتفع (junk bonds)



Source: *Asiam* (1998). المصدر :

بالطبع ، كان أداء Drexel and Milken جيداً أيضاً . أتعاب ضمان الاكتتاب السخية 2 في المائة إلى 3 في المائة مقابل 4 في المائة إلى 7 في المائة على إصدارات " درجة استثمار " - حولت Drexel من بنك ذي استثمار قليل في عقد السبعينيات (1970) إلى الشركة الأكثر ربحية في Wall Street بحلول عام 1987 . كسب Milken نفسه أكثر من 1 بليون دولار في الفترة ما بين عامي 1983 - 1987 .

كما يمكنك أن ترى من اللوحة 4 - 5 ، قد مر سوق junk bond بعدد من الظروف المواتية والظروف غير المواتية . لقد أثبت الاعتماد شبه الكامل للسوق على Drexel و على Milken بصفة خاصة وجود حالات ضعف . في نهاية عقد الثمانينيات (1980) ، في وقت كان فيه سوق junk bond يتعرض لعداء متزايد من الجمهور ومن الهيئات الحكومية التنظيمية ، كان Milken وشركة Drexel منخرطين في فضيحة متنامية في الاتجار بالمعلومات السرية في السوق . مع قدرة Drexel على تزويد المستثمرين " بشبكة أمان " ، فإن العديد من حالات التوقف عن السداد هزت السوق بعنف . حينئذ جفت منابع الطلب ، حيث أن المؤسسات إما أنها أصبحت غير مستعدة لشراء هذه السندات (كما في حالة شركة التأمين على الحياة) ، أو منعت من الإقدام على هذا تطبيقاً للوائح التنظيمية (كما في حالة S&Ls) .

نتيجة لانهايار السوق تعثرت الشركة وأعلنت فشل Drexel نفسها في فبراير 1990 . بفشل Drexel أصبح سوق junk bond يتيماً بدون " علاقة " تدعيم ، وتنازلت حالة التوقف عن السداد . ما بين عامي 1989 و 1991 ، ما يقرب من 250 شركة توقفت عن السداد لسندات إجمالي قيمتها 56 بليون دولار .

بعد عام 1991 ، استعاد السوق عافيته ، حيث شركات أوراق مالية أخرى قامت بأداء الدور الذي كانت تقوم به Drexel ، وقد استقطبت هذه الشركات عدداً من الفريق الذي كان Milken قد أعده لدي شركة Drexel . بدأت الإصدارات الجديدة تزيد مرة أخرى ، ونما السوق ، إلى أن حدث تراجع أثر أزمة الدين العالمي في عام 1998 . بحلول منتصف عام 2000 ، كان هناك ما يقرب من 3,700 شركة مصدرة للسندات ذات العائد المرتفع في الولايات المتحدة الأمريكية لديها سندات لم تسدد قيمتها 666 بليون دولار. في أوروبا كان يوجد 160 شركة لديها سندات لم تسدد قيمتها 42 بليون دولار . كانت الإصدارات الأولى تقدم في اليابان في سندات junk bonds .

وجد تطوران أخيراً أعطيا للسوق حالة من الازدهار . الأول عبارة عن القاعدة 144a . كان الكثير من الشركات المصدرة للدين ذي العائد المرتفع في عجلة من أمرها - خاصة تلك المنخرطة في شراء شركات بكاملها LBO ، أو إعادة هيكلة في شركات أخرى . كما قد رأينا ، تمكنها القاعدة 144a ، من إصدار الدين أولاً ، وتهتم بالتسجيل بعد ذلك . كما يمكنك أن ترى من اللوحة 4 - 5 ، بحلول عام 1997 ، الأغلبية العظمى من junk bonds صدرت من خلال هاتين الخطوتين . يتمثل التطور الثاني في تبني منهج الأوراق المالية في تناول الدين ذي العائد المرتفع . كما سوف نرى حالياً ، يوفر هذا جزئياً طريقة لتحويل junk bonds إلى دين ذي "درجة استثمار" مما يحسن السيولة ، ويطرق أبواب فئة المستثمرين جدد .

سوق الأموال

The Money Market

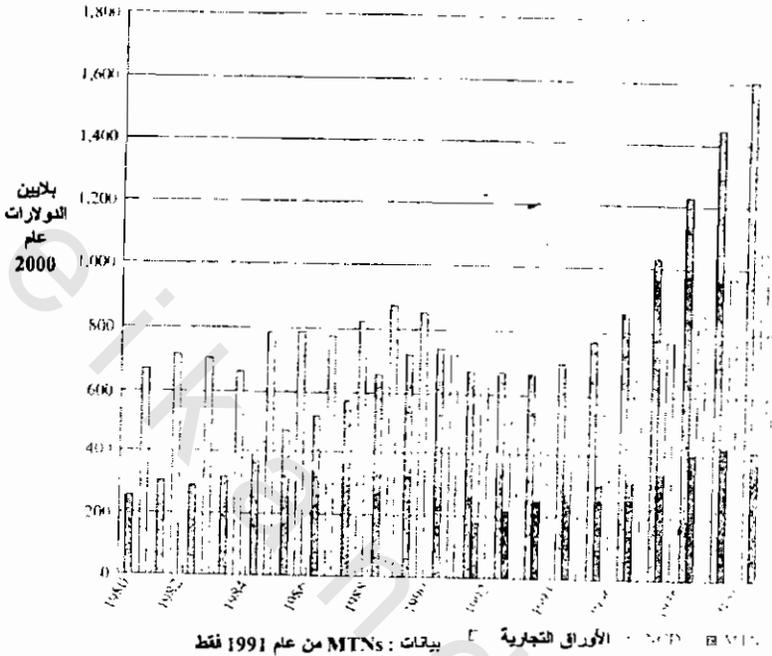
نتحرك الآن من سوق السندات إلى سوق المال - سوق دين الإصدار العام قصير الأجل . إن ما هو أكثر إثارة حول سوق الأموال إنه ، مبدئياً ، لا ينبغي أن يكون موجوداً بالمرّة . لا يناسب الإصدار العام مطلقاً الإقراض قصير الأجل ، لأنه من الصعب تغطية تكاليف الإصدار العام اللافتة في فترة قصيرة . المقرضون ذوو العلاقة - خاصة البنوك - يجب أن تكون قادرة على ترتيب مثل هذه القروض بشكل أكثر رخصاً .

ومع ذلك ، قد ظهرت أسواق الأموال في بلدان عديدة بسبب القيود المفروضة على البنوك ، والتي تمنعها من أداء وظيفتها الطبيعية . في أوقات عديدة ، قد اشتملت مثل هذه القيود على عقبات جغرافية (في إنجلترا) ، حدود على إقراض البنوك (أسبانيا ، البرتغال ، فرنسا) سقف لأسعار الفائدة على الإيداعات (اليابان ، فرنسا ، النمسا) ، وكل ما سبق في U.S. وحتى مع غياب القيود ، فإن التكاليف اللاتحوية المفروضة على البنوك قد تكون عالية بدرجة كافية لمحو ميزتها الطبيعية في الإقراض قصير الأجل . هذا هو السبب في الأهمية المتزايدة لسوق الأموال في U.S. .

سوف نركز على سوق أموال U.S. ، الذي يعتبر حتى الآن الأكبر . توجد أسواق الأموال اليوم في عديد من البلدان . البعض منها موجود منذ فترة طويلة . أخرى قد تطورت حديثاً ، أو توسعت تقليدياً لنجاح أسواق المال في U.S. . تظهر اللوحة 4 - 6 مبالغ أدوات سوق المال غير المسددة في U.S. على مدى الفترة منذ 1980 .

اللوحة 4 - 6

أدوات سوق المال غير المسددة



الورقة التجارية

الورقة التجارية هي الأداة الأساسية لسوق الأموال . إنها دين قصير الأجل يمثل إصداراً عاماً للشركات المالية وغير المالية . إنها تعد بتسديد ثابت واحد عن الاستحقاق وتباع مقابل خصم من القيمة الاسمية . في نهاية عام 2000 ، كان يوجد ما قيمته 960 بليون دولار من الأوراق التجارية المصدرة مباشرة غير المسددة في U.S. . من بين هذا حوالي 560 بليون دولار (58 في المائة) أصدرتها مؤسسات مالية - أساساً شركات مالية ، ولكن أيضاً شركات أوراق مالية ، شركات مصرفية قابضة ، وشركات تأمين . حوالي 280 بليون دولار (29 في المائة) أصدرتها شركات غير

مالية مثل شركات صناعية ، تجارة تجزئة ، مرافق عامة . ما يقرب من 120 بليون دولار (13 في المائة) أصدرتها شركات أجنبية* .

تكاليف الإصدار . حيث أن الاستحقاق قصير الأجل للورقة التجارية جعل تكاليف الإصدار لها وزن ثقيل . فإنه من الضروري النزول بها إلى أدنى حد ممكن . يمكن تجنب التسجيل في SEC بجعل فترة الاستحقاق أقل من 270 يوماً . ومع ذلك التقييم محوري ، وهو يكلف الشركة أو الجهة المصدرة ما بين 5,000 إلى 25,000 دولار سنوياً . توجد أيضاً تكاليف ضمان الاكتتاب underwriting . تتساوي تكاليف الإصدار تقريباً في الحالات الكبيرة كما في الحالات الصغيرة ، مما يجعل الإصدارات الصغيرة مكلفة جداً . في عام 1992 ، الحجم المتوسط للإصدار كان حوالي 330 مليون دولار ، والمصدرين الأكبر كان لهم عدة بلايين من الدولارات لم تسدد . في تلك السنة ، من بين ما يقرب من 2 مليون شركة في U.S. ، فقط حوالي 1,700 أصدرت أوراقاً تجارية . من بين هذا العدد حوالي 5 في المائة لها أكثر من نصف المبلغ الذي لم يسدد .

فترة الاستحقاق وتدعيم السيولة . فترة الاستحقاق النمطية للورقة التجارية أقصر كثير من 270 يوماً المطلوبة لتفادي اهتمام SEC - عادة ما بين 2 إلى 6 أسابيع . السبب في جعل فترة الاستحقاق قصيرة جداً هو السيولة . السوق الثانوية للورقة التجارية غالباً سوق فقير . توجد إصدارات مختلفة كثيرة لم تسدد ، وحجم التعامل المحتمل في كثير منها صغير . لا يبرر حجم العمل المحتمل تلك التكاليف الثابتة الضخمة المطلوبة من المضارب لكي ينشئ سوقاً . ولذلك ، عادة يحتفظ المستثمرون بأوراقهم حتى تاريخ الاستحقاق . حيث فترة الاستحقاق قصيرة جداً ، يجعل هذا أقل من

* معظم هذه كانت مقايضة في عملات أجنبية . سوف ندرس المقايضات في الفصل السادس .

أن يكون مشكلة . حيث أن المصدرين يحتاج إلى اقتراض نمطياً . طويل الأجل ، أي أطول من فترة استحقاق ورقتهم التجارية ، فإنهم عادة يجدونها، ويكررون هذا التجديد - بمعنى إنهم يصدرون أوراقاً تجارية جديدة لكي يسدوا القديمة . يحدث هذا عادة في إطار برنامج معلن مع حدود اقتراض واضحة . الحضور المستمر للمقترض في السوق يساعد على تحمل نفقات الإصدار .

بسبب تكرار تجديد الورقة التجارية - حتى مع جودة الائتمان - إنهاء تحتاج إلى سيولة مدعمة للحصول على تقييم " درجة استثمار " . يوجد قلق من أن الاضطراب في السوق قد يمنع الشركة المقترضة من إصدار ورقة جديدة ، ومن ثم تجد نفسها غير قادرة على تسديد القيمة . السبب أن التوقف عن السداد في هذه الحالة ، قد يكون نقص السيولة أكثر منه إعسار مالي : الأموال قد تكون متوفرة بصورة جيدة ولكن ليس في التوقيت المناسب . لحماية نفسها ضد مثل هذا الموقف ، فإن كل الشركات المصدرة تحصل على خط ائتمان من البنك الذي تتعامل معه بأنه يمكنها السحب لتسديد الورقة المستحقة ، إذا أتضح أن تجديدها مستحيل - مثل هذا الخط هو تسهيلات سيولة وليس تدعيم ائتمان .

فقط الورقة ذات المخاطر المنخفضة هي التي تحتاج إلى التطبيق . الورقة التجارية هي دين بدون علاقة . قصر فترة استحقاقها تجعل أي مجهود رقابي من المستثمر أقل جاذبية . وبالتالي يلزم أن تكون أقل خطورة . في وقت ما وفر سوق الأموال للصناديق التبادلية - أكبر المؤسسات المستثمرة في الأوراق التجارية - سوقاً للورق التي رتبها تحت " درجة استثمار " تعتمد على التنوع بدلاً من المراقبة في التعامل مع المخاطر . مع ذلك ، بعد بعض حالات التوقف عن السداد في بداية عقد التسعينيات منعت اللوائح

التنظيمية صناديق الأموال من الاستثمار في الأوراق التجارية وأغلقت السوق أبوابها .

أكثر من نصف الإصدارات ، التي يمكن أن تصل إلى 85 في المائة من إجمالي المبلغ ، لديها ائتمان يكفي لحصولها على رتبة " درجة استثمار " إلى جدارتها الذاتية ، دون تدعيم ائتماني . حوالي ثلث الشركات المصدرة (غالباً شركات أموال صغيرة) تعتمد على ضمانات الطرف الثالث من الشركات الأم لإثراء تقييمها إلى رتبة " درجة استثمار " . ربع آخر من المصدرين يعتمد على ضمانات الطرف الثالث - أساساً ، ضمانات خطابات ائتمان من البنوك . مثل هذه الخطابات مفيدة ليس فقط بالنسبة للمصدرين الذين ائتمانهم ضعيف أو ليس جيداً في هيكله ، ولكن أيضاً بالنسبة لأولئك الذين يرغبون في تفادي الكشف عن بياناتهم اللازمة للحصول على تقييم باسمهم (على سبيل المثال ، المصدرين الأجانب) .

الطريقة التي أمام صغار المقترضين لسهولة التعامل مع السوق تتمثل في " قبول البنك لسداد التزامات الشركة المقترضة (المدينة) " . بهذا القبول ، لا يضمن البنك السداد فقط ، ولكنه يصدر الورقة التجارية باسمه ، موفراً للمقترض تكاليف الإصدار . كان القبول في وقت ما جزءاً مهماً في سوق الأموال ، ولكن في السنوات الأخيرة قد اختلفت عملياً . في ذروة شعبية القبول في عام 1980 ، كانت مبلغ حالات القبول غير المسددة حوالي نصف مبلغ الأوراق التجارية في عام 2000 كانت النسبة فقط 5 في المائة من ذلك المبلغ (حوالي 8 بليون دولار) .

أحد أسباب اختفاء خطابات القبول المصرفية ، أن سوق المال قد طور طريقة جديدة للتعامل مع المقترضين ذوي المخاطر المرتفعة - تبني

* النظم المالية والتمويلية . الفصل السادس | دار الفجر للنشر والتوزيع ، القاهرة | 2007 .

منهج الأوراق المالية . أساساً ينشأ تجميع تراكمي لشراء دين المقترضين ذوي المخاطر المرتفعة . يمول التجميع التراكمي الشراء بإصدار أوراق مالية من ذاته استناداً إلى رتبته " درجة استثمار ، مدعمة بالدين الذي قد اشترته . سوف نناقش تفاصيل هذا التحول السحري حالياً . في نهاية عام 2000 ، كان يوجد ما يقرب من 640 بليون دولار غير مسددة من مثل هذه الأوراق التجارية المدعمة بالأصول .

الورقة التجارية في سوق الإصدار الخاص . البديل الآخر أمام المقترضين ذوي المخاطر العالية يتمثل في قسم الإصدار الخاص في سوق المال - سوق من أجل دين قصير الأجل يتكرر إصداره مرات عديدة ويطلق عليه master notes . تتراوح فترة استحقاقه ما بين 6 إلى 9 أشهر . تتفادي العلاقة المباشرة مع مقرض معين تكاليف إصدار متكرر لورقة عامة، ويسمح بتفصيل الشروط وإعادة التفاوض دورياً . كان المقرضون في الأصل إدارات الائتمان في البنوك ، ولكن السوق قد توسع ليضم مستثمرين آخرين ماليين وغير ماليين .

التباينات في الورقة التجارية

Variation on Commercial Paper

يوجد عدد من التباينات في الورقة التجارية ، والتي تؤدي إلى التوسع في سوق المال ليضم مصدرين غير تجاريين وإلى فترات استحقاق أطول . امتداد السوق إلى مصدرين مختلفين . الحكومة الفيدرالية تمثل أكبر مصدر للورقة قصيرة الأجل : قد ناقشنا سوق أذون الخزانة في الفصل الثاني . تاريخياً تطور سوق إذون الخزانة من سوق الورقة التجارية .

تصدر حكومات الولاية والحكومات المحلية أيضاً أوراقاً قصيرة الأجل في شكل أذونات بلدية . الأوراق المالية التي تصدرها البلدية غالباً معفاة من متطلبات التسجيل لدى SEC ، ولذلك أذونات البلديات ليست ملزمة بفترة استحقاق أقل من 270 يوماً . ومع ذلك ، فترة استحقاقها عادة أقل من سنة . لتفادي التعقيدات الضريبية فإنها عادة تحمل فائدة ، بدلاً من الأوراق المالية التي تباع بالخصم من القيمة الاسمية . في نهاية عام 2000 ، كان يوجد ما قيمته 48 بليون دولار أذون بلدية لم تسدد .

غير مصرح للبنوك إصدار أوراق تجارية مباشرة ، ولكن الشركات القابضة للبنوك تستطيع وتفضل هذا بالفعل . ومع ذلك ، تستطيع البنوك إصدار أنواع مختلفة من أوراق سوق المال والتي تعادل تماماً الورقة التجارية (نطلق على هذه الأوراق إيداعات جملة) . الأداة الرئيسية تتمثل فيما يطلق عليه شهادة إيداع قابلة للتداول (NCD) negotiable certificate of deposit . مع فترة استحقاق من شهر واحد إلى سنة (حدود 270 يوماً غير مرتبطة لأن البنوك ليست خاضعة للائحة SEC) . لأوراق NCD تدعيم ائتماني جزئي : إنها كشكل من أشكال الإيداع ، فهي مغطاة بتأمين إيداع يصل إلى 100,000 دولار كحد أقصى . تصدر البنوك أيضاً أذون مصرفية لها فترة استحقاق مماثلة والتي لا تعتبر إيداعات ، ومن ثم ، لا تغطي بتأمين إيداعات .

كما هو الحال مع المصدرين التجاريين ، ائتمان البنوك التي تصدر أوراق سوق المال يجب أن تكون في المرتبة الأولى . كانت البنوك الأولى التي طرقت باب سوق المال هي بنوك المركز المالي الأكبر . التحقت بنوك المناطق الكبيرة بهذه المؤسسات ، فروع البنوك الأجنبية في U.S (تسمى

NCD التي تصدرها هذه البنوك ؛ Yankee NCDS) ، وشركات الأوعية الادخارية الكبيرة . لا تحتاج البنوك الصغيرة إلى مثل هذا التطبيق .

تصدر الورقية البنكية غالباً بفئة 1 مليون دولار أكثر . إنها تتضمن أداة كوبون ثابتة مع تسديدات فائدة ثابتة ؛ أدوات سعر عائم التي تختلف مع بعض أسعار السوق المرجعية (على سبيل المثال سعر أذون الخزانة -T bill)، وأدوات الكوبون بدون عائد zero - coupon ، حيث تقدم الورقة في الأصل بخصم . إجمالي مبلغ الورقة التي يصدرها البنك في سوق المال في نهاية عام 2000 كانت حوالي 1,045 بليون دولار .

تمديد السوق إلى فترات استحقاق أطول . إنها أذون فترة الاستحقاق المتوسطة (MTN) medium - term notes والتي صممت لسد الفجوة بين الورقة التجارية والسندات طويلة الأجل . على الرغم من أنها لا تصنف بدقة على أنها أداة سوق مال ، إنها من زوايا مختلفة تشبه الورقة التجارية . تمتد فترة الاستحقاق من 270 يوماً إلى أكثر من 30 سنة . فترات الاستحقاق الأكثر شيوعاً هي 5 ، 10 و 15 سنة . قد نما سوق MTN سريعاً منذ منتصف عقد الثمانينيات (1980) . تظهر اللوحة 4 - 6 النمو في المبالغ التي لم تسدد منذ عام 1991 .

أول MTN أصدرتها إحدى شركات " جنرال موتورز " GMAC في عام 1972 . كان الغرض منها أن تساير تواريخ استحقاقها قروض السيارات . سرعان ما سارت شركات مالية أخرى على طريق GMAC ؛ وبعد ذلك الشركات القابضة المصرفية ، الشركات الصناعية ، شركات الأوعية الادخارية ، الحكومات الأجنبية ، وشركات الأوراق المالية . وصلت حصة البنوك والشركات المالية إلى ثلث السوق ، والشركات الأخرى الباقية .

ترجمة البنوك لهذا النوع من الأوراق المالية تتمثل في الأذون المصرفية ، أو أذون الإيداع ذات الاستحقاق الأطول .

أساساً كانت MTNs أدوات ذات أسعار ثابتة وغير مؤمنة ، مثل السندات . ومع ذلك ، قد أصبحت الأذون ذات الأسعار العائمة (FRNs) floating - rate notes أكثر شيوعاً . وقد كان هناك اعتماد متزايد على تدعيم الائتمان في شكل ضمان الطرف الثالث ، خطوط الائتمان المصرفي ، أو الضمانات المادية (عادة إصدارات تدعمها أصول) . MTNs عادة تقييمها هيئات التقييم الحكومية .

بالطبع ، إصدار أية ورقة مالية يزيد تاريخ استحقاقها عن 270 يوماً يجب أن تسجل مع SEC . التسجيل المسبق للإصدار أو ما يسمى " تسجيل الرف " الذي ابتكرته SEC في قاعدتها 415 في عام 1982 قد سهلت إلى حد كبير هذا العبء* . تسمح القاعدة 415 للمصدر أن يسجل خطة تمويل عامة جيدة تغطي فترة زمنية معينة ، بدلاً من تسجيل كل إصدار بمفرده . تكاليف إنشاء مثل هذا البرنامج ضخمة ؛ ولكن بمجرد الانتهاء من إعداده ، التكاليف الإضافية للإصدار التالي وما يليه قليلة تماماً . تصدر معظم MTNs الآن طبقاً لمثل هذه البرامج .

سوق المال الدولي

جنباً إلى جنب مع الأعمال المصرفية لعملة الإيرو ، وسوق سندات عملة الأيرو ، يوجد سوق أموال عملة الإيرو . في نهاية سبتمبر 2000 ، قدرت قيمة المبالغ غير المسددة في هذا السوق 286 بليون دولار . ظهر السوق لأول مرة بعد أزمة الدين في بداية عقد الثمانينيات (1980) عندما توقف

* انظر الفصل الأول

عن السداد الكثير من الدول الأقل نمواً (LDCs) عن سداد قروضها من البنوك الدولية . تعرضت البنوك الكبيرة التي تتعامل في عملة الإيرو إلى خسائر كبيرة من هذه القروض ، مما أثر سلباً على مصداقيتها الائتمانية . وجدت الشركات المقترضة الكبيرة فجأة أن أوضاعها الائتمانية أفضل من بنوكها . لذلك ، فإنها تستطيع أن تقترض على نحو أرخص كثير ، بإصدار أوراق مالية باسمها بدلاً من الاقتراض من البنك .

ساعدت البنوك عملاءها للقيام بهذا المشروع من خلال ترتيب معين يطلق عليه "تسهيل إصدار أذون مالية (NIF) note issuance faality" أو تسهيل تدوير ضمان الاكتتاب Revolving Underwriting RUF Facility. هذا التزام من البنك متعدد السنوات لمساعدة العميل على إصدار ورقة مالية أو على إقراضها - ما هو أرخص بالنسبة للشركة المقترضة . في الواقع ، الجمع بين تسهيلات السيولة ، وتدعيم الائتمان ؛ يؤدي هذا الترتيب نفس وظيفة خط الائتمان أو خطاب الضمان في سوق الأوراق التجارية في U.S. . الورقة التي تصدر طبقاً لأي من NIF أو RUF تسمى إذن إيرو Euronote .

فيما بعد ، بدأ المقترضون يصدرون أوراقهم من خلال المضاربين بدلاً من البنوك . مثل هذه الورقة يطلق عليها " ورقة تجارية إيرو " . هذه الورقة أقل تقيماً من ورقة U.S. التجارية ، على الرغم من أن التقييم قد أصبح أكثر شيوعاً . تعويضاً عن نقص التقييم ، يكشف مضاربو الإصدار إلى المشتريين المحتملين معلومات مكثفة عن الشركة المصدرة .

تقترض البنوك أيضاً من أسواق إيرو المالية . لأن الإيداعات الوقيية بالإيرو دولار لها فترة استحقاق ثابتة ، فإنها تكون غير سائلة . لذلك بدأت البنوك تعرض - بأسعار فائدة مخفضة - NCDs قابلة للنقل . مبلغ NCDs

إيرو غير المسددة صغير نسبياً - أقل من 10 في المائة من مبلغ إيداعات الإيرو دولار المنتظمة .

كما هو الحال مع سوق أموال U.S. ، قد امتد سوق أموال إيرو إلى فترات استحقاق أطول . الأداة هي إيرو MTN (EMTN) . قد نما سوق هذه الأداة سريعاً ، وبحلول عام 1996 كان أكبر حجماً من نظيره MTN بالدولار الأمريكي الطبيعي . بسبب سرعته في الإصدار ، وتكاليفه المنخفضة (بمجرد الانتهاء من البرنامج) ومرونته ، تسيطر الآن أداة EMTN على سوق الدين العالمي .

الكثير من الأوراق المالية في سوق أموال إيرو من فئة الدولار الأمريكي (على الرغم من أن الين الياباني عملة مسيطرة على سوق EMTN) . مع ذلك ، الشركات المصدرة بعملة تختلف عن عملتها الوطنية، تحول عادة الأموال التي تجمعها إلى عملتها المحلية باستخدام مقايضات العملة . يفعل المستثمرون عادة فسخ الشيء عندما يشترون أوراقاً مالية بفئة عملات أخرى . سوف نرى كيف تعمل المقايضات في الفصل السادس .

تبني منهج الأوراق المالية *Securitization*

يوظف كل من سوق المال وسوق السندات منهج الأوراق المالية - رأينا هذا الأسلوب لأول مرة في الفصل الثالث في تطبيقه على القروض برهونات . في الواقع ، تبني منهج الأوراق المالية في القروض برهونات قد كان نجاحه لافتاً إلى حد أن المصرفيين مشغولون بشدة على تطبيقه على كل شيء

يستطيعونه . تحظى الفكرة باهتمام كبير أيضاً خارج U.S. - في أوروبا ، في اليابان ، وفي أسواق الدين العالمية .

ما هي الفكرة بالضبط ؟ أبسط طريقة للتفكير فيها كالاتي . إحدى الهيئات أو المنظمات لديها أصول في شكل أوراق قبض - أموال مملوكة لها لدي آخرين . هذه المنظمة بدلاً من الاقتراض مباشرة لتمويل أوراق القبض الخاصة بها ، تختار أن تبيعها إلى وحدة تنظيمية تنشأ خصيصاً لهذا الغرض تسمى آلية ذات غرض خاص (SPV) special - purpose vehicle . لتمويل شرائها لهذه الأوراق ، تصدر SPV أوراقاً مالية باسمها مستخدمة أوراق القبض كضمان مادي . تعرف الأوراق المالية التي تصدرها SPV بأنها " أوراق مالية تدعمها أصول معينة " .

في تطبيق منهج الأوراق المالية على القروض برهونات " المنظمة " هي البنك أو شركة الأوعية الادخارية ؛ أوراق القبض هي قروض الرهونات؛ SPV هي التجميع التراكمي للقروض برهونات ، والأوراق المالية المدعومة بأصول هي : شرائح قرض الرهونات , pass - throughs , CMOs . ومع ذلك ، كما سوف نرى ، تعمم الفكرة ببساطة جداً إلى منظمات أخرى ، أوراق قبض أخرى ، أو إلى SPVs أخرى ، وإلى أنواع أخرى من الأوراق المالية المدعومة بأصول .

لماذا تستخدم منظمة ما هذا الترتيب المعقد ، بدلاً من الاقتراض ببساطة مباشرة بنفسها لتمويل أوراق القبض لديها ؟ يقدم تبني منهج الأوراق المالية مزايا عديدة ممكنة . يمكن أن يكون هذا أكثر أو أقل أهمية في كل حالة معينة .

لا تتلاءم الأصول مع الخصوم

كما رأينا في الفصل الثالث ، الدفع الأساسي في حالة تبني منهج الأوراق المالية في القروض برهونات كان عدم الملاءمة بالنسبة للبنوك وشركات الأوعية الادخارية بين القروض برهونات كأصول وخصومها النمطية . إن تمويل استحقاقات طويلة ، قروض برهونات ذات أسعار ثابتة بعرض هذه المؤسسات المالية إلى مستوى ضخم من مخاطر أسعار الفائدة ، لأن فترة استحقاق خصومها قصيرة . أيضاً لأن القروض برهونات غير سائلة ، فإنها تخلق احتمال ظهور مشكلة ظهور سيولة إذا تعرضت المؤسسة المقرضة إلى خسارة إيداعاتها . يمكن حل هذه المشكلات بأخذ قروض الرهونات بعيداً عن كشف ميزانية المؤسسة المنشئة للقرض من خلال تبني منهج الأوراق المالية .

تفادي تكاليف اللوائح التنظيمية

قد رأينا أن اللوائح التنظيمية المصرفية قد زادت تكاليف الإقراض بوساطة البنوك ، وأن النظام المالي قد وجد ما يساعده على الالتفاف حول هذه اللوائح لتفادي هذه التكاليف . على سبيل المثال ، قد أخذت البنوك جزءاً كبيراً من إقراضها التجاري بعيداً عن كشوف ميزانياتها بمساعدة عملائها على إصدار أوراق تجارية أو ببيع توحيد القرض أو توحيد جهة الإقراض إلى مؤسسات غير بنكية . يمرر الوفر في التكاليف اللائحية إلى العملاء في صورة أسعار اقراض مخفضة ، ويستبدل البنك هامش سعر الفائدة الذي كان يمكن أن يكسبه بإحلال أتعاب العملية كدخل له .

لأن هذه الطرق تعتبر إقراض بدون علاقة ، فإنها تتفق فقط مع المقترضين الكبار وذوي المصداقية الائتمانية . في حالة الإقراض إلى الأفراد كمستهلكين عاديين ، تكون القروض لكل شخص صغيرة جداً بحيث

لا تغطي تكاليف العمليات ، وائتمان المقترضين ليس جيداً بدرجة كافية .
يضاف إلى ذلك ، أن الإقراض بدون علاقة لا يتفق بسهولة مع عناصر
العلاقة التي تعتبر ضرورية في حالة الإقراض إلى المستهلك النهائي .

ومع ذلك ، كما أظهر تبني منهج الأوراق المالية في القروض
برهونات ، أنه من الممكن حل كل هذه المشكلات . يمكن تناول حجم
الإصدار بتجميع القروض تراكمياً في وحدة SPV وإصدار أوراق مالية
معينة يدعمها التجميع التراكمي . يمكن تناول الإصدار الائتماني بتدعيم
ائتمان التجميع التراكمي بطريقة أو بأخرى . يمكن تناول مشكلة العلاقة
بجعل منشئ القرض يستمر في خدمته مقابل أتعاب معينة .

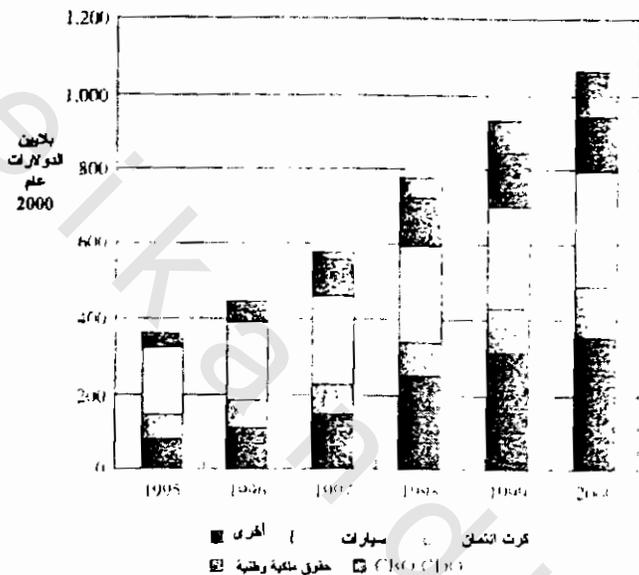
قد استخدمت البنوك هذه الطرق لتبني منهج الأوراق المالية في
القروض بأنواعها المختلفة . قروض السيارات (الأوراق المالية المدعومة
بأصول تسمى CARS) ، وأوراق القرض المدعومة . دخل منهج الأوراق
المالية في أنواع أخرى من قروض المستهلك متضمنه قروض حقوق ملكية
المنزل ، قروض المساكن الجاهزة ، وقروض الطلبة . تبنت البنوك أيضاً
منهج الأوراق المالية مع الاقتراض التجاري . نمطياً ، هؤلاء مقترضون
صغار جداً أو يفتقرون إلى الائتمان لإصدار أوراق تجارية . في الواقع ،
كان تأجير أجهزة الكمبيوتر يمثل أول أنواع الدين غير المرتبط بقروض
الرهونات التي يخضع لمنهج تبني الأوراق المالية .

يمكن رؤية النمو السريع في المبالغ التي لم تسدد من أنواع الأوراق
المالية المختلفة المدعومة بأصول معينة في اللوحة 4 - 7 . يضاف إلى ذلك ،
أن بنوك عملة الإيرو قد بدأت في إخضاع القرض الموحد مع تعدد البنوك
بالنسبة لمقترض واحد أو إشراف بنك واحد إلى منهج الأوراق المالية .
يتمثل مجال النمو الأكبر لاستخدام هذا المنهج في الورقة التجارية عالية

المخاطر . بدأت أوروبا في تبني منهج الأوراق المالية ، ولكن لا يزال يمثل سوقاً صغيرة هناك . كانت مبالغ الإصدارات الجديدة في أوروبا حوالي 34 بليون دولار في عام 2000 مقارنة بأكثر من 200 بليون في U.S.

اللوحة 4 - 7

الأوراق المالية المدعومة بأصول ولم تسدد ، عام 2000



المصدر : The Bond Market Association, The Federal Reserve System

مزايا الهندسة المالية

من المعالم الجوهرية لإخضاع الورقة التجارية والقروض الموحدة إلى منهج الأوراق المالية أنها قد خلقت فرصة بالنسبة للهندسة المالية . تستطيع SPV أن تصدر أنواعاً مختلفة من الأوراق المالية ، لكل منها حق مختلف على التدفق النقدي من أصول معينة . سوف تتباين الأنواع المختلفة من الأوراق المالية من حيث المخاطر ، وفي طرق أخرى ، وبالتالي سوف تجذب المستثمرين من فئات مختلفة . رأينا مثلاً على هذا في الفصل الثالث مع

خلق شرائح IO وشرائح PO ، التي تستند إلى قروض pass – throughs . بإصدار المزيج الصحيح من الأوراق المالية ، فإن المنظمين لمنهج الأوراق المالية يستطيعون تخفيض تكاليف تمويل الأصول الأساسية .

مثال ، لكي نرى كيف يعمل هذا ، دعنا نتناول مثالاً بسيطاً . اشترت إحدى وحدات SPV تجميعاً تراكمياً pool بمبلغ 1 بليون دولار من القروض ذات الخطورة . مولت الشراء بإصدار سندات بقيمة 900 مليون دولار ، وأسهم عادية بمبلغ 100 مليون دولار . بينما القروض المشتراة تقييمها تحت " درجة استثمار " ، فإن الخسائر في أسوأ الحالات لا تتعدى 100 مليون دولار . حيث أن السندات التي أصدرتها وحدة SPV لها حق الأولوية على أصولها ، فإن عبء كل المخاطر يقع على عاتق المشتريين للأسهم العادية . إذا حدث توقف عن السداد فهم الذين يتحملون الخسائر .

ومن ثم ، فإن السندات ، متحررة عملياً من المخاطر ، ويمكنها أن تحصل على تقييم " درجة استثمار " . يجعلها هذا قابلة للتسويق إلى حد كبير عن القروض الأساسية . تباع السندات نمطياً إلى صناديق المعاشات وصناديق الأموال التبادلية . يمكن بيع الأسهم العادية إلى أموال مغطاة حيث الاستعداد لتحمل المخاطر في مقابل إيراد أعلى متوقع .

في الواقع ، عادة تستخدم ترابطات أوراق مالية أكثر تعقيداً . نمطياً ، تصدر SPV أجزاء متعددة من الدين مع أقدميات مختلفة وبالتالي درجات مختلفة من المخاطر - تشبه تلك التي رأيناها مع CMOs في الفصل الثالث . توجد أيضاً تباينات خارجية أخرى . على سبيل المثال ، تطلعا إلى اللجوء إلى سوق ضخم للأوراق المالية المدعومة بقروض رهونات ، فقد أصدرت SPVs دليلاً لاستهلاك الدين . هذه سندات ذات تدفق نقدي التي تحاكي تلك الديون المدعومة بقروض رهونات .

بعض التطبيقات . تستخدم الهندسة المالية " لتحويل " (على الأقل جزئياً) أنواع مختلفة من الدين الخطر إلى " درجة استثمار " - ورقة تجارية تدعمها أصول معينة . في نهاية عام 2000 كان يوجد ما يقرب من 640 بليون دولار لم تسدد تصل نسبتها إلى 40 في المائة من كل الأوراق التجارية . تعتبر الديون الموحدة من خلال منهج الأوراق المالية أساس ما يطلق عليه " التزامات القرض ذي الضمان المادي " . حوالي 36 بليون دولار خضعت لمنهج الأوراق المالية في عام 1999 (كانت الذروة في عام 1998 ، بقيمة 78 بليون دولار) . وكانت السندات ذات العائد المرتفع junk bonds ، أساس التزامات " السند ذي الضمان المادي " ما يقرب من 53 بليون دولار سندات ذات عائد مرتفع خضعت لمنهج الأوراق المالية في 1999 .

سندات Cat . تطبيق مثير بصفة خاصة في خلق سندات تتعلق بديون الكوارث تحت مسمى Catastrophe - linked أو سندات Cat كبديل لإعادة التأمين التقليدية . فيما يلي كيف تعمل هذه السندات . لنفرض أن إحدى شركات التأمين قد أعلنت عن اكتتاب في تغطية كوارث بمطالبات تصل إلى 1 بليون دولار . يمكنها أن تحمي نفسها بإنشاء وحدة SPV تضع فيها قسطاً بمبلغ 30 مليون دولار . تباع SPV سندات Cat بمبلغ 970 مليون دولار . تستثمر إيرادات البيع مع القسط في أوراق مالية الخزنة .

إذا لم يكن هناك خسائر تذهب كل أصول SPV إلى المشتريين لسندات Cat . يعني هذا ، أن المشتريين الذين دفعوا مبلغ 970 مليون دولار في السندات يتسلمون الفائدة والمبلغ الأصلي بالكامل 1 بليون دولار من أوراق مالية على الخزنة - عائد جيد جداً .

ومع ذلك ، في حالة وجود خسائر تذهب أصول SPV إلى تغطية تلك الخسائر أولاً . بعد ذلك ، ما قد يتبقى يذهب إلى الذين يشترون سندات cat . إذا كانت الخسائر تساوي 300 مليون دولار ، على سبيل المثال ، فإن المشتريين لسندات cat ، سوف يستردون فقط 700 مليون دولار .

تفادي إحلال الائتمان السلبي

السبب الآخر الذي يدفع منظمة ما إلى تبني منهج الأوراق المالية في أوراق القبض التي لديها ، أن هذا قد يمدها بأموال أرخص من الاقتراض المباشر باسمها . سوف تكون هذه هي الحالة ، عندما تكون أوراق القبض أكثر جاذبية كأصل من الدين كقرض للمنظمة نفسها .

مثال . لنفرض أن شركة تركية قد باعت مواد كيميائية إلى شركة صناعية كبيرة في ألمانيا مع ائتمان تجاري لمدة 3 شهور . قد تجد الشركة التركية أنه من الصعب عليها الاقتراض باسمها دولياً ، لأن مركزها الائتماني ليس معروفاً جيداً ، وأن المخاطر التي تقلل من شأنها قد تجعل من الصعب على الشركة أن تسدد دينها . تستطيع الشركة التركية أن تجمع أموالاً ببيع أوراق القبض التي لديها إلى وحدة SPV ، التي تصدر بعد ذلك أوراقاً مالية في سوق الأموال العالمي . SPV ، المدعمة مباشرة بأوراق قبض عالية الجودة ، وموقعها خارج تركيا ، سوف يكون لديها ائتمان ممتاز ، وسوف تكون متحررة من مخاطر العملة .

عندما تقترض الشركة التركية لتمويل الائتمان التجاري للأخرين ، فإنها تعمل كمؤسسة مالية وسيطة . عادة ، نحن نتوقع الإحلال الائتماني من المؤسسة المالية الوسيطة لتخفيض تكاليف الائتمان . ومع ذلك ، في هذه الحالة ، لأن الشركة التركية أضعف من حيث المخاطر الائتمانية من

عملائها ، فإنها ترفع التكاليف بدلاً من أن تخفضها . هذه حالة إحلال ائتماني سلبي . يتقادي تبني منهج الأوراق المالية الإحلال الائتماني السلبي ؛ بإخراج الشركة التركية من دائرة الوساطة . وربط التمويل مباشرة بالأوراق المالية . شراء أوراق القبض بالخصم (factoring) ، شراء أوراق القبض بالخصم التي تنشأ في التجارة الدولية (forfeiting) ممارسة بيع أوراق القبض ليست شيئاً جديداً . لقد أخذت تقليدياً شكل مؤسسة مالية تشتري أوراق القبض من الشركات التجارية وتحصيل حساباتها . لناخذ مثال شركة منتجة للملابس قد باعت ما قيمته 1 مليون دولار سلع إلى 20 تاجر تجزئة . لنفرض أن المنتج منح التجار ائتمان تجاري لمدة 60 يوماً . ومع ذلك ، تحتاج الشركة المنتجة إلى النقدية بدون تأخير ، ويريد أن يتقادي مشاحنات تحصيل أوراق القبض . تستطيع الشركة المنتجة أن تبيع أوراق القبض التي لديها إلى مؤسسة مالية مهمتها شراء مثل هذه الأوراق وتحصيل حساباتها ، يطلق عليه factor . في U.S. ، نجد أن Factoring شائعة جداً في صناعة الأقمشة والملابس الجاهزة ، وتمثل دائرة أعمال كبيرة . في عام 1999 ، كان حجم أعمال هذه الصناعة على مستوى العالم 575 مليون دولار ، وكانت تنمو بسرعة . إن Factoring أكثر أهمية في أوروبا منها في أمريكا ، وخاصة في إيطاليا وبريطانيا . أيضاً ، تعتبر لندن مركزاً لشراء وعود الدفع التي يصدرها المستوردون على النطاق العالمي ، وتسمى forfeiting ؛ وهي في الواقع نوع من factoring ولكن على أساس التجارة الدولية .

في كلتا الحالتين - تعاملات محلية أو دولية - تباع أوراق القبض إلى مؤسسة وسيطة ، والتي تمول نفسها بإصدار خصومها الخاصة . في تبني منهج الأوراق المالية ، تباع أوراق القبض إلى وحدة SPV ، التي تصدر حينئذ الأوراق المالية باسمها . الهيكل التنظيمي متشابه تماماً . يتمثل

الفرق الجوهرى في أن كلاً من factoring وإيضاً forfeiting يتضمنان عنصراً أكبر من " العلاقة " ويتطلب إلى حد كبير المزيد من العمل في تحصيل أوراق القبض . حينئذ ليس مستغرباً أن factoring أكثر تكلفة بالنسبة لمالك أوراق القبض منه في حالة تبني منهج الأوراق المالية * . SPV عبارة عن كيان قانوني بالكامل . إنها ليست حقيقة مؤسسة مالية وسيطة ، كما هو الحال مع factor أو forfeit ، وأن إنشائها بغرض أداء أي عمل فعلي . إذا كان هناك عمل لابد من القيام به ، يجب أن يكون من خلال منشئ أوراق القبض ، ومقابل أتعاب ، ويتعلق بتبني منهج الأوراق المالية لقروض الزهونات ، وقروض المستهلك .

تبني منهج الأوراق المالية في أنواع أخرى من أوراق القبض . يصور مثالنا عن الشركة التركية فئة من المقترضين الذين يمكنهم تبني منهج أوراق القبض من تفادي الإحلال الائتماني السلبي - الشركات في البلدان النامية التي تحمل أوراق قبض من شركات في بلدان متقدمة . الفئة الأخرى من الشركات المقترضة التي يمكن أن تستفيد ، تتمثل في الشركات ذات الائتمان الضعيف - الشركات الصغيرة ، الشركات التي في أزمة مالية ، الصناعات سريعة الزوال - التي لديها أوراق قبض آلت إليها من مصادر ذات ائتمان جيد . لقد تبنت اختصاصت الحكومات المحلية منهج الأوراق المالية في إيرادات عوائد أو رسوم الطرق ، إيرادات تذاكر أماكن انتظار السيارات ، وضرائب الرهن العقاري : كل مصادر الإيرادات هذه أكثر تماسكاً من دين البلديات ذاتها . حتى الأفراد - نجوم السينما ، المؤلفون ، وبعض الشخصيات المهنية

* تشتري مؤسسات factors أوراق القبض بخصم يتراوح من 5 إلى 10 في المائة ، بالإضافة إلى تقاضي أتعاب مقابل أنشطتها التالية من 15 - 20 في المائة ، والأكثر من هذا أنها لا تسلم الأموال في الحال . عند تبني منهج الأوراق المالية ، يمكن أن يحقق للبانع لأوراق القبض من 30 إلى 40 في المائة نقد وفي الحال .

الأخرى قد تبثوا جميعاً منهج الأوراق المالية فيما لهم من حقوق لدى الآخرين .

عندما يكون الأمر متعلقاً بتبني منهج الأوراق المالية في إيرادات رسوم الطرق والإتاوات فإننا لا نتحدث حقيقة عن أوراق قبض - ديون حقيقية مدين بها آخرون . ومع ذلك ، الأصول التي تخضع لمنهج الأوراق المالية ، تشبه الديون من حيث أنها تمثل تدفق نقدي مستقبلي متوقع . على الرغم من أن هذا التدفق النقدي لا يعد به أحد ، كما هو الحال مع أوراق القبض الحقيقية ، فإنه إلى حد بعيد يمكن الاعتماد عليه ، وأنه قابل للتوقع . إن هذا يجعل تلك الأصول أساساً جيداً لمنهج أوراق الذي " ينشئ تدفقاً مستقبلياً " . أخذت الفكرة من المقترضين التجاريين أيضاً : على سبيل المثال، قد أخضعت بنوك قروض الرهونات الأتعاب التي تتوقع استلامها مقابل خدمات قروض الرهونات إلى منهج الأوراق المالية .

لقد أكملنا جولتنا حول أسواق الدين ، وجاهزون للتحرك نحو شكل آخر من أشكال التمويل - الأسهم العادية : equities .

التلخيص

- الأساس في فهم الدين بكل أشكاله يمثل حاجة المقرض إلى التحكم في المخاطر .
- الأساس في التحكم في المخاطر يتمثل في المعلومات . حيث أن معلومات الائتمان تدخل في إطار المصلحة العامة ، توجد ترتيبات متنوعة لتجميعها وتقييمها ، وجعلها متاحة لأي مقرض محتمل .
- توفر هيئات كثيرة تقييم لجودة الدين . ترجع أهمية التقييم ، على الرغم من القيمة المتواضعة للتأمينات إلى الدلالة المتزايدة التي يعطيها منظمو اللوائح للتقييم .

- يتطلب ترتيب القرض كتابة عقد بين المقترض والمقرض . تقدم شروط العقد للمقرض عدداً من الطرق للحد من الخسائر المحتملة والتحكم في المخاطر - الأولوية ، الشروط المفيدة للمقرض ، وأمن القرض في صورة ضمان مادي، أو ضمان طرف ثالث .
- وظيفة الضمان المادي في الإقراض التجاري لا تعوض المقرض كثيراً في حالة التوقف عن السداد ، إنها أكثر من هذا توفر له طريقة لرقابة سلوك المقترض ، ولذلك تقلل من احتمال حدوث التوقف عن السداد .
- يمكن أن يفكر المرء في الضمان الشخصي على أنه فصل بين مخاطر الائتمان والتمويل. يتحمل أحد الأطراف مخاطر الائتمان ، ويقدم الطرف الآخر الأموال للقرض.
- بعض أشكال الدين تتضمن عنصر حقوق ملكية - لتوفير مزيد من المرونة ، لتقديم مزيد من الرقابة ، ولتعويض مخاطر تدني الإيراد بتوفير احتمال ارتفاع الدخل .
- في تمويل العلاقة (معظم الإقراض من الوسطاء) ، ينخرط منشئ القرض مع المستفيد في علاقة وثيقة ومستمرة للرقابة . في المقابل ، التمويل بدون علاقة (معظم الإقراض إصدارات عامة) يوجد مسح للمعلومات مسبق ، ولكن قليل من الرقابة اللاحقة أو غير موجودة .
- الطرق المتاحة لرقابة مخاطر الدين بدون علاقة محدودة . ومن ثم ، فإن هذا الشكل من الإقراض في حقيقته لا يتلاءم مع المقترضين ذوي المخاطر المرتفعة .

- يوفر إقراض العلاقة رقابة أفضل للمخاطر ، ولكنه أكثر تكلفة .
ولذلك ، المقترضون ذوو المخاطر الأقل ، من المحتمل أن يعتمدوا على الإقراض بدون علاقة .
- سندات البلدية التي تصدرها مستويات حكومية تحت المستوى القومي تختلف عن دين الحكومة القومية ، من حيث أنها ليست خالية من المخاطر . تتمتع سندات البلدية بمزايا ضريبية في U.S. . على خلاف سندات الشركات ، إنها غالباً مؤمنة .
- سندات الشركات التي تصدر إلى الجمهور تعتبر أوراقاً مالية بدون علاقة : يلزم أن تكون منخفضة المخاطر ، وأدواتها منخفضة الصيانة . يميل المصدرون إلى أن تكون شركات كبيرة ومستقرة ولها سجلات متابعة جيدة . إنها تتجه أيضاً إلى الدخول إلى دوائر أعمال أقل خطورة نسبياً ومن السهل مراقبتها .
- يحدث معظم الإقراض الدولي بعيداً عن الحدود0 في سوق الإيرو . يتقاضي هذا التكاليف اللاتحوية للإصدارات المحلية . عملية ضمان الاكتتاب تنافسية إلى حد بعيد .
- يقدم سوق الإصدارات الخاصة التقليدية للمصدرين الصغار مزايا قروض العلاقة . يقدم سوق الإصدارات الخاصة طبقاً " للقاعدة 144a " للمصدرين الكبار طريقة لتقاضي التأخيرات في الإصدار العام ، والحاجة إلى الكشف عن البيانات العامة .
- قد فتحت سوق السندات ذات العائد المرتفع السوق أمام مصدري السندات التي تقيّمها تحت " درجة استثمار " بتوفير نوعاً من " العلاقة " .

- توحد سوق المال بسبب التكاليف اللائحية المفروضة على الإقراض قصير الأجل خلال الوساطة المالية .
- تصدر الورقة التجارية فقط بواسطة دائنين جيدين . لأنه يتكرر إصدارها كثيراً ، يحصل المصدرون عادة على تدعيم سيولة من البنك . بعض المصدرين يحصلون على دخول سهل إلى السوق من خلال شراء ائتمان مدعم أو من خلال حالات قبول مصرفين .
- عدد من تباينات الورقة التجارية يمتد إلى سوق المال إلى مصدرين غير تجاريين ، وإلى فترات استحقاق أطول .
- يسمح تبني منهج الأوراق المالية لمؤسسة تنظيمية معينة بتمويل أوراق القبض مباشرة عن طريق إنشاء SPV ، لكي تصدر أوراقاً مالية مدعمة بأوراق القبض تلك . يتمثل الدافع في تفادي التكاليف اللائحية ، لتوفير فرصة للهندسة المالية ، أو للاستفادة بالأوراق المالية التي تعتبر أكثر تماسكاً من المؤسسة التنظيمية ذاتها .

أسئلة للمناقشة

- 1- لماذا المعلومات مهمة للمقرضين ؟ للمقترضين ؟ ما نوع المعلومات التي تحتاج إليها الأطراف المنخرطة في عمليات التمويل ؟ لماذا من المفيد تركيز جمع وتوفير المعلومات في جهة واحدة ؟ كيف ينفذ هذا؟ هل إمكانية توفير المعلومات الجيدة يفيد المقترضين ؟ أيها يهم المقترضون ؟
- 2- لماذا أهمية هيئة التقييم مثيرة للدهشة ؟ ما هو التفسير ؟
- 3- ما أنواع الشروط التي تتضمنها عقود القروض نمطياً ؟ ما وظيفة كل منها ؟

4- ما نوع الشركات المصدرة التي تتناسب بصورة طبيعية سوق دين الإصدار العام؟ والتي لا تتناسب؟

5- في كثير من البلدان النامية حيث تمويل الدين يعتبر نادراً . أوجد هذا العجز إلى حد ما القطاع غير الرسمي . النصيحة العامة أن يؤمن القرض بشيك ذي تاريخ لاحق . في البلدان حيث تستخدم هذه الآلية، الفشل في صرف الشيك جريمة . إذا لم يسدد المقرض ، يودع المقرض الشيك . إذا رفض الشيك يسجن المقرض (فسي بوليفيا يصل السجن إلى 4 سنوات)

(أ) هل هذه طريقة جيدة للتعامل مع التوقف عن السداد؟ كيف تعتمد الإجابة على مخاطر القرض؟

(ب) كيف سوف يؤثر الاعتماد على هذه الطريقة على مبلغ الإقراض الذي يحدث؟

6- ترغب شركة Soporifics في اقتراض 2 مليون دولار من " البنك القومي الثاني " . يجب أن يحقق " القومي الثاني " 8 في المائة حقوق الملكية -- إلى - نسبة القروض ، ونسبة احتياطي 8 في المائة على NCDs .

أ- ما هي الأموال الإضافية التي يجب أن يجمعها البنك (كم وبأي شكل) لتمويل القرض؟

ب- يطلب " بنك القومي الثاني " عائداً على حقوق الملكية 20 في المائة ، ويجب أن يدفع فائدة على NCDs 10 في المائة ، بالإضافة إلى 25 سنتاً عن كل 100 دولار تأمين إيداعات . ما هو أدنى سعر فائدة يمكن أن يتقاضاه على القرض لتحقيق ربح؟

- 7- لماذا يدعو إلى الدهشة وجود سوق في سندات الإيرو ؟ لماذا استمر هذا السوق مزدهراً ؟ كيف تتوقع حدوث الإقراض العالمي ؟ ما الأسباب الأولية لنمو سوق سندات الإيرو ؟
- 8- كيف تختلف وظيفة الضمان المادي بين قرض الرهونات ، وقرض دائرة عمل مؤمن ببرنامج software مكتوب على موقع web ؟ ما المزايا للمقرض في كل حالة ؟ ما المزايا للمقترض ؟
- 9- الضمانات الشخصية والوساطة المالية أمثلة للإحلال الائتماني . ما مؤهلاتها النسبية ؟ متى من المحتمل استخدام كل منها ؟
- 10- ما هي الطرق التي تعطي للمقرض حصة في حقوق ملكية المقترض ؟ لماذا يجب أن تفعل الشركة المقترضة هذا ؟
- 11- ما العقبات التي أمام تطوير سوق السندات ذات العائد المرتفع ؟ كيف تم التغلب عليها ؟
- 12- ما هي SPV ؟ كيف تختلف عن صندوق المال التبادلي ؟
- 13- ما الأسباب التي تدعو إلى تبني منهج الأوراق المالية لكل من الآتي؟
- (أ) القروض برهونات
- (ب) دين كارت الائتمان ، قروض السيارات ، الإيجارات
- (ج) الورقة التجارية المدعمة بأصول معينة وأيضاً التزامات السند المضمون مادياً
- (د) أوراق قبض بالعملات الأجنبية في البلدان النامية
- (هـ) رسوم النوتة الموسيقية
- 14- توجد فئتان من المقترضين تستخدم سوق الإصدارات الخاصة :
- الفئة (1) : شركات متوسطة الحجم
- (2) : شركات ذات جدارة ائتمانية عالية

(أ) في عام 1995 تبنت SEC " القاعدة 144a " . هل من المحتمل أن تؤدي هذه القاعدة إلى تطوير سوق ثانوية نشيطة في " الفئة (1) إصدارات خاصة ؟

i. لماذا الإصدار العام ليس اختياراً واقعياً بالنسبة لشركات الفئة(1)؟

ii. هل توجد أوراق مالية يسهل نقلها ؟ ما الذي يجعل الورقة المالية سهلة النقل ؟

iii. ما الاتجاه المحتمل للمقترض بالنسبة لنقل دينه بواسطة المقترض الأصلي ؟

(ب) هل سوف تجعل القاعدة 144a سوق الإصدارات الخاصة أكثر جاذبية بالنسبة للمصدرين من " الفئة (2) " ؟

i. ما نوع الشركات التي من المحتمل أن تكون ضمن المصدرين من " الفئة 2 " ؟

ii. لماذا يستخدم هؤلاء المصدرين سوق الإصدارات الخاصة من قبل؟ كيف تغير القاعدة 144a الأشياء ؟

iii. كيف سوف يؤثر تقديم القاعدة 144a على كفاءة النظام المالي ؟

iv. هل تتفق القاعدة 144a مع غرض SEC في حماية المستثمرين ؟

BIBLIOGRAPHY

المراجع

- Ahman, E. I. "The Anatomy of the High Yield Bond Market After Two Decades of Activity— Implications for Europe." New York University Center for Law and Business, 1998
- Alworth, J. S., and C. E. V. Borio. "Commercial Paper Markets A Survey." *BIS Economic Papers* no. 37, April 1993
- Bank for International Settlements "The Changing Shape of Fixed Income Markets." Discussion paper 5, BIS, 2001
- Castor, R., and F. Packer (1994). "The credit rating industry." *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Summer-Fall 1994, 1-26
- Carey, M., S. Prowse, et al. "The Economics of the Private Placement Market." *Financial Markets, Institutions & Instruments* 2 (3): 1-67.
- Carey, M., M. Post, et al. "Does Corporate Lending by Banks and Finance Companies Differ? Evidence on Specialization in Private Debt Contracting." *Journal of Finance* 53, no. 3 (June 1998): 845-878
- Fortune, P. "The Municipal Bond Market, I. Politics, Taxes, and Yields." *New England Economic Review*, September-October, 1991, 13-36.
- Katz, A. W. "An Economic Analysis of the Guaranty Contract." *The University of Chicago Law Review* 66 no. 1 (winter, 1999): 47-116.
- Mann, R. J. "Explaining the Pattern of Secured Credit." *Harvard Law Review* 625 (1997), 639.
- Partnoy, F. "The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies." University of San Diego School of Law, June 1999
- Prowse, S. D. "The Economics of Private Placements Middle Market Corporate Finance, Life Insurance Companies, and a Credit Crunch." *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, third quarter, 1997, 12-24.
- Rosengren, Eric S. "The Case for Junk Bonds." *New England Economic Review*, May-June 1990, 40-49.
- Schwartz, S. L. "The Alchemy of Asset Securitization." *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 1 (1994) 133-154
- Sharpe, S. A. N., and H. Hien (1995) "Capital Market Imperfections and the Incentive to Lease." *Journal of Financial Economics* 39, no. 2-3 (1995): 271-294