

## الفصل الخامس

### سوق الأسهم العادية

### *The Equity Market*

اهدافنا للتدريس من خلال قراءة هذا الفصل ستعرفون أنفسكم :

- الوظيفة الاقتصادية الحقيقية لسوق الأسهم
- مزايا الانتشار الواسع لحمل الأسهم ومشكلاته
- كيف يعمل رأس المال المغامر ولماذا هو مهم

سوق الأسهم العادية هي سوق أسهم ملكية الشركات . في هذه السوق ، يسلم المستثمرون أموالهم اليوم ، في مقابل وعد بحصه من توزيعات الأرباح . رأينا في " الفصل الأول " أن تمويل حقوق الملكية عن طريق الأسهم العادية يتفادي بعضاً من مشكلات مخاطر الدين لأن السداد الموعود ليس محددًا ، فليس هناك توقف عن السداد ، مع كل معضلاته وتكاليفه المرافقة له . ومع ذلك ، يخلق الغموض الشديد للوعد صعوبات في ذاته .

إذا كان الإصدار مع التمويل بالدين متحكماً في المخاطر ، فإن الإصدار مع التمويل بالأسهم العادية ( حقوق الملكية ) يضمن عائداً لمن يقدم التمويل . هل أولئك الذين يسيطرون على المشروع يبذلون أقصى إمكانياتهم لجعل الأرباح أكبر ما يمكن ؟ هل يوزعونها على حملة الأسهم كما يجب ؟

حيث أن مبلغ الأرباح مسألة تتعلق بالحسابات ، هل سوف تكون حساباتهم  
أمنية ؟

كل هذه الحالات في عدم التأكد ، تجعل من الضروري وجود آليات  
لحماية مصالح حملة الأسهم - " آليات ضمان عائد عادل لمن يمولون  
الشركة بالأسهم العادية " . بدون هذه الآليات لن ينجح التمويل بالأسهم  
العادية . لدي البلدان المختلفة آليات مختلفة للسيطرة على الشركة . فهم هذه  
الآليات المختلفة وقدراتها المرتبطة هدفنا الأول في هذا الفصل .

في الفصل الرابع ، تعلمنا أنه توجد طريقتان أساسيتان للإقراض -  
إقراض ذو علاقة ، وإقراض بدون علاقة . مع الإقراض ذي العلاقة ، يبقى  
المقرض منخرطاً عن قرب في مراقبة أداء المقترض وبصورة مستمرة . مع  
الإقراض بدون علاقة ، يوجد التحقيق والمسح مسبقاً ، ولكن لا توجد مراقبة  
مباشرة عندما يعطي القرض . سوف نجد التمييز مع التمويل بالأسهم  
العادية.

سوف نفحص الأسهم العادية العامة أولاً . سوف نرى أن وظيفتها  
ليست ، كما يفترض غالباً تمويل استثمار جديد . ولكن ، وظائفها الأولية :  
السيولة واكتشاف السعر . سوف نلقي نظره بعد ذلك على سوق الأسهم  
الخاصة . على الرغم من أن هذه السوق صغيرة نسبياً ، سوف نرى أنها  
تلعب دوراً محورياً في النمو الاقتصادي .

## السيطرة على الشركة Corporate Governance

### طبيعة المشكلة

المشروع كشبكة من العلاقات . لكي نفهم المسائل المتعلقة بالسيطرة على الشركة، نحتاج إلى أن نفهم طبيعة المشروع في دوائر الأعمال . يوظف مشروع دوائر الأعمال تشكيلة من الموارد معاً ، ويضيف قيمة إليها ، ويبيع المخرجات الناتجة سلعاً كانت أو خدمات . عندما يفعل هذا ، فإنه يخرط في عمليات مع أطراف متنوعة . البعض يوفر المدخلات اللازمة - الموردون ، العاملون ، المديرون ، والتمويلون - بينما يشتري الآخرون المخرجات . تستطيع أن تفكر في المشروع ذاته على أنه شبكة من العلاقات بين هذه الأطراف المختلفة .

يوجد بين هذه العلاقات أطراف عابرة كسحابة صيف : على سبيل المثال ، أولئك الذين يشترون المنتج نقداً في السوق المفتوح . ومع ذلك ، الكثير من العلاقات مستمرة ، وتتضمن درجة من الالتزام . مثل هذه العلاقات عادة تعاقدية : يحكمها عقد بين الطرف المحدد والمشروع بحيث ينص العقد على حقوق والتزام كل طرف . تتضمن الأمثلة عقود التوظيف بين العاملين والإدارة ، وعقود الدين ، مع أولئك الذين يوفرون التمويل للدين .

توجد علاقة تعاقدية من نوع خاص مع المشروع تتمثل في الملكية . جوهر العلاقة نوعان من الحقوق . الأول حق الرقابة : المالكون لهم الكلمة الأخيرة في إدارة المشروع . يتطلب الحق الثاني استلام الإيرادات المتبقية في المشروع - يعني هذا ، المتبقى بعد كل التسديدات التعاقدية والنقدية . من

الطبيعي أن يذهب هذان الحقان معاً - أن أولئك المسؤولين عن القرارات يتحملون النتائج ، كبديل ، أولئك الذين تتحملون النتائج عليهم أن يراقبوا القرارات . في شركات دوائر الأعمال ، حقوق الملكية تلازم أولئك الذين يوفرون تمويل الأسهم العادية .

المساهمون بصفتهم يتحملون المخاطر . لأنهم المطالبون بما يتبقى من إيرادات المشروع فإنهم حملة الأسهم هم الذين يتحملون المخاطر . إذا كان أداء المشروع جيداً ، يستفيدون ؛ إذا كان أداء المشروع سيئاً ، يخسرون . يتحملهم المخاطر ، فإن حملة الأسهم يقدمون خدمة قسيمة للأطراف ذات العلاقات التعاقدية مع المشروع . بسبب تحمل حملة الأسهم المخاطر يستطيع المشروع بيقظة أكبر الوفاء بالتزاماته التعاقدية : على سبيل المثال ، إنه يستطيع بيقظة أكبر دفع أجور ومرتبآت أفرادهِ ، وبقظة أكبر تسديد ديونه . الأمن الإضافي يجعله أكثر جاذبية بالنسبة للأطراف المتعاقدة أن تلتزم بالمشروع . لقد رأينا كيف يعمل هذا مع الدين : مع زيادة نسبة الملكية ، يكون الممول أكثر أمناً في الإقراض . ينطلق نفس المبدأ على العاملين والمديرين الذين يستثمرون في المشروع مهارات محددة ، وبالنسبة للمودعين والعملاء الذين يجدون استثمارات تعتمد على الأداء المتواصل للمشروع .

## انتشار تملك الأسهم

انتشار تملك الأسهم - كما قد رأينا عادة ، تحمل المخاطر يكون أسهل إذا تجزأ الخطر . لذلك توجد ميزة كبيرة في تجزئة الأسهم العادية في المشروع إلى الكثير من الأجزاء الصغيرة . حينئذ يحمل كل جزء عدد من المستثمرين ذوي التنوع الجيد ، بحيث يشكل بالنسبة لكل منهم نسبة صغيرة في محفظته المالية .

لسوء الحظ ، مزايا انتشار تملك الأسهم له تكلفته . عندما يكون تملك الأسهم منتشراً على نطاق واسع ، من غير المتوقع أن يمارس صغار المساهمين الرقابة المباشرة على المشروع بأنفسهم . انتشار تملك الأسهم بالضرورة ترتيب بدون علاقة . المستثمر الصغير الفرد قوته صغيرة لإحداث تأثير على قرارات المشروع ، وتفتقر إلى الحوافز للقيام بهذا . إذا كان أحد المساهمين غير راض على أداء المشروع ، فإنه من الأفضل أن يبيع أسهمه بدلاً من محاولة إحداث تغيير . الهروب أكثر جاذبية من الصوت.

إن كنت تريد فهم تأثيره الداخلي ، فإنك تريد فهم كيفية تأثيره على المساهمين المنتشرين على نطاق واسع غير قادرين على مراقبة المشروع أو مهتمين بذلك ، فقد تركت الرقابة الفعالة في أيدي آخرين . سوف نطلق على هؤلاء الآخرين : ذوي العلاقات الداخلية العالمين ببواطن الأمور ( insiders ) . كما سوف نرى قد يكون هؤلاء هم المديرون في المشروع ، أو هم المساهمون الأفراد الذين لهم مصلحة كبيرة في المشروع كافية لجعل حقوقهم الرقابية فعالة . ليس مستغرباً في ممارسة الرقابة على المشروع ، سوف يضع the insiders مصالحهم أولاً .

توجد طرق كثيرة يستخدمها الداخليون insiders لتعميق مصالحهم على حساب المساهمين بدون علاقة . الأكثر وقاحة تتمثل في السرقة المباشرة . العالمون ببواطن الأمور الداخلية يستطيعون سرقة الدخل والأصول التي تخص المساهمين في الخارج . عندما يكون من الصعب الهروب بالسرقة مباشرة ، توجد طرق أخرى لإخفائها . على سبيل المثال ، يستطيع insiders أن يربتوا لبيع منتجات المشروع أو أصوله بأسعار هدية إلى كيانات تهمهم شخصياً ، أو أصدقائهم أو أقاربهم . عندما توجد عقبات أمام هذا النوع من التعامل الذاتي ، لا تزال هناك بدائل أخرى . على سبيل

المثال ، يستطيع المديرون الصعود بمرتباتهم وحوافزهم إلى أرقام مذهلة .  
أو ، والذي يعتبر الأكثر تخريباً من كل ما سبق ، يستطيعون أن يكونوا  
كسالى ، وغير أكفاء ويفتنون من هذا وبكل هذا .

لماذا وهم ما الضرر في كل هذا ؟ هل يفسد العالمون ببواطن الأمور  
الداخليون الأمر بالفعل ؟ إنه مهم بالفعل ويدعو للقلق الشديد لسببين . الأول،  
إن الاقتصاد يعمل بصورة أفضل عندما تدار المشروعات الاقتصادية بهدف  
تعظيم العائد للمساهمين . لا يعني هذا تجاهل مصالح الأطراف الآخرين :  
إن مصالحهم يحميها العقد . ومع ذلك ، إذا أخذنا هذا في الاعتبار ، سوف  
يأتي الاستخدام الأفضل من الموارد الاقتصادية ، إذا كان أولئك الذين  
يتحكمون في المشروعات يسعون إلى مصلحة المساهمين باعتبارها المصلحة  
الوحيدة - بمعنى إذا ركزوا على النتائج النهائية . على سبيل المثال ،  
المديرون قد لا يحبونها ، ولكن من الأفضل ؛ إذا لم يكونوا على المستوى  
المطلوب من الكفاءة والجدارة ، أن تلغي عقودهم . أو إذا المشروع يعمل في  
دائرة عمل في حالة انهيار ، ويتم تشغيله بخسارة ، العاملون قد لا يحبونها ،  
ولكن من الأفضل ؛ أن يغلق المشروع وتنتهي عقودهم .

السبب الثاني ، في أنها ليست فكرة جيدة بالنسبة " للداخليين " أن  
يضرروا بمصلحة حملة الأسهم بدون علاقة ، إنها تجعل تملك الأسهم بدون  
علاقة غير جذابة . إذا اعتاد الداخليون على خداع حملة الأسهم بدون علاقة،  
سوف يجف مورد تدفق تملك الأسهم بدون علاقة . سوف لا ينجح التمويل  
عن طريق الأسهم العادية بدون علاقة في مثل هذه الظروف . لا يعني هذا  
أنه يجب تعظيم عائدات حملة الأسهم بدون علاقة . إنه يعني فقط جعل حملة  
الأسهم بدون علاقة في أوضاع جذيرة بالاحترام . بعض سرقات العالمين

ببواطن الأمور الداخليين يمكن تحملها ، ولكن إذا نسوا ضميرهم ودينهم لا ينبغي أن يسرقوا كثيراً ، بل الأفضل ألا يسرقوا بالمرّة .

آليتان أساسيتان للتحكم في الشركة . إن ما تحتاج إليه حينئذ بعض طرق تقييد سلوك "الداخليين" لضمان عائد معقول للمساهمين بدون علاقة على استثماراتهم . توجد أساساً آليتان متاحتان ، الأولى الحماية القانونية : القانون واللوائح التنظيمية ، التي تطبق على وجه صحيح ، يمكن إلى حد ما أن تحمي المستثمرين بدون علاقة من السلوك غير المسئول من "الداخليين" . تتمثل الآلية الأخرى في الاعتماد على بعض الأطراف ذوي السلطة والمصلحة اللازمين لرقابة المشروع نيابة عن المستثمرين بدون علاقة .

سوف نرى أن أسواق الأسهم في بلدان مختلفة ، وفي أوقات مختلفة قد اعتمدت على الربط بين كل من هاتين الآليتين . يبدو أن واحدة بمفردها غير كافية .

### الحماية القانونية

ديمقراطية المساهم . للمساهمين حقوق قانونية معينة . في الواقع ، رسمياً ، هم الذين لهم الرقابة النهائية على المشروع . يفترض أنهم يمارسون هذه الرقابة بالتصويت على مجلس الإدارة ، الذي بدوره يعين المديرين ويراقب أداؤهم . تختلف النظم القانونية في طبيعتها الدقيقة في حقوق التصويت بالنسبة لحملة الأسهم بدون علاقة ، وهذا سوف يؤثر على سلطتهم المحتملة.

ومع ذلك ، من النادر أن تكون ديمقراطية المساهم فعالة . أنهم الداخليون هم الذين يسمون المرشحين لمجلس الإدارة ، ونادراً ما يهتم المساهمون بدون علاقة حتى لمجرد التصويت . لأن الداخليين هم الذين

اختاروا أعضاء مجلس الإدارة ، فإن المجلس يهتم أكثر بإرضائهم أكثر من اهتمامه بالأغلبية الساحقة من المساهمين الذين لا يعرفون أسماءهم ، والذين يفترض أن مجلس الإدارة يمثلهم . يضاف إلى ذلك ، الرقابة عمل صعب . الحصول على الخبرة والمعلومات اللازمين للرقابة يتطلب مجهوداً . لماذا يهتمون ؟ لماذا لا يقبلون ببساطة تأكيدات " الداخليين " بأن كل شيء على ما يرام ؟

الالتجاء إلى المحاكم . ومع ذلك ، يوجد خط ثان من الدفاع . إذا شعر المساهمون بأنهم قد تعرضوا إلى حالة خداع ، يمكنهم اللجوء إلى المحاكم . يدرك القانون في معظم الاقتصاديات المتقدمة أن أولئك الذين يتحكمون في الشركة عليهم " واجب الولاء " إلى المساهمين . أشكال التعامل مع النفس ترى على أنها انتهاك للواجب .

توجد أيضاً هنا مشكلة " من يركب الموجة " . إنه ليس معقولاً بالنسبة لمستثمر صغير في الشركة أن يدخل في متاهات وتكاليف التقاضي ، بينما معظم الفوائد سوف تذهب إلى آخرين . في U.S. ، قد ظهر حل لهذه المشكلة - يحصل المحامون على أتعابهم إذا كسبوا القضية ، وأن تكون باسم المساهمين . لسوء الحظ لهذا الحل مشاكله . إنه يمكن أن يؤدي إلى شكل من أشكال النهب القانوني ، حيث تجد الشركات أنه أرخص بالنسبة لها تسوية القضايا حتى التافهة بدلاً من الدخول في معارك قضائية .

الحاجة إلى الشفافية . بالطبع لا قيمة للحماية القانونية بدون معلومات . بدون معرفة ما يجري داخل الشركة ، سوف يكون المساهمون غير قادرين على الممارسة الفعالة لحقوقهم في التصويت أو حقوقهم في التقاضي . ومن ثم فإن الكشف عن المعلومات الجوهرية في غاية الأهمية . يعني هذا ، لكي

تؤتي الحماية القانونية ثمارها ، يجب أن تعمل المؤسسة في إطار من الشفافية الكافية .

الاختلافات عبر البلدان في الحماية القانونية . فعالية الحماية القانونية - قوة القانون ، التنفيذ الدقيق ، التمسك الصارم بمتطلبات الكشف عن المعلومات - تختلف من بلد إلى آخر . الحماية القانونية هي الأقوى في البلدان التي تتحدث الإنجليزية ، حيث توجد النظم القانونية في القانون العام . الحماية القانونية ليست فعالة في بلدان مثل ألمانيا واليابان ، مع نظام قانوني يؤسس على القانون المدني الألماني . والحماية القانونية هي الأضعف في بلدان مثل فرنسا ، إيطاليا وأسبانيا ، مع نظام قانوني يؤسس على النظام المدني الفرنسي .

ليس مستغرباً ، وجود ارتباط قوي بين فعالية الحماية القانونية ، وتملك الأسهم بدون علاقة في بلدان معينة . في البلدان ذات أسس القانون العام متوسطات مبالغ حملة الأسهم العامة حوالي 60 في المائة من إجمالي الناتج القومي في العام الواحد ؛ في البلدان ذات أسس القانون المدني الألماني، حوالي 45 في المائة ، في البلدان ذات أسس القانون المدني الفرنسي ، حوالي 21 في المائة . عدد الشركات المسجلة في بورصة الأوراق المالية في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا ( دولتان من دول القانون العام ) أكثر من 30 شركة لكل مليون مواطن ؛ بينما في فرنسا ، ألمانيا وإيطاليا 10 شركات لكل مليون مواطن\* .

---

\* نتائج بحث قام بها LaPorta وآخرون ، ( 1997 )

## الرقابة بواسطة الأطراف ذات المصلحة

الحماية القانونية إحدى آليات السيطرة على الشركة . تتمثل الآلية الثانية في الرقابة نيابة عن المستثمرين بدون علاقة بواسطة بعض الأطراف ذوي السلطة والمصلحة اللازمين لاستخدامها لهذا الغرض . لكي نرى الطرق الكثيرة التي يمكن أن ينجح هذا بواسطتها - سوف نتناول بالدراسة الترتيبات المختلفة التي تطورت في ألمانيا واليابان على أحد الجانبين ، وفي U.S. على الجانب الآخر .

ألمانيا واليابان : البنوك كآليات مراقبة . في ألمانيا حتى عقد الخمسينيات ( 1850 ) ، قد اعتمدت الشركات إلى حد كبير على البنوك للتمويل طويل الأجل . مبدئياً كان هذا في شكل قروض طويلة الأجل . ومع ذلك ، عندما أصبح تأسيس الشركات أكثر سهولة في السبعينيات ( 1870 ) ، أقامت البنوك علاقات وثيقة مع الشركات المقترضة لضمان اكتتاب إصدارتها من الأسهم العادية . احتفظت البنوك ببعض الأسهم لحسابها الخاص ، واستخدمت شبكة فروعها لتسويق الباقي . أنشأت البنوك أيضاً سوقاً ثانوية في الأوراق المالية التي يتولون توزيعها . كان المشترون سعداء بصفة عامة أن يتركوا أسهمهم في حراسة البنك ، وأن يمنحوا البنك حقوق الوكالة لكي يصوت نيابة عنهم (في الجمعيات العمومية للمساهمين ) . نتيجة لذلك ، الكثير من حقوق الملكية في الشركات الصناعية الألمانية أصبحت مركزة في أيدي البنوك . هذا النظام لا يزال مستمراً حتى اليوم .

قد تطورت اليابان ، منذ عقد العشرينيات ( 1920 ) ، نظام مراقبة الذي ، كما هو الحال في ألمانيا ، يعتمد بشدة على البنوك . لأن اللوائح التنظيمية للمصارف في اليابان أكثر صرامة مما هي في ألمانيا ؛ نظام المراقبة الياباني أقل مباشرة . في اليابان تنفيذ المراقبة داخل إطار

Keiretsu - مجموعة من الشركات المالية وغير المالية ، مع روابط من الملكية التعاونية . كل وحدة Keiretsu تبني حول بنك رئيسي الذي يزود الشركات الأعضاء بتمويل قصير الأجل (أحياناً يتم تجديده لتوفير تمويل طويل الأجل ) . بينما يمتلك البنك الرئيسي عادة أقل من 5 في المائة من حقوق ملكية أي شركة عضو ( الحد الذي وضعه التنظيم اللاتحي للمصارف) ، فإن المجموعة ككل قد تمتلك 20 في المائة أو أكثر . توفر هذه النسبة للبنك الرئيسي السلطة لمراقبة الشركات الأعضاء بفاعلية . إذا تعرضت أي شركة لصعوبات ، سوف يتدخل البنك الرئيسي سريعاً ، غالباً ، يستغني عن الإدارة القائمة ليحل محلها أعضاء من أفراده . البنك باعتباره دائن يكون لديه الحافز القوي للمراقبة بفاعلية .

باعتبار البنوك في اليابان وألمانيا من كبار المساهمين لديهم القدرة على المراقبة والسيطرة على الإدارة . في دورها كضامنة للاكتتاب ، يوجد حافز لدي البنوك الألمانية لحماية مصالح المستثمرين بدون علاقة ، ومن ثم، سوف يكون هناك سوق جاهز لإصدارات أسهم متتالية . تقتصر البنوك اليابانية إلى هذا الحافز ، لأنها ممنوعة لاتحياً من أنشطة الأوراق المالية . ومع ذلك ، الحقيقة بأن البنوك في كلا البلدين ليس فقط مساهمين كبار ، ولكنهم أيضاً مقرضون كبار إلى الشركات الأعضاء في المجموعة ، وهذا يمثل حافزاً قوياً أيضاً . إنهم يريدون كمقرضين أن تلعب الشركات التي يراقبونها دورها في أمان لكي تستطيع تسديد ديونها . في كثير من الحالات، سوف يكون مثل هذا التحفظ في غير صالح المساهمين بدون علاقة .

## السيطرة على الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية

الرقابة بواسطة الشركات ضامنة الاكتتاب بينما اعتمدت ألمانيا واليابان تاريخياً ، على البنوك لمراقبة الشركات ، بدأ سوق رأس المال في U.S. بالاعتماد على شركات ضمان الاكتتاب في المراقبة . جاءت مبادرة ضمان الاكتتاب في الأوراق المالية الصناعية من J.P. Morgan . حتى عقد الثمانينيات ( 1880 ) ، كان Morgan مصرفياً خاصاً تقليدياً ، متخصصاً في وضع الأوراق المالية الأمريكية عبر البحار . ومع ذلك هزت سلسلة من التوقف عن السداد من عملائه ثقة المستثمر ، وأصبح من الصعب عليه أن يبيع أوراقاً مالية جديدة . لكي ينفذ أعماله ، فقد انخرط في إدارة السكك الحديدية، التي كان يبيع أوراقها المالية \* .

كان تدخل Morgan ناجحاً إلى حد كبير . تعلم المستثمرون بسرعة أن " وجود رجال Morgan " في مجلس إدارة السكك الحديدية ، كان يعني أن الشركة سوف تدار حينئذ بصورة جيدة ، وأن مصالح المستثمرين سوف تكون محمية . لذلك كانوا على استعداد لدفع علاوة على أسعار السوق لمثل هذه الشركات . توسع Morgan في هذه الطرق لتمويل الشركات الصناعية، وصناعة الحديد الصلب . توسع مصرفيون آخرون - Speyer , J & W.seligman ، Brown Brothers and Kuhn - في الطريقة إلى صناعات أخرى .

لتأمين المبالغ الكبيرة ، احتاجوا إلى ضمان اكتتاب في أوراق تجارية أكبر وأكبر ، طورت الشركات المالية اتصالاتها مع البنوك التجارية ، شركات الاستثمار ، وشركات التأمين على الحياة . بدأت كل شركة أوراق

\* اساساً كتبت هذه الأوراق المالية سندات . ثم تحولت بعد ذلك إلى أسهم عادية .

مالية الدخول في محور الشركات المالية والصناعية ، كما هو الحال مع بنك Keiretsu في اليابان أو البنك الشامل في ألمانيا .

كانت السمعة الطيبة المتعلقة باقتصاديات الحجم في هذا الشكل الرقابي لافتة إلى حد كبير . كلما كانت الشركة كبيرة ، تكون قيمة سمعتها أيضاً كبيرة ، ويكون الاحتمال قليلاً في أن تشل مستقبلها ، بالدخول في صفقة مشكوك في صحتها من أجل أرباح سريعة . أدت اقتصاديات الحجم إلى التركيز ، قوة السوق ، وإلى أرباح ضخمة .

المعارضة الليبرالية لجمهورية كينج (التي كانت في البداية في السيطرة على U.S. U.S. . تركيز السلطة والأرباح الضخمة أثار الاستياء الشعبي والمعارضة السياسية. منذ بداية القرن العشرين شنت الأحزاب التقدمية حملة ضد مجموعة السيطرة على اقتصاد U.S. ، والتي يطلق عليها money trust الذين يعتقد أنهم يحتكرون الصناعة ويسيطرون على البلد . جاء انتصارهم الأول مع جلسات استماع Armstrong في عام 1905 . أدت هذه الجلسات إلى تنظيم لائحي والذي قيد من قدرة شركات التأمين على الحياة على تملك أسهم عادية (حقوق ملكية ) وبالتالي أن تلعب دوراً في السيطرة على الشركات .

ومع ذلك ، لقد كان انهيار سوق الأسهم في عام 1929 ، " والكساد الكبير " الذي تلاه ، الذي أعطي المعارضين لجماعة money trust الفرصة التي كانوا في انتظارها . كانت هناك موجة مد من التنظيم اللائحي الجديد التي اكتسحت بالكامل money trust ، وجففت الآليات القائمة للسيطرة على الشركات . استبعد قانون Glass – Steagall, 1933 البنوك من سوق رأس المال ، مما حرم دوائر أعمال الأوراق المالية من مصدر أموال مهم . أيضاً منع " قانون الشركة الاستثمارية " ، 1940 ، صناديق الأموال من تلك أكثر

من 10 في المائة من أسهم حقوق ملكية أي شركة ، مما جعل من الصعب عليها القيام بأي دور فعال في السيطرة على الشركات .

**الفصل بين الملكية والرقابة** . ومع ذلك ، تشريعات فترة " الكساد الكبير " مع التأثير الضخم على السيطرة على الشركات تمثلت في " قانون الأوراق المالية والبورصة ، 1934 ، والذي أنشأ قوانين حماية صغار المستثمرين وأنشأ لجنة الأوراق المالية والبورصة SEC لتطبيق هذه القوانين . بينما دعم القانون إحدى الآليات في السيطرة على الشركة - الحماية القانونية - فقد أضعف الأخرى - التدخل النشط من جانب كبار المساهمين .

جعلت التنظيمات اللائحية الجديدة من المساهم الكبير أقل جاذبية . لقد حدثت من قدرة كبار المساهمين على المتاجرة بما لديهم من معلومات داخلية ( insiders ) أو عقد صفقات مع الشركة . أيضاً عرضت التنظيمات اللائحية الجديدة كبار المساهمين إلى اتهامات محتملة من SEC ، وإلى مقاضاتهم إذا اتخذوا خطوات فعالة للسيطرة على الشركات .

انهيار نظام نمط Morgan في السيطرة على الشركات ، وتقديم قوانين الأوراق المالية الجديدة ، أدت إلى " الفصل بين الملكية والرقابة " . أصبح الاتجاه السائد أن يحمل أسهم الشركات مستثمرون بدون علاقة ، وليس لأي منهم مصلحة كبيرة في الرقابة على الإدارة . تركت الرقابة بالكامل في أيدي المديرين .

**الهيكل التنظيمي للمديرين** . بالطبع ، إلى حد ما يستطيع المديرون مراقبة المديرين . أحد الأطر للقيام بهذا ؛ التقسيم المتعدد للشركة والتي يطلق عليه M - form ، الذي ظهر بداية في عقد العشرينيات ( 1920 ) . في شركة M-form . تعمل الأقسام بصورة عامة كشركات مستقلة ، وتخضع لرقابة

المراكز الرئيسية للشركات ، مستخدمة الأرباح الإضافية في إحدى الشركات لتمويل شركة أخرى .

المثال الآخر حيث المدبرون يراقبون المدبرين يتمثل في حالات التملك أو الاندماج . عندما يكون أداء إحدى الشركات ضعيفاً ، فإن المدبرين في شركة أخرى والذين يعتقدون أنهم يستطيعون تعديل مسار الشركة الضعيفة ، يستطيعون شراءها ، وزيادة قيمتها من خلال إعادة التنظيم والإدارة الأفضل .

كل من M-form ، والتملك يكون أكثر فعالية عندما تكون الأقسام والشركات الخاضعة للدراسة في نفس الصناعة . تؤدي المراكز الرئيسية وظيفتها الرقابية بصورة أفضل لأنها تفهم طبيعة أعمال أقسامها المختلفة . قدرة المدبرين تكون أفضل على تحديد الإدارة الضعيفة في شركة أخرى ، عندما يكون في نفس دائرة العمل . ومع ذلك ، لسوء الحظ ، هذه الآليات للسيطرة على الشركة يتم تعويقها من خلال تشريع آخر تقدمي في فترة التشريعات - مقاومة الاحتكار - antitrust . تهدد قوانين مقاومة الاحتكار إلى حد كبير شركات M-form المتخصصة بالتفتت إلى وحدات صغيرة ، وجعلت حالات الاندماج والتملك داخل الصناعة الواحدة صعبة جداً . كانت النتيجة نمو الشركات أفقياً - شركة كبيرة ذات أقسام في صناعات مختلفة وغير مرتبطة .

يوجد بالطبع مشكلة جوهرية كبيرة مع فكرة أن المدبرين سوف يراقبون مدبرين : من سوف يحرس الحراس أنفسهم ؟ بينما المدبرون في المراكز الرئيسية للشركات يستطيعون مراقبة أولئك الذين في الأقسام ، أو يمتلكون شركات أخرى كان أداؤها ضعيفاً ، فإنهم أنفسهم كانوا متحررين من أي رقابة أو سيطرة خارجية . يضاف إلى ذلك ، أن الشركات الكبيرة ، التي

لم تعرض نفسها إلى أية مصاعب خطيرة ، كانت آمنة إلى حد بعيد من التملك أو الاندماج .

في غياب الرقابة والميطرة ، كانت الشركات تدار لصالح إدارتها ، وليس لصالح المساهمين بها . كانت النتيجة توصف بأنها مشكلة التدفق النقدي الذي ليس له صاحب .

التدفق النقدي ليس له صاحب . كما رأينا في الفصل الأول ، بسبب التكلفة العالمية للتمويل الخارجي ، تتجه الشركات بقدر ما تستطيع إلى الأموال الداخلية لتمويل استثماراتها . على سبيل المثال ، لنفرض أن شركة Hewlett Packard قد ربحت 1 بليون دولار ، وإنها تخطط للإستثمار في تكنولوجيا جديدة بقيمة 1.5 بليون دولار . إنها تجمع 500 مليون دولار من خلال . مبيعات سندات جديدة ، وتحتاج إلى 1 بليون دولار أسهم عادية جديدة . إن لديها اختياريين . تستطيع أن تسدد أرباح أسهم بقيمة 1 بليون دولار أرباح هذه السنة ، وفي ، تصدر أسهماً جديدة بقيمة 1 بليون دولار . أو أنها تستطيع أن تلغي تسديد أرباح الأسهم ، وتستخدم مباشرة 1 بليون دولار أرباح هذا العام لتمويل الإستثمار الجديد .

البديل الأول نوع من التبديد . يمكن أن تصل تكلفة التسجيل وضمان الاكتتاب للإصدار الجديد 5 في المائة بسهولة من إجمالي المبلغ الذي يتم تحصيله ، وقيمته هذه الحالة 50 مليون دولار . تستطيع شركة Packard توفير 50 مليون دولار باستخدام الإيرادات المحتجزة لديها .

ولكن أليس هذا الاستخدام للأموال الداخلية من للمساهمين يتعلق بأرباح أسهمهم ؟ لا ، إذا كان المشروع يستحق . إذا كان كذلك ، قيمة أسهم Packard التي لم تحصل يجب أن تزيد بأكثر من 1 بليون دولار عندما

تستثمر الإيرادات المحتجزة . يعوض المكسب الرأسمالي الناتج على الأسهم ليس بإقل من توزيعات الأرباح\* .

ومع ذلك ، عندما تكون الإدارة متحررة من الرقابة الفعالة ، فإنهم يستطيعون استثمار الأموال الداخلية في مشروعات ليست ذات جدوى اقتصادية من وجهة نظر المساهمين . وجدت إحدى الدراسات التي تناولت عينة من شركات U.S. الكبيرة ما بين عامي 1970 ، و 1988 أنه قد زادت قيمة أسهمها في المتوسط بمبلغ 34 سنناً فقط لكل دولار تستثمره تلك الشركات .

بعض الشركات ، وخاصة تلك الناضجة ، تولد مبالغ ضخمة من الأموال الداخلية . المشكلة أنها تولد الكثير من النقدية أكثر مما يستثمر بصورة مربحة داخل الشركة . يطلق على الزيادة " تدفق نقدي حر " . من حيث المبدأ تسدد الشركة التدفق الحر إلى المالكين - سواء في صورة كوبونات الأسهم أو إعادة شراء الأسهم . ومع ذلك ، لا يكسب المديرون شيئاً من القيام بهذا . طبيعياً ، أنهم سوف يستخدمون هذا التدفق النقدي الحر بما يخدم مصالحهم الذاتية . في حالة غياب الرقابة الفعالة سوف يكونون أحراراً في فعل هذا مع النقدية التي ليس لها صاحب .

توجد طرق عديدة يستطيع بها المديرون أن يسيئوا استخدام التدفق النقدي الحر . فقط مجرد احتجاز النقود جذاب في حد ذاته . يحميهم الاحتياطي الكبير في حالة تعرض الشركة إلى مصاعب : إنه يمكنهم من تقادي التوقف عن سداد الدين ، بل ويسمح لهم بالاستمرار في دفع أرباح الأسهم بما يرضى المساهمين . يسمح الاحتياطي النقدي الكبير للمديرين

---

\* الأكثر من هذا ، إذا كان سعر الضريبة على المكاسب الرأسمالية أقل من سعر الضريبة على دخل ربح السهم ، فإن المساهمين سوف يفضلون قيمة السهم على ما يساويه من التوزيع النقدي .

بتمويل مشروعاتهم الجديدة دون الاضطرار إلى اللجوء إلى سوق رأس المال. حيث أن مكافأة الإدارة تعتمد على حجم الشركة ، فإن هذا يعطي حافزاً للإدارة لكي تتوسع ، حتى إذا كان التوسع غير مربح . إنهم حينئذ سوف يبالغون في الاستثمارات في شركاتهم ، وينخرطون في اندماجات وتملكات غير مربحة لمجرد زيادة إمبراطورياتهم .

التملكات المصنعية ، وهي التي تصنعها الشركات التي لم تصنعها الشركات المالية .  
خلال عقد الثمانينيات (1980) . كان استرخاء الإدارة، وسوء استخدام التدفق النقدي الحر كثيفاً إلى حد أنه خلق فرصة ربحية ضخمة . كان الكثير من الشركات الكبيرة تجلس على أكوام من النقدية . وقد توسع الكثير إلى أن أصبحت الشركات ضخمة أفقياً ، وغير عملية لضخامتها وغير مركزة . بتجريدها من النقدية ، وبالتخلص من الأقسام غير المرتبطة وغير الربحية ، وبإعادة تركيز الإدارة على النتائج النهائية ، يمكن خلق قيمة كبيرة للشركات وإطلاقها لأصحاب المصلحة . الأداة الأساسية التي أمكن بها اكتشاف الفرصة المربحة كانت متمثلة في التملكات العدائية من خلال شراء معظم الأسهم غير المسددة كرافعة مالية .

المشكلة في الشراء لمعظم الأسهم غير المسددة التي تشكل رافعة مالية ، أن الشركة الكبيرة جداً ، يكون من الصعب تكديس حجم ضخ من الأسهم ( حقوق ملكية ) لتحقيق سيطرة وإجراء رقابة فعالة . الحل الذي يوفره الشراء لمعظم الأسهم التي لم تسدد ، جعل حقوق ملكية الشراء أصغر باستبدال الكثير منها بالدين المباشر . حينئذ يمكن أن تحقق الملكية والرقابة بمبلغ صغير من رأس المال . اقترض المنظمون لشراء معظم الأسهم التي لم تسدد في الشركة . حينئذ جعلوا الشركة تصدر ديناً لعزل جزء ضخم من الأسهم التي تمتلكها . إنهم احتفظوا بالباقي واستخدموه للرقابة على الشركة .

الآلية الأساسية لشراء معظم الأسهم التي لم تسدد كرافعة مالية كانت شكلاً من أشكال المؤسسات الوسيطة المتخصصة والتي يطلق عليها مشاركة . Leveraged buyout ( LBO )

من بين الشركات الوسيطة المشهورة المتخصصة في المشاركة عن طريق LBO : Kohlberg Kravis, Forstman, Little Co . استخدمت بعض الشركات الخاصة النشيطة طرقاً مماثلة إلى حد كبير مثل : Carl Icahn , Warren Buffet ، وعائلة Pritzker . انبثقت ترتيبات مماثلة أيضاً في بلدان أخرى - على سبيل المثال ، مجموعة Hanson في بريطانيا ، وفي كندا Bronfmans .

الأكثر شهرة في مجال LBO كان . RJR Nabisco . وضع Kohlberg 18.9 بليون دولار لشراء 74 في المائة من أسهم BJR Nabisco . دفع في الصفقة ما يقرب من 5 بليون دولار في أذون مالية قصيرة الأجل ، مع 4 بليون دولار سندات عالية العائد - أكبر إصدار سندات من أي نوع حتى ذلك التاريخ . كان LBO ناجحاً بصورة لافتة .

عموماً ، ما بين عامي 1984 ، و 1990 نصف الشركات في U.S. تلقت عروض تملك . الكثير من الشركات لم تستهدف بعد عن طريق LBO ، ولكن خوفاً من التملك ، أصدرت ديناً بأنفسها لاسترداد أسهمها التي لم تسدد . بالتخلص من تدفق النقدية الحر ، جعلت هذه المناورة "التملك العدائي" أقل جاذبية كثيراً . ما يقرب من 500 بليون أسهم لم تسدد تم استردادها عن طريق LBO في الفترة من 1984 إلى 1989 .

حدث بطء في إيقاع الاندماجات والتملكات بدرجة لافتة في بداية عقد التسعينيات ( 1990 ) . كان من الصعب الحصول على التمويل . من الصعب أيضاً أن تجد صفقات جيدة . ونجح المديرون في تطبيق ضغوط

سياسية على تنظيم لائحي يحمي من التملكات العدائية . أصدرت بلدان كثيرة تشريعات مضادة للتملكات العدائية ، وسمحت المحاكم بإجراءات دفاعية متنوعة صممت لجعل التملكات العدائية غير جذابة . لم يصل أبداً حجم LBO إلى المستوى الذي كان عليه في أواخر عقد الثمانينيات ( 1980 ) . على الرغم من أن حالات الاندماجات والتملكات استردت عافيتها إلى حد ما في منتصف عقد التسعينيات ( 1990 ) ، إلا أنها كانت عادة ودية وليست عدائية ، ولكن بدافع اعتبارات ليست نتيجة سيطرة الإدارة . عندما أصبح التملك العدائي أكثر صعوبة ، وأقل تكراراً ، ظهرت آليات أخرى لمراقبة الشركات لكي تلعب دوراً أكبر .

البحار بنين حياش المديرين والمصالحين . ربما الآلية الجديدة الأكثر أهمية تأتي من ميزات LBO . عندما تأتي المشاركة على إحدى الشركات نتيجة LBO، فإنها غالباً تحتفظ بالمديرين القائمين على العمل . قد يبدو هذا محيراً ، حيث أن الدافع للتملك العدائي كان لإنهاء سوء إدارة الشركات الخاضعة للإجراء . ومع ذلك ، عادة تكون سوء الإدارة الأقل كنتيجة لعدم الكفاءة لكن الحوافز السيئة . لذلك غير شركاء LBO الحوافز . أبعد ما يكون عن إنهاء عقود المديرين ، فقد أعطوهم حصة في نجاح الشركة في شكل أسهم أو "خيارات الأسهم" . بهذه الطريقة أصبحت مصالح المديرين تسير جنباً إلى جنب مع مصالح المساهمين . لأن حوافزهم ومكافآتهم تعتمد على نجاح الشركة ، كان لدى المديرين الحوافز لتعظيم قيمة شركاتهم .

ليس مستغرباً ، قد وجد المديرين أوجه LBO أكثر جاذبية ، وقد انتشر تقليد الممارسة على نطاق واسع . أصبحت مصلحة حقوق الملكية في الشركات التي يديرونها مكون مهم في مكافآت الإدارة التنفيذية في معظم الشركات . بحلول عام 1998 وصلت نسبة خيارات الأسهم إلى حوالي 50

في المائة من تعويضات الإدارة العليا التنفيذية ، مقارنة بنسبة 2 في المائة فقط في منتصف عقد الثمانينيات ( 1980 ) . في نهاية عام 1998 ، الأسهم وخيارات الأسهم في مثل هذه المشروعات، التحفيزية وصلت إلى 13 في المائة من إجمالي حقوق ملكية الشركات ، وكانت تساوي 1 تريليون دولار . المؤسسات الوسيطة المستثمرة مراقبة . تمثل التطور الحديث الثاني في الإهتمام المتزايد للمؤسسات المستثمرة بالموضوعات الخاصة بالسيطرة على الشركات . من حيث المبدأ ، ينظر إلى المؤسسات المستثمرة باعتبارها كيانات طبيعية مرشحة لمراقبة المديرين نيابة عن المستثمرين بدون علاقة . تمتلك الشركات المستثمرة مجتمعة تقريباً نصف حقوق ملكية كل الشركات . البعض لديها محافظ مالية ضخمة . على سبيل المثال TIAA - CREF ، صندوق معاشات المدرسين وأساتذة الجامعات يمتلك ما قيمته 100 بليون من الأسهم ، كما يفعل نفس الشيء Calpers صندوق معاشات العاملين في ولاية كاليفورنيا . المؤسسات المستثمرة متنوعة . ومع ذلك ، مع حوافز مالية بهذا الحجم ، فإن مصالح الصناديق في الشركات الفردية ضخمة إلى حد أنها تمنحها السلطة الكافية والحوافز القوية للمراقبة .

ومع ذلك ، تواجه المراقبة عن طريق المؤسسات المستثمرة عدداً من العقبات . كما قد رأينا ، قد جعلت اللوائح التنظيمية أنه من المستحيل على الصناديق التبادلية أو شركات التأمين أن تقوم بالكثير من هذا الدور .

صناديق المعاشات الخاصة تمولها وترعاها الشركات ذاتها . لم يشجعها مديرو الشركات على أن تباشر دوراً فعالاً في السيطرة على الشركات الأخرى . لذلك ، صناديق المعاشات العامة وغير الربحية مثل Calpers and TIAA - CREF هي التي أخذت زمام المبادرة . عندما يأتي أداء الشركة ضعيفاً ، أو تفشل في تحقيق معايير معينة ، يعلن الصندوق

صراحة عدم رضاه ، والشركة المعينة عادة تستجيب . ومع ذلك ، من غير المؤكد إذا كان الأداء الفعلي بالنسبة للإيرادات الخاصة بالمستثمرين - قد تحسن كثيراً نتيجة هذه التدخلات .

## مقارنة نظم السيطرة على الشركات

تنوع النظم . كما قد رأينا ، ممارسة السيطرة على الشركات تختلف جنسياً من بلد إلى آخر . ومع ذلك ، حيث تكون فعالة ، فإنها تحتمل على عناصرها المهمة بصفة عامة . توجد حماية قانونية مناسبة من جهة ، ويوجد بعض أشكال الرقابة التي يقوم بها طرف لديه السلطة الكافية لممارسة الرقابة، والمصلحة الكافية لفعل هذا ، من جهة أخرى .

في البلدان ذات القانون العام ، كما هو الحال في U.S. ، وفي بريطانيا ، الحماية القانونية للمستثمرين بدون علاقة قوية . نتيجة لذلك ، المساهمة واسعة الانتشار ، ومن النادر لأي مساهم فرد أن يكون لديه مصلحة كافية للقيام بدور المراقب الفعال . في هذه البلدان ، قد تطورت آليات في معركة مستمرة مع المديرين للتغلب على هذا الضعف ، قد أجبر تهديد التملك العدائي على اتخاذ بعض الإجراءات الانضباطية . وتقارب الحوافز بين المديرين والمساهمين ، من خلال استخدام خيارات الأسهم قد ساعد على تخفيض المشكلة .

في نظم القانون المدني في القارة الأوروبية واليابان ، الحماية القانونية ضعيفة . وبالتالي ، كونك مساهماً ليس جذاباً نسبياً ، ما لم يكن لديك مصلحة كافية في الشركة تسمح لك بحماية ما تملكه في هذه الشركة أو تلك . نتيجة لذلك تملك الأسهم أكثر تركيزاً منه في U.S. ، وفي بريطانيا . أكبر حملة أسهم في اليابان وألمانيا : البنوك . في مكان آخر نمطياً العائلات .

التملكات العدائية نادرة في تلك البلدان ، لأن حملة الأسهم الكبار الذين يراقبون الشركة في وضع أفضل لمقاومة هذا التصرف .  
هل الأنظمة المختلفة تتقارب ؟ لماذا تختلف آليات السيطرة على الشركات إلى هذا الحد ؟ قد يعتقد المرء بأنه كان يوجد " الحل الأمثل " ، وأن كل الأنظمة سوف تتقارب من هذا الحل . ترجع الاختلافات أساساً إلى اختلافات في النظم القانونية ، والنظم اللاتحفية . كما قد رأينا ، إنها تختلف في الحماية التي توفرها للمستثمرين بدون علاقة . إنها تختلف أيضاً في تطلعها إلى تركيز الملكية . لقد جعلت U.S. بصفة خاصة أنه ليس جذاباً نسبياً أن تكون من كبار المساهمين . يرجع هذا جزئياً إلى الحماية القانونية القوية للمستثمرين بدون علاقة ، وجزئياً نتيجة النفوذ السياسي ، للمديرين . في ألمانيا واليابان ، قد حدثت اللوائح التنظيمية من سهولة دخول الشركات إلى أسواق الأوراق المالية وأجبرتها على اللجوء إلى أحضان البنوك ( التي لها نفوذ سياسي ملحوظ في تلك البلدان ) . حيث أن النظم القانونية واللاتحفية بطيئة في تغييرها فإن هذا ينطبق أيضاً على مناخ السيطرة على الشركات الذي أوجدته هذه النظم .

السبب الآخر في أن أنظمة السيطرة على الشركات لم تتقارب على " حل أفضل " أنه ليس واضحاً إذا ما كان أي نموذج هو الأفضل بصورة متكاملة . يوجد ، كما هي الحالة غالباً أخذ وعطاء . النموذج الأوربي أو القاري يخدم المساهمين بدون علاقة أقل جودة . ولكنه يوفر حماية أفضل للأطراف التي لديها علاقات تعاقدية مع الشركة - العاملين ، المديرين ، الموردين ، والمقرضين . الأمان الذي يوفره هذا ، يمكن أن يقود إلى المزيد من الالتزام والمزيد من الكفاءة . على الجانب الآخر ، النموذج الأنجلو أمريكي أكثر قابلية للتكيف . لأن مصلحة المساهمين تأتي أولاً ، يوجد القليل

من التردد في إحداث تغييرات جذرية ، حتى لو أدى هذا إلى الإضرار بمصالح الأطراف التعاقدية الأخرى .

عندما تكون بيئة دائرة العمل مستقرة نسبياً ، كما كانت في عقد السبعينيات ( 1970 ) والثمانينيات ( 1980 ) ، فإن النظام الأوربي يبدو جيداً . كتب الأمريكيان عشرات الكتب يمدحون الكفاءة في اليابان وألمانيا ، ويحثون شركات الولايات المتحدة على تبني ممارستهما . عندما تغيرت بيئة الأعمال بسرعة كما حدث في عقد التسعينيات ( 1990 ) ، يبدو النموذج الأنجلو أمريكي جيداً . فد كتب الأوربيون واليابانيون عشرات الكتب يمدحون تبني الشركات البريطانية والأمريكية ويحثون شركاتهم على تبني الممارسات الأمريكية .

بصرف النظر عن التأثيرات المختلفة على الكفاءة والقابلية للتبني في الشركات ، فإن النظم المختلفة للسيطرة على الشركات توصف بأنها أكثر تعاطفاً مع حملة الأسهم بدون علاقة ، فإنها تنتج سوقاً ذا تملك أسهم واسع الانتشار وأفضل سيهولة . إن هذه هي الميزة التي يتمتع بها النظام الأنجلو أمريكي على الجميع ، والتي تدفع الاقتصاديات الأوربية إلى السعي للأخذ به . لكي نفسهم لماذا يعتبرون سوق الأسهم العامة ذات الأداء الجيد مهمة إلى هذا الحد ، فإننا نحتاج إلى أن نلقى نظرة فاحصة إلى ما تفعله سوق الأسهم العامة بالفعل .

## سوق الأسهم العامة The Public Equity Market

ماذا تفعل سوق الأسهم العامة ؟

تجعل مشكلات السيطرة على الشركة الأسهم الخارجية مصدراً للتمويل باهظ التكاليف . يطلب من يزودون الشركة بالأسهم العادية الخارجية عائداً متوقعاً مرتفعاً لتعويضهم عن المخاطر . يعني هذا العائد المرتفع تكاليف مرتفعة بالنسبة للشركات التي تمول نفسها بإصدار أسهم عادية. الأكثر من هذا ، كل الآليات التي قد ظهرت لتخفف من مشكلات السيطرة على الشركة كانت مكلفة ، وإنها الشركة التي تصدر الأسهم هي التي يجب أن تتحمل التكاليف في النهاية\* .

إذا أخذنا في الاعتبار كم هي باهظة تلك التكاليف ، فليس مستغرباً أن الأسهم الخارجية ليس المصدر المهم لتمويل استثمارات الشركة . كما رأينا في الفصل الأول ، تعتمد الشركات أساساً على الأموال التي تولدها داخلياً بنفسها لتمويل الاستثمار ، وبعد ذلك يأتي الدين الخارجي . الأسهم الخارجية تمثل الملجأ الأخير ، وإلى الحد الذي تستخدمه لتمويل الاستثمار ، عادة تكون أسهم خاصة ، وليست أسهماً عامة ، ( سوف نتناول الأسهم الخاص فيما بعد في هذا الفصل ) .

إذا لم توفر الأسهم العامة الكثير من المال اللازم للاستثمار ، ما هي وظيفتها إذن ؟ سوق الأسهم العامة ، فوق كل شيء هي كذلك - سوق . إنها سوق الملكية . كأي سوق إنها تقدم السيولة واكتشاف السعر ، وعندما تفعل هذا ، فإنها تجعل من السهل نقل الملكية بين الشركات .

\* بعض تكاليف الحماية القانونية يتحملها دافع الضرائب .

إعادة الهيكلة : الاندماجات ، التملكات والتجريد . نقل الملكية عنصر حيوي في " إعادة هيكلة " الصناعات والاقتصاد . على سبيل المثال ، قد رأينا في " الفصول السابقة كيف إن اقتصاديات الحجم واقتصاديات المجال قد أثارت موجة من التوحد في القطاع المالي - البنوك ، التأمين ، إدارة الصناديق وأعمال الأوراق المالية . تتضمن عملية التوحد اندماج الشركات كل منها مع الأخرى ، أو تملك الشركات كل منها الأخرى . تتضمن الاندماجات والتملكات تغيير الملكية . في الاندماج ، المساهمون في الشركتين المندمجتين يتنازلون عن أسهمهم في كل شركة ، ويتسلمون في المقابل أسهماً في الشركة المندمجة . في التملك ، تشتري الشركة المملوكة أسهم الشركة المستهدفة من المساهمين بها القائمين نقداً أو بأسهمها الخاصة . في سوق الأسهم الحديث المتنامي ، نسبة التملكات التي دفعت بالأسهم زادت بصورة كبيرة - من 20 في المائة أو أقل في الثمانينيات ( 1980 ) إلى 60 في المائة أو أكثر بحلول عام 2000 .

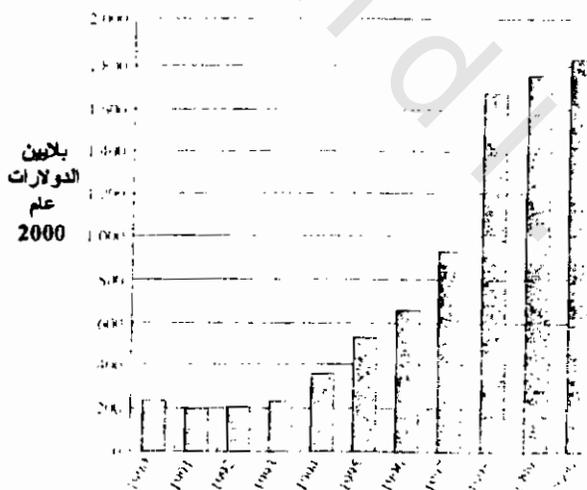
يسهل سوق الأسهم العامة مثل هذه التغيرات في الملكية . لأن السوق سائلة ، فإنه من السهل نسبياً للشركة المشترية أن تملك الأسهم التي تحتاج إليها لكي تضع يدها على الشركة المستهدفة . لأن السوق يوفر اكتشاف السعر ، فإن أطراف عملية إعادة الهيكلة لديهم فكرة جيدة عن قيمة الشركات المعينة ، ومن ثم السعر العادل لعملية التملك ( على سبيل المثال ، كم عدد الأسهم من الشركة A تدفع مقابل كل سهم من الشركة B ) . إذا لم يعتبر السوق السعر عادلاً ، يستطيع المساهمون إما أن يصوتوا ضد الصفقة ، أو ببساطة يرفضون بيع الأسهم التي يحملونها .

القطاع المالي ليس هو الوحيد الذي يخضع لعملية إعادة الهيكلة . كما قد رأينا في الفصل الأول وفي بداية هذا الفصل ، توجد موجة من إعادة

الهيكلية في U.S. بصفة خاصة ، ومن الاقتصاديات المتقدمة بصفة عامة .  
 قد ساهمت عوامل متعددة في إعادة الهيكلية الحديثة . كما في القطاع المالي ،  
 أزال تفكيك اللوائح التنظيمية العقبات المتأصلة منذ زمن طويل أمام التوحيد  
 في كثير من الصناعات . زادت هذه مع تحرير التجارة بين البلدان من  
 الضغوط التنافسية ، ودفع هذا بدوره الشركات إلى استغلال اقتصاديات  
 الحجم واقتصاديات المجال . كان للتغير التكنولوجي السريع عامل محوري  
 أيضاً . من الأمثلة البارزة للصناعات التي خضعت لإعادة الهيكلية : صناعة  
 الطيران ، صناعة النفط ، وصناعة الاتصال عن بعد . تظهر اللوحة 5 - 1  
 حجم التملكات والاندماجات المتزايد بسرعة في أواخر عقد التسعينيات  
 (1990).

### اللوحة 5 - 1

### الاندماجات والتملكات المعقنة في U.S.



المصدر : Investment Dealer's Digest, Thomson Financial

قد أدت الضغوط التنافسية المتزايدة ، والضغوط المنبعثة بالنسبة لحملة الأسهم إلى التجريد ( التفكيك ) وأيضاً إلى التوحد . قد وجدت الشركات أنه من الأفضل أن تركز على " جوهر قدرتها " — خط دائرة العمل الذي تتمتع فيه الشركة بالخبرة الأفضل والميزة النسبية . نتيجة لذلك ، قد كانت الشركات تتخلص بالبيع من الأقسام غير المرتبطة بالخط الرئيسي لدائرة عملها . بالإضافة إلى ذلك ، قد أدى الضغط الكبير على قيمة المساهم أن تتخلص الشركات بالبيع من الأقسام التي لم تكن مربحة من حيث الكفاءة . مرة أخرى ، قد سهل سوق الأسهم العامة العملية . قد جعل سوق السيولة من السهل نسبياً التخلص بالبيع من الأقسام التي لا تريدها إما إلى شركات أخرى، أو إلى المستثمرين بدون علاقة . قد وفر الاكتشاف الجيد للسعر تقدير السعر العادل للبيع .

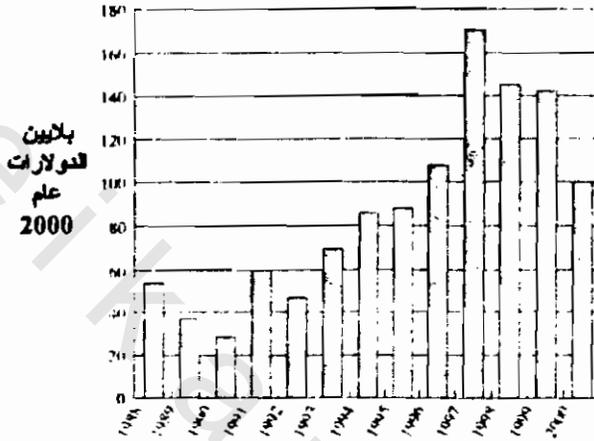
الخصخصة . نوع خاص من إعادة الهيكلة ، عملياً غائبة في U.S. ، ولكنها شائعة جداً في أماكن أخرى . حتى عقد الثمانينات ( 1980 ) تملك الحكومة في كثير من الدول نسبة كبيرة من الشركات في اقتصادها . كان هذا هو الحال مع أوروبا الغربية ، ليس أقل من البلدان الشيوعية والنامية . عادة تملك الحكومات المرافق العامة ، شركات الطيران والبنوك ، وبصورة أقل الشركات الصناعية . بالطبع في البلدان الشيوعية ، كانوا يمتلكون كل شيء .

منذ عقد الثمانينات ( 1980 ) . كانت الحكومات في كل مكان ، تتخلص بالبيع من الشركات التي تمتلكها إما جزئياً أو كلياً — عملية تعرف بالخصخصة Privatization ( انظر اللوحة 5 — 2 ) . وصلت إيرادات الخصخصة ذروتها على مستوى العالم في عام 1997 ، ثم تراجعت إلى حد

ما بعد هذا التاريخ ، حيث برامج الخصخصة في معظم البلدان الكبيرة قد حققت أهدافها ، ولأن قيمة الأسهم قد هبطت .

### اللوحة 2-5

#### إيرادات الحكومة من حالات الخصخصة حول العالم



المصدر: Privatization International

بحلول عام 1999 ، بلغت القيمة الكلية للشركات التي تمت خصخصتها على مستوى العالم 2.5 تريليون دولار مقابل 50 بليون في عام 1983 . في عام 1999 ، أكثر من 20 في المائة من قيمة السوق من كل الشركات المساهمة خارج U.S. كانت عبارة عن شركات تمت خصخصتها. قد تضمنت بعض حالات الخصخصة البيع المباشر للمشروعات التي تمتلكها الحكومات إلى شركة خاصة . ومع ذلك ، قد تضمنت عملية الخصخصة بيع على الأقل جزء من الأسهم إلى المستثمرين بدون علاقة . مرة أخرى ، إنها سوق الأسهم العامة التي جعلت هذا ممكناً .

لقد أحدثت الخصخصة تأثيرات ضخمة على أسواق الأسهم في البلدان المعنية . قد كان هناك ما يقرب من 750 حالة خصخصة تضمنت إصدار أسهم إلى الجمهور منذ عام 1977 . هذه تضمنت 25 حالة إصدار أسهم عامة هي الأكبر حتى الآن . نتيجة لحالات الخصخصة ، قد أصبح تملك الأسهم في كثير من البلدان أكثر انتشاراً بصورة ملحوظة . من بين 54 شركة غير أمريكية ذات مساهمين يزيدون عن نصف مليون الثلثان شركات تمت خصصتها .

المخرج بالنسبة للملاك الحاليين . الخصخصة أحد الأمثلة حول كيف يمكن لملاك الشركة الحاليين تخفيض مصلحتهم فيها ببيع أسهمهم إلى الجمهور : في هذه الحالة المالك الحالي هو الحكومة . أمثلة أخرى تضمنت الملاك عبارة عن عائلات .

قد يرغب الملاك الحاليون في تخفيض مصلحتهم في الشركة — الهروب — لأسباب متنوعة . يتمثل الدافع إلى الخصخصة في الاعتقاد بأن الشركات المملوكة ملكية خاصة يكون أداؤها أفضل . وأيضاً في حاجة الحكومات إلى النقدية ( قد وفرت حالات الخصخصة أكثر من 1 تريليون دولار للحكومات المعنية ) . قد يرغب الملاك من العائلات في تنويع ثروتهم . الأطراف المشاركة نتيجة LBO الذين يشعرون بأنهم قد فعلوا كل ما يستطيعونه من أجل الشركة قد يرغبون في تحويل أموال مساهمتهم إلى نقدية ، حتى يمكنهم إعادة استثمارها في شركات أخرى .

في كل هذه الحالات ، تزود سوق الأسهم العامة الملاك الحاليين بالسيولة : إنها تمكنهم من تحويل أصولهم إلى نقدية . وبتوفير اكتشاف السعر ، فإنها تنشئ قيمة للشركة الخاضعة للبيع .

تسهيل استثمار الأموال للداخلية . كما قد رأينا ، لأن التمويل الخارجي باهظ التكاليف ، تمول الشركات معظم استثماراتها اعتماداً على الأموال التي تولدها داخلياً . المساهمون على استعداد بأن يسمحوا للشركات التي يمتلكونها بأن تعيد استثمار الأرباح بدلاً من دفعها لهم في صورة كوبونات ، لأن الاستثمار الناجح يجب أن يرفع سعر أسهمهم بأكثر من عائدات الأسهم التي يضحون بها . ومع ذلك ، لكي ينجح هذا ، يجب على وظيفة السوق في اكتشاف السعر أن تقيم بصورة صحيحة القيمة التي يضيفها الاستثمار . الأكثر من هذا قد يرغب المساهمون في تحويل مكاسبهم إلى نقدية عن طريق بيع بعض أسهمهم . ولكن قدرتهم على أن يفعلوا هذا تعتمد على سيولة السوق .

لقد رأينا أن إعادة استثمار الأموال الداخلية تواجه مشكلة " التدفق النقدي الحر " . إنها مهمة اكتشاف السعر في سوق الأسهم التي تكشف وجود المشكلة عندما تزيد أسعار الأسهم بأقل من المبلغ المستثمر . وإنها سيولة السوق التي تفتح الطريق أمام التملك العدائي التي تقدم الترياق الشافي . بهذه الطريقة يستطيع سوق رأس المال العام أن يحافظ علي كفاءة استثمار الأموال الداخلية .

اتضباط السوق . بالمعنى الأكثر عمومية ، تعتبر سوق الأسهم العامة جيدة الأداء ، أداة انضباط قوية . يقيم اكتشاف سعر السوق ، ليس فقط الاستثمارات ولكن أيضاً استراتيجيات العمل وكفاءة الإدارة . على سبيل المثال ، عندما تتخرط الشركة في حالة اندماج أو تملك تعتبر سيئة ، فإن قيمة السوق بالنسبة للشركة الموحدة سوف تهبط تحت مستوى كل من الشركتين على حدة . هذا ما حدث عندما تملكـت AT&T شركة كمبيوتر ، وعندما تملكـت Daimler شركة Chrysler . المثال الثاني : عندما يتم

تغيير مدير غير كفاء سوف تشتعل قيمة الشركة في السوق . بتوفير إشارة واضحة عند تداعيات الأفعال والسياسات بالنسبة لقيمة الشركة ، يزود سوق الأسهم العامة هؤلاء الذين يراقبونها بالتوجيهات والإرشادية . الأكثر من هذا، إذا كان أولئك الذين في مركز المراقبة من كبار المساهمين ، يكون لديهم الحافز القوي للإصغاء .

لقد رأينا حينئذ ، أن الوظيفة الأساسية لسوق الأسهم العامة تتمثل في تسهيل التغييرات في ملكية نوع ما أو آخر . إنها تفعل هذا من خلال السوق الأولية والسوق الثانوية . في السوق الأولية تقدم الأسهم إلى المستثمرين للمرة الأولى . في السوق الثانوية ، توجد الأسهم بالفعل في أيدي المستثمرين الذين يتبادلونها بعضهم مع البعض الآخر .

## السوق الأولية

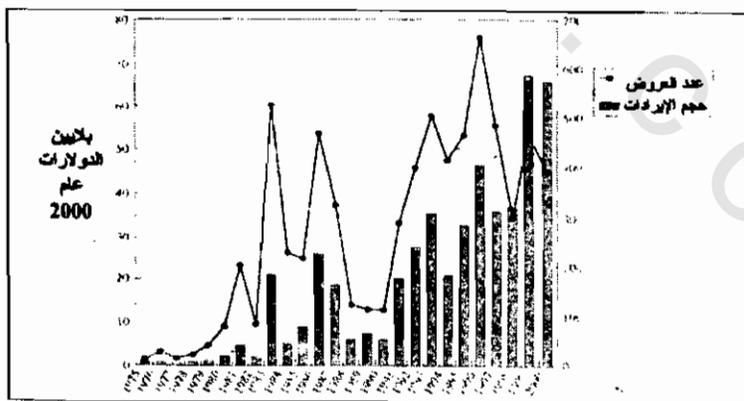
أنواع العرض المختلفة . توجد أنواع مختلفة عديدة من طرق العرض في السوق الأولية . في " العرض العام الأولى " ( initial public offering ( IPO ) ، الشركة التي لا تزال حتى تاريخه مملوكة ملكية خاصة تبيع الأسهم إلى الجمهور للمرة الأولى ، ومن ثم تصبح في حالة تعامل جماهيرياً . نمطياً، يتم بيع جزء فقط من إجمالي عدد الأسهم ، على أن يحتفظ المالكون الأصليون بالباقي . " في العرض الثانوي " بعض الأسهم التي احتفظ بها الملاك الأصليون ، أو الأسهم التي أنشئت وأعطيت للمديرين تباع إلى الجمهور . في " عرض التتابع " ، الشركة التي تتعامل جماهيرياً بالفعل ( لا تزال خاضعة لفترة IPO ) تخلق أسهماً إضافية وتبيعها إلى الجمهور . ذلك الجزء من الأسهم الذي قد بيع إلى الجمهور في أيدي المستثمرين ، يختلف

عن تلك الأسهم التي تبقي في أيدي الملاك الأصليين أو المديرين ؛ يطلق عليها float .

الطرق المختلفة المستخدمة في السوق الأولية . في البلدان المختلفة ، وفي الأوقات المختلفة قد استخدمت طرق عديدة لبيع الأسهم إلى الجمهور . في U.S. الطريقة المفضلة هي ضمان الاكتتاب من خلال شركات الأوراق المالية ( رأينا التفاصيل في الفصل الأول ) . في بريطانيا ، تتطلب قوانين الأوراق المالية أن تقدم العروض المتتابة أولاً ، إلى المساهمين الحاليين فيما يطبق عليه " إصدار الحقوق " . في ألمانيا توزع الأسهم عن طريق البنوك ، الذي يعمل كسمسار ، مقابل عمولة . في فرنسا ، تباع الأسهم إلى الجمهور من خلال مزاد ، مثل الأوراق المالية الحكومية في U.S. العرض العام الأولي IPO . تاريخياً ، قد وصلت نسبة IPO إلى نصف إجمالي مبلغ الإصدارات الجديدة في U.S. ارتفعت هذه النسبة في أواخر عقد التسعينيات ، مع ازدهار IPO الذي ارتبط بثورة الإنترنت ( انظر اللوحة 5 - 3 ) .

### اللوحة 5 - 3

#### حجم العرض العام الأولي للأسهم IPO



المصدر : Ritter (2001)

إن الشركة التي ترغب في أن تتعامل جماهيرياً تستشير عدداً من شركات ضمان الاكتتاب . شركة ضمان الاكتتاب التي يتم اختيارها لهذه المهمة تتفاوض مع العميل ( شركة الإصدار ) حول سلسلة من الأسعار التجريبية للعرض . التسعير له أهمية خاصة في نجاح IPO ، وصعب بصفة خاصة ، لعدم وجود سوق قائم يوفر التوجيه لوضع الأسعار . تعقد الشركة ضامنة الاكتتاب سلسلة من اجتماعات " اكتشاف الطريق " مع المؤسسات المستثمرة التي قد تكون مهتمة في شراء كميات ضخمة من الأسهم . بهذه الطريقة تنشئ الشركة الضامنة سجلاً من أوامر الشراء التجريبية من هؤلاء المستثمرين . في اليوم قبل IPO الفعلي ، واستناداً إلى النجاح في " اكتشاف الطريق " تستطيع الشركة ضامنة الاكتتاب أن تضع في النهاية أسعار الإصدار **the issue price** .

نمطياً ، الإصدار يحصل على اكتتاب أكبر من عدد الأسهم المطروحة للبيع : بمعنى أن طلبات الشراء التي لدى الشركة ضامنة الاكتتاب بالأسعار التي وضعت تفوق عدد الأسهم المتاحة . لذلك تقوم الشركة الضامنة بتخصيص الإصدار ، عادة بين أفضل عملائها من المؤسسات .

تسعر IPO المنخفض . توجد أدلة قاطعة بأن حالات IPO يتم تسعيرها بمستويات منخفضة – بمعنى أنها تباع في المتوسط تحت قيمتها " العادلة " . نتيجة لذلك ، جزء كبير من قيمة الإصدار يتركه المصدر إلى المستثمرين . يبدو أن مثل هذا التسعير المنخفض في حالات IPO شائع تماماً . لقد لوحظ في بلدان مختلفة ، تستخدم طرقاً مختلفة في التوزيع ( ليس مجرد ضمان الاكتتاب ) ، وقد لوحظ أيضاً في فترات مختلفة تعود إلى أواخر القرن التاسع عشر .

قدمت تفسيرات كثيرة لهذه الظاهرة ، ومعظمها يركز على عدم التأكد من التقييم النهائي الذي سوف يستقبل به السوق السهم المصدر . يفترض بعض الباحثين أن متوسط التسعير المنخفض يمثل علاوة للمستثمرين لتحفيزهم على قبول المخاطرة . يرى باحثون آخرون أن التسعير المنخفض يمثل الأخذ والعطاء في مزايا السمعة الطيبة لكل من المصدر وضامن الاكتتاب . إذا سار السهم على ما يرام بعد إصداره ، سوف تجد الشركة ضامنة الاكتتاب أنه من السهل عليها أن تبيع حالات IPO أخرى ، وسوف تجد الشركة المصدرة أنه من السهل أن تبيع الإصدارات الثانوية والتتابعية . مهما كانت الأسباب ، يمثل التسعير المنخفض تكلفة كبيرة للمصدر . إذا أضفنا إلى ذلك ، تكاليف ضمان الاكتتاب الفعلية العالية والصريحة ، فإن ذلك يجعل إجمالي تكاليف حالات IPO تصل إلى 30 في المائة من المبلغ المحصل . لماذا يكون المصدرون على استعداد لدفع كل هذه التكلفة ؟ ما المزايا التي يقدمها لهم سوق الأسهم العامة ؟ لقد رأينا الإجابة بالفعل – السهولة واكتشاف السعر .

الملاك الأصليون الذين يبيعون معظم حصصهم يحولون أصلاً غير سائل إلى نقدية . أولئك الذين يبيعون جزءاً فقط من حصصهم يحولون أصلاً غير سائل إلى آخر يمكن إدراكه على أنه سهل تحويله نسبياً خلال العرض الثانوي . نمطياً ، الأسهم التي تباع في IPO تصل نسبتها إلى الثلث أو أقل من الأسهم التي لم تسدد بعد الإصدار .

الذهاب إلى سوق الجمهور العام يوفر تقييماً لقيمة الشركة : إنه من الصعب أن تعرف كم تساوي الشركة المملوكة للقطاع الخاص . كما قد رأينا، يوفر تقييم السوق تغذية مرتدة قيمة لمديري الشركة ، ويفرض انضباطاً على إدارة الشركة .

## السوق الثانوي

أهمية السوق الثانوية جيدة الأداء . السوق الثانوية جيدة الأداء مهمة

بصفة خاصة للأسهم العامة . يوجد عدد من الأسباب لهذا :

- على خلاف أوراق مالية الدين ، الأسهم العادية ليس لها تاريخ استحقاق . أنها أبدية . الطريقة الوحيدة أمام المستثمرين لتسييلها عن طريق بيع أسهمهم إلى شخص ما آخر .
- كما قد رأينا ، بسبب إعادة استثمار الأموال الداخلية ، فإن معظم العائدات على الأسهم يأتي في شكل زيادة في القيمة الحالية على القيمة الدفترية ، وليس في صورة أرباح أسهم . للتحقق من هذا العائد ، يحتاج المستثمرون إلي أن يكونوا قادرين على بيع البعض من هذه الأسهم .
- قيمة الأسهم العادية غير مؤكدة إلى حد كبير مقارنة بقيمة بلدين وتتذبذب باستمرار مع تغير الظروف . بسبب عدم التأكد ، يحتاج المستثمرون أن يكون لديهم إنذار مبكر : يجب أن يكونوا قادرين على أن يبيعوا بسهولة عندما يشعرون بعدم الراحة في الاحتفاظ بالأسهم .
- لقد رأينا أن المستثمرين بدون علاقة يفضلون الهروب على المشاركة : عندما يكونون غير راضين عن أداء إدارة الشركة ، يجدون أن الأفضل لهم بيع الأسهم بدلاً من محاولة إحداث التغيير . لذلك ، سوف يشعرون بالراحة مع الاحتفاظ بالأسهم ، فقط إذا كانوا يستطيعون بيعها بسهولة عندما يريدون .

ظروف السوق الثانوية جيدة الأداء . كما رأينا في الفصل الأول ، إننا

نعني بالسوق الثانوية جيدة الأداء جودة السيولة وجودة اكتشاف السعر . يعني هذا ، أنه يجب أن يكون من الممكن البيع والشراء بسهولة وبسرعة دون تضحية . وأن يكون من الممكن البيع والشراء بسعر عادل . إلى حد كبير

جودة السيولة وجودة اكتشاف السعر نتائج تصرفات المشاركين في السوق أنفسهم .

تتعلق السيولة بتجارة المعلومات رأينا في الفصل الأول أنه يوجد نوعان من التجار – " تجار المعلومات " و " تجار السيولة " . يتعامل تجار المعلومات عندما ، استناداً إلى معلوماتهم ، يعتقدون أن سعر السوق يختلف عن السعر العادل . إذا اعتقدوا أن سعر السوق منخفض إلى حد المبالغة ( تحت السعر العادل ) فإنهم يشترون ، من خلال توقعاتهم بأن سعر السوق سوف يرتفع إلى السعر العادل ، بما يمكنهم من البيع محققين أرباحاً . وبالمثل ، إذا اعتقدوا أن سعر السوق مرتفع إلى حد المبالغة ( فوق السعر العادل ) يبيعون بعد فترة قصيرة الأوراق المالية التي يقرضونها ، متوقعين أن سعر السوق سوف يهبط ، مما يمكنهم من التغطية بربح .

تجار السيولة يتعاملون لأسباب مختلفة عن الاعتقاد بأن سعر السوق خطأ . إنه يشترون لأنهم يعتقدون أن الشركة تمثل استثماراً جيداً طويل الأجل ، ويبيعون لأنهم غير راضين عن أدائها . إنهم يشترون لأنهم يرغبون في زيادة الأسهم في حوافظهم المالية ، أو يبيعون لأنهم يحتاجون إلى نقدية . إنهم يشترون لكي تكون لهم سيطرة على الشركة أو يبيعون لأنهم يريدون أن يخرجوا من هذه الدائرة من العمل .

يساهم كل من تجار السيولة وتجار المعلومات في سيولة السوق . يوفر تجار السيولة ، السيولة كل منهم للأخر إلى حد كبير ، لأن تعاملات تجار السيولة تميل إلى أن يعوض كل منها الأخرى . عندما يريد البعض الشراء ، يريد البعض البيع . عندما لا تعوض تعاملات تجار السيولة كل منها الأخرى ، ونتج عن ذلك عدم توازن سيولة ، حينئذ سوف يدفع بسعر السوق بعيداً عن السعر العادل . سوف يبدأ تجار المعلومات التعاملات

لتحقيق ربح من هذا . سوف تعوض تجارة تجار المعلومات الزيادة في الشراء أو البيع بواسطة تجار السيولة ، وبالتالي ، يخفضون من عدم توازن السيولة . عندما يفعلون هذا ، فإن التجارة التي يباشرها تجار المعلومات تدفع السعر إلى الوراء في اتجاه السعر العادل .

السبب الآخر الذي يجعل تجار المعلومات يدخلون السوق هو معلومات جديدة تصل إلى أيديهم والتي تفترض أن سعر السوق الحالي يختلف عن السعر العادل . يعني هذا أنهم سوف يدخلون عندما يتغير السعر العادل ، ولكن سعر السوق يتخلف . على سبيل المثال ، إذا كانت هناك أخبار سارة حول السهم تفترض أن السعر يجب أن يكون أعلى ، سوف يشترون . شراؤهم سوف يدفع بالطبع سعر السوق إلى أعلى . بهذه الطريقة ، تجارة تجار المعلومات تدمج المعلومات الجديدة في الأسعار ، وتضمن لتجار السيولة أنهم يبيعون أو يشترون بأسعار عادلة .

لكي تكون تجارة المعلومات مربحة ، يجب وجود قاعدة أساسية لتجارة السيولة . السوق الذي يتكون فقط من تجار المعلومات سوف لا ينجح . على سبيل المثال ، إذا كنت تاجر معلومات وأنا تاجر معلومات آخر ، أريد أن أشتري منك بأسعار السوق ، سوف تكون غيباً إذ بعت إلي ، السبب الوحيد الذي أستطيع أن أريد من أجله الشراء يتمثل في أن لدي معلومات تفترض أن سعر السوق منخفض إلى حد المبالغة .

لذلك ، أنه وجود تجار السيولة في السوق الذي يجعله جذاباً بالنسبة لتجار المعلومات ، وأنه وجود تجار المعلومات في السوق الذي يحسن جودة السوق لتجار السيولة ، لذلك ، مفتاح الأداء الجيد في السوق الثانوية يتمثل في خلق مناخ ودي لكل من تجار المعلومات وتجار السيولة .

تكاليف المعلومات والمخاطر. تجار المعلومات حساسون بصفة خاصة إلى تكاليف التعاملات. إنهم يبيعون ويشتررون باستمرار ، نمطياً ، يشغلون مركزاً تجارياً قصيراً ، حيث يبيعون سريعاً كل ما يشترون . يعتمد الكثير من تعاملاتهم على فرق صغير نسبياً بين سعر السوق والسعر العادل . لكي تكون مثل هذه التجارة مربحة ، يلزم أن يكون الفرق في معظم التعاملات صغيرة بدرجة كافية . على سبيل المثال ، الفرق بين سعر السوق والسعر العادل مثلاً 2 في المائة ، وتكاليف دورة التعامل ( الشراء والبيع ) 3 في المائة . سوف لا يكون مجدياً أن تقتصر تعاملات تاجر المعلومات على فرق سعر 2 في المائة .

الأكثر من ذلك ، إذا كانت تكاليف التعاملات مرتفعة ، فسوف تكون تجارة المعلومات غير مربحة بصفة عامة . الفروقات الكبيرة بدرجة كافية لتحقيق ربح ، من غير المحتمل أن تكون شائعة الحدوث لجعل مهمة تجارة المعلومات مهنة جذابة . مع تجارة المعلومات غير المربحة سوف يكون عدد تجار المعلومات قليلاً .

مع العدد القليل من تجار المعلومات ، سوف يكون اكتشاف السعر ضعيفاً ، وعدم توازن السيولة شائعاً . سوف يعاني تجار السيولة من هذا : سوف لا يكونون متأكدين من السعر العادل ، وسوف يجدون صعوبة في البيع والشراء بسرعة ، أو في كميات ضخمة دون حدوث خسائر . سوف تجعل صعوبة تجارة السيولة الاحتفاظ بالأسهم أقل جاذبية ، وسوف تكون أسعارها لذلك منخفضة ، تجعل الأسعار المنخفضة إصدار الأسهم العادية في سوق الأسهم العامة أقل جاذبية بالنسبة للمصدرين ، لذلك ، عدد قليل من الشركات سوف تكون تعاملاتها عامة .

تكاليف التعاملات المنخفضة محورية في الأداء الجيد للسوق الثانوية. يعتمد مستوى تكاليف التعاملات إلى حد كبير على هيكل السوق . في الفصل السابع سوف نتناول هيكل أسواق الأوراق المالية – في البورصات ، نظم التجارة ، نظم المقاصة والتسوية .

**السيطرة على الشركات والشركات المتكاملة للعمليات** . تأتي معظم تجارة السيولة من المستثمرين بدون علاقة . يحتاج المستثمرون ذوو العلاقة إلى الاحتفاظ بأسهمهم لممارسة السيطرة اللازمة على الشركة لحماية استثماراتهم. قد يشترطون أساساً للحصول على حصة كافية في الشركة ، وسوف يبيعون عندما يرغبون في فسخ هذه العلاقة . ومع ذلك ، فيما بين هذا وذلك ، سوف لا يجرون الكثير من التعاملات في أسهمهم . أن المستثمرين ذوي العلاقة يعتمدون على المشاركة بدلاً من الهروب لحماية استثماراتهم .

وبالتالي ، من أجل أن يكون هناك حجم ضخم من تجارة السيولة ، يجب أن يكون جزء كبير من أسهم الشركة في أيدي المستثمرين بدون علاقة، بدلاً من أيدي الملاك أو المديرين . كما قد رأينا الأسواق التي تظهر وداً وتعاطفاً مع المستثمرين بدون علاقة ، هم الذين يتمتعون بسيطرة جيدة على الشركة – بعض حالات الربط بين الحماية القانونية والرقابة الفعالة من الأطراف أصحاب المصلحة . مثل هذه الأسواق أكثر سيولة ، ولأن السيولة شرط ضروري لتجارة المعلومات ، فإنهم أيضاً يتمتعون باكتشاف سعر أفضل .

يحتاج المستثمرون بدون علاقة إلى حماية قانونية ليس فقط كمستثمرين ، ولكن أيضاً كتجار . لأنهم كأفراد تعاملاتهم التجارية محدودة ، فليس هناك ما يدعو إلى أن يبذلوا من وقتهم حتى القليل للتأكد من أنهم غير

معرضين للخداع في السوق . ومن ثم ، فإنهم في حاجة إلى لوائح تنظيمية فعالة تضمن لهم إنجاز صفقات عادلة عندما يتعاملون في أسهمهم .  
سوف نعالج بالتفصيل التنظيم اللاتحي لأسواق الأوراق المالية في الفصل العاشر . سوف نتعلم عند تناول هذا الموضوع مشكلة أخرى مرتبطة بأسواق الأسهم العادية والتي تهم كل المستثمرين – نزوعها إلى الانهيار . هنا أيضاً يمكن أن يساعد التنظيم اللاتحي في تقليل الأضرار .

## أهمية المعلومات

المعلومات الجيدة مسألة في غاية الأهمية للأسواق الأولية وللأسواق الثانوية. تقدير قيمة السهم العادي أكثر صعوبة من تقدير قيمة السدين ، لأن الأول لا يتضمن وعداً بالسداد المحدود ، وبالتالي يحتاج المستثمرون إلى معلومات جيدة عن الشركات المصدرة ، وأيضاً عن صناعاتها ، واقتصادها ، لتقدير الربحية المستقبلية المحتملة لهذه الشركات ، وبالتالي العائد على أسهمها . يحتاج المستثمرون أيضاً إلى معلومات حول أسعار السوق الحالية ، والتي يمكن أن تتغير بسرعة ، حتى يمكنهم إدارة محافظهم المالية .

كما رأينا في الفصل الرابع ، المعلومات من الأشياء التي تدخل في دائرة المصلحة العامة . بدلاً من يبحث كل مستثمر بمفرده عن المعلومات التي تهمه ( أو تهمها ) ، فإنه من المنظور الاقتصادي ، جمع وتقييم المعلومات مرة واحدة ، وتوفيرها للجميع . وحيث أن ملكية الأسهم أكثر انتشاراً من ملكية الدين ، فالحجة هنا أقوى . كما في حالة الدين ، يوجد تنوع في الترتيبات ، عام وخاص ، لتوفير المعلومات للمستثمرين .

في U.S. ، مطلوب من الشركات التي تصدر أسهماً إلى الجمهور عامة ، والتي تتداول أسهمها علناً أن تسجل نفسها مع SEC ، وأن تقدم حجماً

معقولا من المعلومات حول تمويلها وخططها . لدى معظم البلدان متطلبات مثيلة ، ولكن أقل تشدداً . الكشف عن المعلومات المرتبطة المطلوب في حالة الإصدار الأول للسهم في IPO ، ثم بصورة دورية بعد ذلك ، حيث يتداول السهم بصورة عامة . بورصات الأوراق المالية حيث تتداول الأسهم عادة ، تفرض متطلباتها الخاصة للكشف عن المعلومات المرتبطة بالإصدار ، عادة أكثر دقة من تلك التي تتطلبها اللوائح الحكومية . توفر البورصات أيضاً المعلومات الجارية حول أسعار السوق بالنسبة للأسهم التي يجري التعامل بها داخل البورصة . المعلومات الخام التي توفرها الشركات المصدرة والبورصات يتم تشغيلها وإتاحتها للجمهور بواسطة وسائل أعلام متعددة – الصحافة ، الدوريات ، الإذاعة التليفزيون ، والإنترنت .

توجد مساحة واسعة لتفسير هذه المعلومات . هذا هو أحد أسباب التعامل الأكثر حيوية في الأسهم منه في حالة أوراق مالية الدين . حتى مع توفير نفس المعلومات ، قد يعتبر بعض المستثمرين أسهم شركة ما ذات أسعار مبالغ في ارتفاعها ، بينما يراها آخرون قابلة للمساومة . قد يولد الاختلاف في الآراء حجم تعامل لا بأس به حول تبادل الأسهم .

مع أهمية التفسير والتقدير ، يوجد طلب معقول للتحليل ونصائح الاستثمار . هذا الطلب يمكن تلبية بوفرة من السماسرة وأطقم التحليل لديهم ، المحللين والمعلقين في وسائل الإعلام ، المؤلفين للنشرات الإخبارية حول الاستثمار ، ومن كل أنواع الاستشاريين في مجال الاستثمار . يقدر كل المستثمرين ، الصغار والكبار ، أن يتركوا القرارات إلى الخبراء ، ويدعون آخرين ، مثل المصرفيين من البنوك الخاصة ، والمديرين في صناديق الأموال يديرون محافظهم المالية لحسابهم .

---

\* لدينا المزيد الذي سوف نقوله عن البورصات والمعلومات في كل من الفصل السابع والعاشر .

## الأسهم الخاصة

### *Private Equity*

كما قد رأينا ، يمثل تمويل الأسهم مشكلة ، وخاصة تمويل الأسهم بدون علاقة . لضمان عائد معقول للمستثمرين بدون علاقة في سوق الأسهم العامة، نريد آليات فعالة للسيطرة على الشركة . ومع ذلك ، يوجد جزء آخر من سوق الأسهم العادية الذي يتناول المشكلات الملازمة لتمويل الأسهم بطريقة مختلفة . أن سوق الأسهم الخاصة يعبر عن سوق تمويل أسهم ذات علاقة . بدلاً من الاعتماد على الآخرين لحماية مصالحهم ، الذين يمولون الأسهم الخاصة يجرون الرقابة والسيطرة بأنفسهم .

### أنواع تمويل الأسهم الخاصة

في معظم الإحساس العام ، السهم الخاص هو الذي لا يتضمن بيع السهم إلى الجمهور العام ، ومن ثم لا يخضع لترتيبات SEC أو الهيئات المماثلة . تحت هذه العناوين العامة ، توجد أسواق عديدة مختلفة ومتميزة تماماً . ترتيب الأوضاع الخاصة . كما في حالة الدين توجد ترتيبات سوق خاص للأسهم العادية التي تباع فيه الشركات المصدرة الأسهم مباشرة إلى المؤسسات المستثمرة . معظم هذه الترتيبات اليوم تحدث طبقاً للقاعدة 144a . وظيفياً ، هذه السوق تشبه إلى حد كبير سوق الأسهم العامة – الكثير من المستثمرين بدون علاقة أكثر من المستثمرين ذي العلاقة . الدوافع ، كما في حالة دين الأوضاع الخاصة ، أساساً لتفادي التأخيرات وخاصة متطلبات الكشف عن المعلومات التي يتضمنها التسجيل لدى SEC . الكثير من الشركات المصدرة ليست U.S. ، غالباً تتعامل جماهيرياً في بلدانها الخاصة.

كما في حالة الدين ، يمكننا أن نرى السوق الخاصة للأسهم كبديل للسوق البعيدة عن الشاطئ – الذي يطلق عليها " سوق السهم الأيرو Euroequity market " – الذي يشبع الكثير من نفس الحاجة .

الاستثمار الملائكي . يوجد أيضاً سوق خاصة للأسهم غير رسمي ، حيث يبيع الوكلاء الأسهم العادية غير المسجلة إلى المؤسسات المستثمرة ، وإلى الأفراد المستثمرين الأثرياء . يطلق على الاستثمار المباشر في الأسهم في شركات خاصة صغيرة بواسطة أفراد أثرياء بأنه " الاستثمار الملائكي " . تفترض إحدى الدراسات وجود أكثر من 250.000 مستثمر ملائكي في U.S. ، تصل استثماراتهم إلى 20 بليون دولار في السنة ، في حوالي 30.000 شركة .

سوق الأسهم الخاصة المنظمة . أخيراً توجد السوق الخاصة المنظمة. على عكس السوق غير الرسمية ، هذه السوق وسيطة . توفر الشركات الوسيطة المستثمرة والأفراد الأثرياء الأموال للمؤسسات المالية المتخصصة ، وهذه المؤسسات الوسيطة تأخذ أوضاعاً لافتة ، وغالباً رقابية في الشركات الخاصة . في بعض الحالات ، غرض التعاملات أساساً توفير التمويل مع رقابة المؤسسة الوسيطة الضرورية فقط لحماية مصالحها بصفتها الممولة . عادة ، مع ذلك ، رقابة المؤسسة الوسيطة في ذاته ميزة كبيرة في التعاملات ، حيث توفر مهارات الإدارة إلى المشروع ، وهي التي يفنقر إليها الملاك الأصليون .

توجد فئات عديدة من أسواق الأسهم الخاصة المنظمة – يوجد الفرق

في نوع الشركة التي تستثمر فيها المؤسسة الوسيطة الأموال :

- رأس المال المغامر ، يتضمن استثمارات في بداية تشغيل شركات – شركات حديثة جداً ، ليس لديها أكثر من فكرة وخطة عمل .

- " التوسعات " عبارة عن استثمارات في شركات متوسطة الحجم ( ما بين 25 إلى 500 مليون دولار مبيعات ) التي قد أنشئت ولكنها تحتاج إلى تمويل إضافي وتحسين الإدارة وصولاً إلى المستوى التالي .
- " شراء كل أو معظم الأسهم " وذلك لتملك شركات خاصة سواء من خلال مديريها أو من مستثمرين من خارجها بغرض إعادة التنظيم لتحسين الربحية .
- " رأس مال النسر " يتضمن الاستثمار في الشركات التي تعاني من مأزق مالي ( كالنسر يقع على الجيف ) عن طريق إعادة مسار الشراكة ، بغرض بعث هذه الشركات من جديد ، أو على الأقل إنقاذ ما يمكن إنقاذه من حطامها .

## كيف تعمل الأسهم الخاصة

المؤسسات الوسيطة . مؤسسات الأسهم الخاصة الوسيطة عبارة عن مؤسسات مالية متخصصة تجمع الأموال من المستثمرين وتستثمرها في أسهم الشركات الخاصة . بعض هذه المؤسسات الوسيطة مستقل ، أخرى مؤسسات تابعة لشركات غير مالية أو لمؤسسات مالية مثل البنوك ، شركات الأوراق المالية وشركات التأمين . في U.S. والبلدان المتحدثة بالإنجليزية الأخرى ، تسيطر المؤسسات الوسيطة المستقلة ، بينما في ألمانيا واليابان المؤسسات التابعة أكثر أهمية .

تعتمد طريقة تنظيم مؤسسات الأسهم الخاصة الوسيطة في بلد معين على التنظيم اللاتحي وقوانين الضرائب . في U.S. ، والبلدان المتحدثة بالإنجليزية الأخرى تنظم كشرركات محدودة .

الشركة المحدودة . في " الشركة المحدودة " توجد فئتان من المشاركين – الشركاء المحدودون والشركاء العامون . الشركاء المحدودون مستثمرون فقط : إنهم يقدمون معظم التمويل ولكن لا يمارسون أية رقابة على المشروع ( أنهم مستثمرون بدون علاقة ) . المستثمرون العامون ، هم الذين يشغلون العرض على مسرح الأحداث . إنهم يختارون الشركة التي توضع فيها الاستثمارات ، وهم الذين يراقبون ويسيطرون على مثل هذه الشركات .

إذا أخذنا في الاعتبار نقص رقابة الشركاء المحدودين ، ما الذي يضمن حصولهم على عائد عادل على استثماراتهم ؟ يبدو هذا يشبه كثيراً صديقتنا القديمة ؛ مشكلة السيطرة على الشركة . في هذه الحالة يأتي الحل من بناء الصفة بتلك الطريقة التي تجعل العالمين ببواطن الأمور " الداخليين " – الشركاء العامون – يضعون مصلحة المستثمرين بدون علاقة نصب أعينهم. البناء الذي تطور من أجل هذا الحل يتضمن عدداً من العناصر :

- مطلوب من الشركاء العامين أن يوفروا جزءاً من التمويل أنفسهم ، لكي يكون مبلغاً معقولاً من أموالهم الخاصة معرضاً للمخاطر بجانب ذلك الخاص بالمستثمرين بدون علاقة .
- أن تكون فترة حياة الشركة محدودة – عادة ما بين 10 إلى 12 سنة . في نهاية الفترة يجب تصفية أصول الشركة وتوزيع الإيرادات بين الشركاء (لم يتسلم الشركاء المحدود عن شيئاً حتى الآن ) ، يفرض هذا توقيتاً نهائياً للاداء ، ويتفادى المشكلات المحتملة في محاولة حساب أرباح مشروع قائم ومستمر .

- يتقاضى الشركاء العامون دخولهم مقابل الأداء بدلاً من الجهود . إنهم يتسلمون تعويضاً متواضعاً أثناء حياة الشركة ، ومعظم مكافأتهم تكون في شكل حصة في الأرباح عند التصفية – نمطياً 20 في المائة .
  - الشركاء العامون أعضاء نمطيون في شركة إدارة والتي تخصص في إنشاء الشركات المحدودة . تعتمد قدرتهم على استقطاب مستثمرين للشركات الجديدة على نجاحهم السابق ، وكيفية معاملتهم للمستثمرين في الماضي . بمعنى أن الشركاء العامون يكررون بالفعل أعمالهم ، وبالتالي يكون لديهم حافز السمعة الطيبة لبذل كل ما يمكنهم من أجل مستثمريهم .
- المستثمرون وتنظيم السوق . إن أكبر فئة من المستثمرين ، من الشركاء المحدودين ، في شركات الأسهم الخاصة في U.S. تجدها في صناديق المعاشات . في نهاية 1996 ، وفرت صناديق المعاشات 40 في المائة من الأموال ، و 50 في المائة من التمويل الجديد . الفئات الأخرى الكبيرة كل منها يشارك بنسبة 10 في المائة من التمويل : الشركات القابضة المصرفية ، مؤسسات = الوقف ، الهبات . والأفراد الأثرياء . مبالغ صغيرة جاءت من شركات التأمين على الحياة ، شركات الأوراق المالية ، والشركات غير المالية . نمطياً يوجد ما يقرب من 10 إلى 30 شريكاً محدوداً في الشركة المحدودة المحاصة ، يساهم كل منهم على الأقل بمبلغ 1 مليون دولار . مبدئياً ، الاستثمار غير سائل لمدة من 10 – 12 سنة فترة حياة الشركة . ومع ذلك ، مؤسسات الأسهم الخاصة الوسيطة ، والمعرفة بأنها " سوق الأموال الثانوية " ، تخصص في شراء كل أو معظم المؤسسات المستثمرة التي تريد الخروج من الشركة المحدودة ، ومن ثم توفر بعض السيولة للسوق .

تساعد المؤسسات الاستشارية ، وخاصة شركات الأوراق المالية والبنوك ، المستثمرين في الحصول على شركات محدودة مناسبة لاستثماراتهم . قد بدأ بعضها في تقديم ما يعرف " بصناديق أموال صناديق الأموال : funds of funds " التي تقبل الاستثمارات من مؤسساتها ، وعملاء الأعمال المصرفية الخاصة ، وتستثمر بدورها في الشركات المحدودة – المستوى الثاني من الوساطة المالية . ميزة " صناديق أموال صناديق الأموال " أنها توفر بعض التنوع ، وتحرر المستثمر من مشكلة الاختيار بين الشركات المحدودة . إنها تتطلب أيضاً مبلغ استثمار صغير جداً ( نمطياً نصف مليون دولار ) وتوفر سيولة أفضل ( نمطياً ، التزام 5 سنوات ) . على الجانب الآخر من السوق يوجد وكلاء السوق الخاصة الذين يساعدون شركات الأسهم الخاصة الجديدة المحدودة في العثور على مستثمرين (شركاء محدودين) .

شركات الحافظة المالية . سوف تستثمر الشركة المحدودة النمطية للأسهم الخاصة في – من 10 إلى 50 شركة في حافظتها المالية ، ربما بإضافة من 2 إلى 15 شركة إلى حافظتها في سنواتها الأولى ، استناداً إلى الفرص المتاحة . في كل شركة تضيفها إلى حافظتها تشتري حصة من أسهمها على أمل أن تستطيع إعادة بيعها في النهاية محققة ربحاً معقولاً . لذلك ، تتطلع الشركة المحدودة إلى الشركات التي يمكن أن تضيف أكبر قيمة من خلال التمويل والإدارة على مدى حياة استثماراتها .

الشركات التي تبحث عن رأس مال خاص يمثلها وكلاء السوق الخاصة الذين ينصحونها ويساعدونها في الحصول على مستثمرين . ينقل الوكلاء الاقتراحات إلى المستثمرين المحتملين ، الذين يدرسونها بدقة شديدة: ما يقرب من 99 في المائة من اقتراحات رأس المال المغامر ترفض في هذه

المرحلة . إذا اجتاز اقتراح ما مرحلة المسح الأولية ، تبدأ شركة الأسهم المحدودة الخاصة تحليلاً دقيقاً وجاداً يتناول وجهات نظر الشركة . حيث يوجد القليل أو لا توجد معلومات حول مثل هذه الشركات ، فإن المهمة تكون مرهقة ومكلفة .

بالنسبة لتلك الشركات التي يتقرر الاستثمار فيها ، فإن الشركة المحدودة تقدم التمويل والخبرة في مقابل فائدة معقولة على الأسهم مع مقاعد لها في مجلس الإدارة . عادة شكل حصة الأسهم قابلة للتحويل إلى الأسهم الممتازة مع الحق في التصويت . لكي يمكن وضع مصالح المديرين في المشروع مع تلك المصالح الخاصة بالشركة المحدودة المستثمرة على قدم المساواة يتسلم المديرون أيضاً حصة أسهم معقولة في الشركة ، وهذه تمثل جزءاً كبيراً من تعويضهم المالي .

الأسهم الخاصة أحد أشكال التمويل الخارجي باهظ التكاليف . يجب أن يعوض ملاك الشركة الأصليون المستثمرين مقابل تكاليف المسح والدراسة الكبيرة ، وأيضاً الرقابة ، كما أنهم يجب أن يتنازلوا عن جزء كبير من سيطرتهم على الشركة . لذلك ، التمويل بالأسهم الخاصة يكون الملجأ الأخير . سوف تسعى إليه الشركة فقط ، في حالة أن تكون في حاجة إلى أموال ولكنها غير قادرة على الاقتراض الكافي ، وإذا لم تكن قادرة على التمويل بالأسهم من خلال السوق العامة .

الاقتراح النمطي يتسم بالمخاطر الكبيرة ، والذي يتمثل في الدين بدون علاقة . إنه أيضاً غير ملائم لدين العلاقة . ربما قد يفتقر إلى ضمان أو إلى تدفق نقدي يمكن الاعتماد عليه . أو ربما تكون سيطرة المقرض قاتلة لتوقعات نمو الشركة ، لأنها سوف تقضي على اتخاذ المخاطرة والمجازفة . في حالة استبعاد التمويل بالدين ، سوف نترك مع التمويل بالأسهم ( التمويل

بالملكية ) . ومع ذلك ، الشركة ليست مؤهلة لسوق الأسهم العامة ، لأنها صغيرة جداً ، وتفتقر إلى سجل متابعة كاف . كما رأينا سابقاً ، أنواع الشركات التي تتفق مع هذا الوصف ، تتضمن المشروعات المبتدئة ( رأس المال المغامر ) ، الشركات متوسطة الحجم التي تسعى إلى التوسع ، الشركات متوسطة الحجم أو أقسام الشركات التي يتم الاستغناء عنها بالبيع ، والشركات التي تمر بأزمات مالية ( رأس المال المغامر ) .

آليات الخروج ( أو الهروب ) . إنها طبيعة الاستثمار بالأسهم الخاصة أن تكون فترة محدودة . إذا تم الاستثمار في إطار الشركة المحدودة ، يجب تصفية الاستثمار في وقت تصفية الشركة . ومع ذلك ، بصرف النظر عن هذا ، يوجد سبب وجيه لتحديد حياة الاستثمار . يحصل مستثمر الأسهم الخاصة على عائد مقابل خبرتهم . عندما يقدمون ما يستطيعونه لشركة معينة ، فإنه من المنطقي بالنسبة لهم التحرك والسعي إلى تطبيق خبرتهم في مكان آخر .

توجد ثلاث مخارج ممكنة أمام المستثمرين في الأسهم الخاصة لإنهاء استثماراتهم في الشركة – ثلاث آليات لترك الشركة . الأول نقل الشركة إلى العام بدلاً من الخاص من خلال IPO . يبيع المساهمون ذوو العلاقة حصتهم في الأسهم الخاصة إلى مستثمرين بدون علاقة . الشكل الثاني للخروج يطلق عليه " البيع التجاري " – بيع الشركة إلى شركة غير مالية ، عادة في نفس الصناعة . نمطياً ، للشركة المشتري مصلحة " استراتيجية " في الشركة المطلوب تملكها . المخرج الثالث يتمثل في البيع إلى مستثمر آخر يشترى حصة الأسهم الخاصة في نفس الشركة . في المخرج الثاني والثالث يحدث إحلال بين المستثمرين ذوي العلاقة .

المخرج الأكثر شيوعاً من الشركات ذات الحوافز المالية الناجحة هو IPO . إنه نوع الآلية التي يفضلها الملاك الأصليون ، حيث تحجز لهم مقدماً مرة أخرى في حجرة مراقبة الشركة . أحياناً ، عندما يكون " البيع التجاري " المحتمل أكثر ربحية ، تتوقف عملية IPO قبل الإصدار الفعلي للأسهم . عملية IPO التي تتضمن جزءاً من الأسهم أو عملية IPO غير الكاملة تسهل " البيع التجاري " بتوفير بعض الأفكار عن قيمة الشركة . بالنسبة للشركات ذات الحوافز المالية الأقل نجاحاً ، المخرج الأكثر شيوعاً يتمثل في إحلال مستثمر أسهم خاصة بمستثمر آخر .

### أهمية الأسهم الخاصة

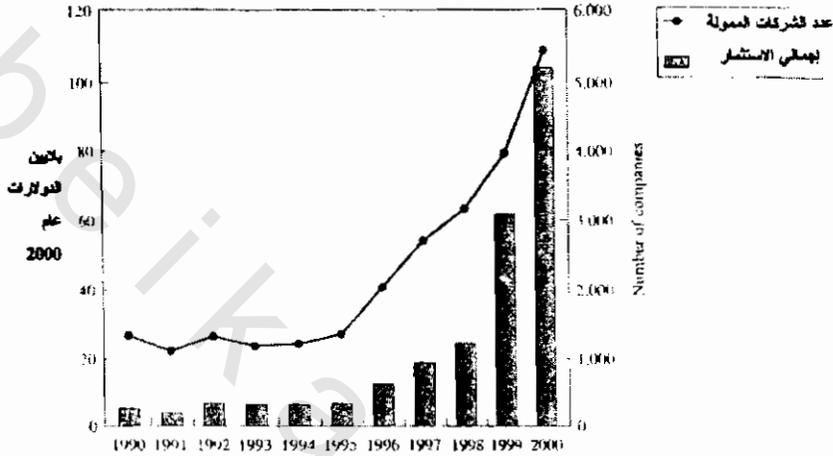
الأعداد . سوق الأسهم الخاصة المنظمة ، إذا تجاهلنا عام 1980 ، قد نمت بسرعة في العقدين الأخيرين – وخاصة في U.S. . يتضمن معظم الاستثمار في الأسهم الخاصة في U.S. رأس المال المغامر أو التوسعات ، مع تركيز معظم النشاط على القطاع التكنولوجي . إجمالي التمويل الذي وفره المستثمرون في الأسهم الخاصة ، قد ساير غالباً ، وأحياناً تفوق على الاستثمارات عن طريق IPO أو من سوق السندات ذات العائد المرتفع junk bond . بالنسبة للشركات المبتدئة أو متوسطة الحجم بصفة خاصة ، دور الأسهم الخاصة أكثر أهمية . اعتمدت شركات مثل : Microsoft, Dell, Genentech ، بشدة على الأسهم الخاصة لكي تبدأ حياتها العملية .

بحلول نهاية عام 1996 ، بلغت قيمة استثمارات رأس المال المغامر في U.S. 200 بليون دولار . التأثير أكبر كثيراً مما يشير إليه هذا الرقم ، بسبب معدل الدوران السريع نسبياً لرأس المال المغامر . في عامي 1999 ، 2000 ، في ذروة دوران تكنولوجيا الإنترنت ، انفجر أيضاً الاستثمار

المغامر [ انظر اللوحة 5 - 4 ] . عندما هدأت حالة فوران الإنترنت كانت النتيجة خسائر ضخمة للرأسماليين المغامرين ، وهبوط لافيت في الحماس .

#### اللوحة 5 - 4

#### استثمارات رأس المال المغامر



المصدر : National Venture Capital Association

الأسهام الخاصة بصفة عامة ، ورأس المال المغامر بصفة خاصة أكبر كثيراً في الولايات المتحدة منه في أي بلد آخر . ففي عام 1995 ، التجميع التراكمي للأسهم الخاصة مقارنة بإجمالي الناتج المحلي كان أكبر 9 أضعاف في U.S. عنه في آسيا ، 8 أضعاف أعلى عنه في أوروبا . الاستثمار المغامر يحظى بمكانة ملحوظة في كل من بريطانيا ، فرنسا ، وكندا . ولكن في البلدان الأخرى الأنشطة التي تأتي في المقدمة تتمثل في التملك والاندماج: في القارة الأوروبية ، معظم هذه الحالات في تجارة التجزئة . رأس المال المغامر قليل في ألمانيا واليابان : معظم ما يقال بأنه رأس مال مغامر هناك هو في الواقع دين مصرفي طويل الأجل .

لماذا الأسهم الخاصة كبيرة إلى هذا الحد في U.S.؟ ساهمت عوامل عديدة منذ عقد الثمانينيات ( 1980 ) في نجاح الأسهم الخاصة في U.S. لقد زادت التغييرات في اللوائح التنظيمية وقوانين الضرائب من أعداد المستثمرين المحتملين . الأكثر أهمية ، كان الدور الذي قامت به " وزارة العمل " في عام 1979 بصفتها المشرع للوائح صناديق المعاشات ، التي سمحت للصناديق باستثمار جزء من حوافظها المالية في الشركات الصغيرة والجديدة\* . قد جعلت التغييرات في اللوائح الطريق أكثر سهولة أمام البنوك والأفراد الأثرياء للمشاركة . وحيث أن معظم العائدات من الأسهم الخاصة يأتي في شكل مكاسب رأسمالية ، فإن التخفيض في سعر الضرائب على المكاسب الرأسمالية قد ساعد أيضاً .

قد كان إنشاء آلية الشركة المحدودة ( المحاصة ) محورياً ، حيث تفادي ازدواجية الضرائب في استخدام شكل الشركة العامة . إذا أنشئت مؤسسة وسيطة استثمارية في شكل شركة عامة ، فإن عليها أن تدفع ضرائب على كل دخلها ، ودخل كل مساهميها ، وبعد ذلك ، فإن عليها أن تدفع ضرائب مرة أخرى على الدخل الذي يوزع عليهم . على العكس ، الشركة المحدودة ( المحاصة ) لا تدفع ضرائب بذاتها : فقط الشركاء هم الذين يدفعون . نتيجة لذلك ، العائد على المساهم كبير بدرجة ملحوظة .

لقد رأينا أن المخرج السهل مهم جداً لعملية الاستثمار في الأسهم الخاصة . لأن سوق الأسهم العامة تم تطويره بصورة جيدة في U.S. ، فإن الخروج من خلال IPO نسبياً سهل . لدى U.S. في NasDag سوق ثانوية في المستوى التالي للأسهم العادية الخاصة بالشركات الصغيرة والأقل نضجاً ، والتي سوف لا تكون مؤهلة للتسجيل في SEC " ببورصة نيويورك " .

\* كان هناك محركاً كبيراً أيضاً لسوق IPO .

بزيادة سيولة أسهم مثل هذه الشركات ، وبتوفير اكتشاف الأسعار تجعل هذه السوق حالات IPO أكثر سهولة ، وأكثر جاذبية .

لم تتطور كثيراً الأسهم الخاصة ، في معظم البلدان ، لأنها تفتقر إلى ميزة أو أكثر مما سبق ذكره . في بعض البلدان ، يوجد نقص في المستثمرين المحتملين في المؤسسات المالية المتخصصة في الأسهم الخاصة . غير مسموح لكل من صناديق المعاشات ، وشركات التأمين على الحياة بالاستثمار في الأسهم الخاصة ، أو ، كما في ألمانيا ، وبعض البلدان القارة الأوروبية الأخرى ، لا توجد صناديق معاشات بالمرّة .

تفتقر بعض البلدان إلى أطر ضريبية وقانونية ملائمة . على سبيل المثال ، في اليابان الشركات المحدودة ( المحاصة ) ليس معترف بها كشكل قانوني ، لا توجد أسهم ممتازة قابلة للتحويل ، الآلية المفضلة للاستثمار في المحافظ المالية للشركات غير موجودة ، وحتى وقت قريب ، كان غير مسموح لأصحاب رءوس الأموال المغامرين بمقاعد في مجلس إدارة شركة المحافظ المالية .

تفتقر كثير من الشركات إلى آليات المخارج الجيدة . في بعض البلدان ، وخاصة في دول القارة الأوروبية ، مع أسواقها في الأسهم العامة غير المتطورة ، فإن الخروج خلال IPO ضعف . يمكن أن تعرقل اللوائح التنظيمية لأوراق المالية تطوير السوق الثانوية في المستوى التالي . يحاول الأوروبيون واليابانيون تقليد NasDag ، وأطلقوا على ابتكارهم سوق JasDag ، وسوف EasDag بالترتيب ، وقد فشلت الاثنتان . عندما يكون IPO صعباً فإن المخرج عادة يتمثل في " بيع التجارة " ، وغالباً يأخذ وقتاً أطول ، أكثر مما هو في U.S. . على سبيل المثال ، متوسط الوقت للخروج في U.S. ما بين 5 إلى 7 سنوات ، في اليابان 29 عاماً .

لذلك ، أسواق الأسهم الخاص والعام ، تقدم حلولاً مختلفة للسيطرة على الشركة وتؤدي وظائف مختلفة . سوق الأسهم العامة ، سوق بدون علاقة ، وتعتمد بكثافة ، ولكن ليس قاصرة على الحماية القانونية للسيطرة على الشركة ، وظيفتها الأساسية تسهيل التغييرات في الملكية . سوق الأسهم الخاصة سوق علاقة وتعتمد على الرقابة عن قرب بواسطة مؤسسات وسيطة متخصصة للسيطرة على الشركة . إنها مصدر مهم للتمويل للشركات الجديدة والنامية ، التي لديها صعوبات التمويل من أماكن أخرى .

### التلخيص

- المسألة الأساسية مع التمويل بالأسهم تتمثل في ضمان عائد لمن يوفر التمويل . بدون آليات فعالة للسيطرة على الشركة ، التمويل بالأسهم سوف لا ينجح .
- ملاك المشروع هم أصحاب القول النهائي حول إدارته والحق في استلام مكاسبه المتبقية . نتيجة تحمل المخاطر ، فإنهم يمكنون المشروع من الوفاء بالتزاماته التعاقدية بدرجة عالية من الاعتمادية .
- عندما ينتشر تملك الأسهم ، فإنه من المتوقع ألا يمارس صغار المساهمين رقابة مباشرة على المشروع بأنفسهم . تترك الرقابة الفعالة في أيدي العالمين ببواطن الأمور الداخليين ، الذين يميلون إلى إعطاء أولوية لمصالحهم الذاتية .
- الأليتان المتاحتان للسيطرة على الشركة هما الحماية القانونية ، والاعتماد على بعض الأطراف الذين لديهم السلطة والحافز للرقابة نيابة عن المستثمرين بدون علاقة .

- تختلف فعالية الحماية القانونية من بلد إلى آخر . يوجد ارتباط قوى عبر البلدان المختلفة بين فعالية الحماية القانونية ، وتملك الأسهم بدون علاقة .
- في ألمانيا واليابان تتم المراقبة عن طريق البنوك .
- في U.S. استخدمت الرقابة الأولى عن طريق شركات ضمان الاكتتاب ، ولكن هذا النظام انهار مع تشريعات فترة " الكساد الكبير" .
- في غياب الرقابة الفعالة ، كانت الشركات الكبيرة تدار لحساب صالح المديرين ، بدلاً من صالح المساهمين بها . كانت النتيجة ظهور مشكلة التدفق النقدي الحر .
- ترتب على عدم كفاءة الإدارة وجود فرص ربحية ، والتي أدت إلى موجة من التملكات والإندماجات العدائية في عقد الثمانينات (1980) وعقد التسعينيات ( 1990 ) .
- منذ ذلك الوقت ، تم الربط بين مصالح المديرين ومصالح المساهمين من خلال خيارات الأسهم . بعض المؤسسات المستثمرة قد أصبحت أكثر حسماً .
- تختلف آليات السيطرة على الشركة عبر البلدان المختلفة . جزئياً ، هذه نتيجة الاختلافات القانونية واللائحية . وجزئياً ، لأنه لا يوجد حل أفضل وحيد .
- الوظيفة الرئيسية لسوق الأسهم العامة أن تكون سوقاً للملكية . إنها تقدم السيولة واكتشاف السعر بما يجعل من السهل نقل الملكية بين الشركات .

- تتضمن تعاملات الملكية الإندماجات ، التملكات ، التجديدات ، وحالات الخصخصة ، والخروج.
- يسهل سوق الأسهم العامة أيضا ، إعادة استثمار الأموال الداخلية ، ويفرض نوعاً من الانضباط على الشركات التجارية .
- إصدار الأسهم مصدر تمويل مكلف ، وتزيد المصروفات بصورة ملحوظة نتيجة التسعير المتدني في حالات IPO .
- السوق الثانوية جيدة الأداء مهمة بصفة خاصة للأسهم العامة . تتطلب السوق الثانوية جيدة الأداء ، تكاليف تعاملات منخفضة ، سيطرة جيدة على الشركة ، وتنظيم لائحى فعال .
- المعلومات الجيدة محورية لكل من السوق الأولية والسوق الثانوية .
- سوق الأسهم الخاصة هو سوق التمويل بالأسهم ذات العلاقة . في سوق الأسهم الخاصة المنظم ، يوفر المستثمرون الأموال للشركات الوسيطة المالية المتخصصة ، وغالباً تأخذ هذه المؤسسات أوضاعاً ذات أهمية ، وغالباً رقابية في الشركات الخاصة .
- معظم مثل هذه المؤسسات الوسيطة تنظم كشرركات محدودة (محاصة) . في مثل هذه الشركات ، يدير المشاركون العامون مسرح الأحداث ، بينما المشاركون المحددون مجرد مستثمرين . تنظم الشركات المحدودة هيكلياً لضمان أن الشركاء العامون سوف يعملون لصالح مستثمريهم .
- الأسهم الخاصة شكل مكلف جداً من أشكال التمويل الخارجي . لذلك، تسعى إليه فقط الشركات التي تكون غير قادرة على الاقتراض الكافي ، وتفتقر إلى سهولة الدخول إلى سوق الأسهم العامة .

- في الغالب ، تأتي الأسهم الخاصة في شكل رأس مال مغامر ، والذي قد كان مصدراً مهماً في تمويل الشركات المبتدئة في مجال صناعاتها.
- الأسهم الخاصة ذات أهمية كبيرة جداً في U.S. أكثر من أي بلد آخر. يعاني الكثير من البلدان الأخرى وجود بيئة لائحية ملائمة . وآليات مخارج جيدة .

### أسئلة للمناقشة

- 1 – كيف يفيد الذين يوفرون التمويل بالأسهم ، الدائنين ، العاملين ، الموردين ، والعملاء ؟ ما هو تضارب المصالح بين حملة الأسهم ، وتلك المجموعات الأخرى ؟
- 2 – ما مزايا وعيوب انتشار تملك الأسهم ؟
- 3 – لماذا يبدو منطقياً أن الحق في باقي الدخل والرقابة يسيران معاً ؟ إذا كانا منفصلين كيف يؤثر هذا على المطالبة بالدخل المتبقي ؟ ما مضامين سوق الأسهم ؟
- 4 – مع علمنا بأن النظام المالي يمثل أهمية كبيرة في الكفاءة الاقتصادية . كيف تؤثر مشكلة التدفق النقدي الحر على التكامل ؟ في ضوء إجابتك ، هل يجب أن تشجع الحكومات أو لا تشجع حالات LBO .
- 5 – هل يجب أن تكون المؤسسات المستثمرة " مستثمرين نشطاء " ( تتدخل في إدارة الشركات التي يمتلكون أسهمها ) أو مجرد حضور في الجمعيات العمومية " بيع الشركات التي لا يحبونها " ؟ ما هي الحوافز ؟ كيف تتأثر بالتنظيم اللائحي ؟ هل يجب أن تشجع أو لا تشجع الحكومات الاستثمار النشط ؟

6 - " كل الثورة الصناعية في بريطانيا كان يمكن أن يمونها أي فرد من أصحاب الثروات الخاصة القائمة حينئذ . كانت الصناعات الجديدة غير قادرة على توفير التمويل اللازم ، حتى بأسعار تزيد على 20 في المائة . عندما كانت الصناعات المرتبطة بالأرض ( الزراعة ، المناجم ، طحن الغلال ... ) قادرة على التحكم في مبالغ ضخمة من رأس المال مع عائد صفر أو أقل " - M.M.Postan .

أ - أشرح كيف تصف العبارة السابقة مشكلة التدفق النقدي الحر .  
ب - كيف تؤثر مشكلة التدفق النقدي الحر على كفاءة الاقتصاد ؟  
ج - كيف تؤثر مشكلة التدفق النقدي الحر على تكيف الاقتصاد ؟  
د - إذا أخذنا في الاعتبار صعوبة تمويل الصناعات الجديدة ، قد يجادل أحد المراقبين بأن بريطانيا كانت تعاني من مخدرات ضعيفة جداً ، وبالتالي استثمارات ضعيفة جداً . هل توافق ؟

7 - هل يكون للأنواع المختلفة من المساهمين وضعاً أكبر في أسهم الشركة . بالنسبة لكل ما يأتي ، ما دوافعهم وحوافزهم لممارسة رقابة فعالة ؟ ما قدراتهم للقيام بهذا ؟ هل توجد مصالح تسيّر جنباً إلى جنب مع صغار المساهمين ؟

أ - المؤسسات المستثمرة ( بمعنى .. ، صناديق المعاشات ، صناديق الأموال التبادلية ، صناديق الاستثمار ) .

ب - شركة محدودة ( محاصة ) LBO .

ج - شركة متعددة الأقسام ( M-form ) .

د - البنك .

هـ - الأسرة .

و - الحكومة .

8- درجة عمق البصيرة الإدارية ، وأيضاً إمكانية اتساع رقعة سوء السلوك الإداري تعتمد على الظروف الاقتصادية للشركة .

أ - كيف سوف تعتمد على درجة المنافسة في منتج ومدخلات الأسواق ؟

ب - كيف سوف تعتمد على تمويل الشركة : الدين مقابل الأسهم (الرافعة المالية ، الدين طويل الأجل مقابل الدين قصير الأجل)

9- في الاقتصاديات المتقدمة يوجد نظامان أساسيان في السيطرة على الشركة . في البلدان التي تتحدث الإنجليزية ، توجد حماية قانونية قوية ، وتملك الأسهم واسع الانتشار . في البلدان الأخرى ، الحماية القانونية ضعيفة ، وتركيز تملك الأسهم هو القاعدة .

أ- قارن النظامين العامين الأساسيين في ضوء الحماية التي يوفرانها لكل من أصحاب المصلحة غير المالية ( العاملين ، الموردين .. إلخ ) والمستثمرين بدون علاقة.

ب - ما مضامين استعداد المجموعتين في تخصيص الموارد للمشروع ؟

ج- ما مضامين إجابتك على السؤال 2 بالنسبة للكفاءة الإنتاجية للشركة ؟

د - ما مضامين إجابتك على السؤال 2 بالنسبة لتكيف الشركة في مواجهة الظروف الاقتصادية المتغيرة ( على سبيل المثال ، التحولات في طلب المستهلك التي تجعل بعض خطوط الإنتاج غير مريحة ) ؟

هـ - كيف تختلف مع الحاجة إلى الكشف عن المعلومات المرتبطة في الشركة ؟ والقيود على تجارة العاملين بيوطن الأمور الداخليين ؟

و - كيف تختلف مع الحاجة إلى سوق ثانوية جيدة الأداء ؟ أهمية الاكتشاف الجيد للأسعار والسيولة ؟

## BIBLIOGRAPHY

## المراجع

- De Long, J. Bradford. "Did j. P. Morgan's Men Add Value? A Historical Perspective on Financial Capitalism " Working paper no. 3426, National Bureau of Economic Research, August 1990.
- Fenn, G. W., N. Liang and S.D. Prowse. "The Private Equity Market: An Overview." *Financial Markets, Institutions & Instruments* 6 no. 4 (1997): 1-105
- Garrinkel, Michelle R. "The Causes and Consequences of Leveraged Buyouts." *Economic Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis*, September-October 1989, 23-34.
- Hansmann, H. *The Ownership of Enterprise*. Cambridge, MA. Belknap Press of Harvard University Press, 1996.
- Holmstrom, B., and S. N. Kaplan "Corporate Governance and Merger Activity in the U.S.: Making Sense of the 1980s and 1990s." Department of Economics, M.I.T., Cambridge, MA, February 2001.
- Jensen, Michael C. "Eclipse of the Public Corporation." *Harvard Business Review*, September-October 1989, 61-74.
- "Corporate Control and the Politics of Finance." *Continental Bank: Journal of Applied Corporate Finance* 4 no. 2 (summer 1991), 13-33.
- Kaplan, S. N., and P. Stromberg. "Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring." Working paper no. W8202, National Bureau of Economic Research, April 2001.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. "Legal Determinants of External Finance" *Journal of Finance* 52 (1997): 1131-1150.
- Meggison, W. L., and M. K. Boutchkova. "Privatization and the Rise of Global Capital Markets." *Financial Management*, winter 2000.
- Mueller, D. C., and E. A. Reardon. "Rates of Return on Corporate Investment." *Southern Economic Journal*, 1993, 430-453.
- Ritter, Jay R. "Some Factsoids About the 2000 IPO Market." University of Florida, Gainesville, 2001.
- Roe, M. J. *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1994.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny. "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance* 52 (1997): 737-783.
- Wurgler, J. "Financial Markets and the Allocation of Capital." *Journal of Financial Economics* 58, no. 1-2 (October-November 2000): 187-214.