

## الفصل السابع

### تنظيم الأسواق المالية

#### *The Organization of Financial Markets*

وبذلك ننتهي من هذا الفصل نسأل الله تعالى : اللهم صل على محمد وآل محمد :

- كيف تعمل الأسواق المنظمة على جعل التعامل في الأوراق المالية أكثر سهولة .
- لماذا تختفي الآن أرضيات التعامل لتفسح الطريق أمام نظم الكمبيوتر المتزايدة .
- لماذا تفقد " بورصة أسهم نيويورك " الأعمال لصالح المؤسسات المنافسة
- كيف تعمل المنافسة على تغيير الطريقة التي تنظم بها البورصات .

لقد درسنا الآن كل الأسواق المالية الأساسية – سوق الأوراق المالية الحكومية ، سوق القروض برهونات ، سوق الدين ، سوق الأسهم ، وسوق المشتقات . بصفة عامة ، لقد ركزنا على الأدوات المستخدمة ، والمسائل الاقتصادية التي يثيرها استخدام هذه الأوراق والتعامل فيها . في هذا الفصل سوف نركز على الأسواق المالية ذاتها وكيف تعمل . سوف نرى كيف تنظم الأسواق المالية ، كيف يحدث بالضبط التعامل ، كيف تضمن الأسواق بأن المشترين يتسلمون أوراقهم المالية وأن البائعين يتسلمون أموالهم ، وكيف تهتز صناعة الأسواق بفعل قوى اقتصادية قوية .

قبل أن نبدأ ، دعنا نتذكر ماذا تفعل الأسواق المالية . تذكر ، أن الأسواق لها وظيفتان مهمتان - اكتشاف السعر ، وتوفير السيولة . تضع الأسواق المالية السعر للأدوات التي تتعامل فيها ، وتجعل من السهل على الأفراد تداولها فيما بينهم . عند دراستنا للأسواق المالية ؛ ما لها وما عليها ، نحتاج إلى أن نضع هذه الوظائف في أذهاننا .

## طبيعة الأسواق المنظمة

### *The Nature of Organized Markets*

دعنا نبدأ بتقسيم السوق المالي إلى جزئين - سوق تجزئة ، وسوق جملة . سوق التجزئة هو ذلك السوق الذي يشتري ويبيع فيه المستثمرون الأفراد الأوراق المالية . سوق الجملة هو ذلك السوق الذي يتعامل فيه المهنيون ، بما في ذلك المؤسسات المستثمرة ، كل منها مع الأخرى ، وخاصة في مبالغ كبيرة . إنه سوق الجملة الذي تحدث فيه التعاملات عادة . على سبيل المثال ، " بورصة الأوراق المالية في نيويورك " NYSE ، سوق جملة . إنك كبائع أو كمشتري لا يمكنك الدخول المباشر إلى سوق الجملة . بدلاً من ذلك ، تضع أوامرك مع سمسار تجزئة ، الذي يرسلها إلى سوق الجملة للتنفيذ . سوق التجزئة مهم . على سبيل المثال ، إنه التنظيم حيث يعمل معظم الأفراد في صناعة الأوراق المالية . الأكثر من هذا ، لأنها تتضمن مستثمرين صغار ، فإنها تحظى بالكثير من اهتمام المشرعين الذين يضعون اللوائح المنظمة . ومع ذلك ، إنها سوق الجملة التي سوف ندرسها في هذا الفصل . ذلك حيث مسرح الأحداث\* .

\* - لقد تحدثنا عن سوق التجزئة في الفصل الأول عندما ناقشنا وظيفة السمسرة في الأوراق المالية .

أسواق الجملة أسواق منظمة . إن هياكلها التنظيمية تهدف إلى تسهيل التعاملات . يمكن أن يختلف هيكل الأسواق المنظمة طبقاً لعدد من الأبعاد : يمكن أن تكون بورصات أو أسواق خارج البورصة ( OTC ) ؛ يمكن أن تكون مركزية أو لا مركزية ؛ يمكن أن تكون أسواق مضاربة أو أسواق مزادات . سوف نرى أن هيكل السوق يؤثر على مدى جودة أداء وظائفها الأساسية من حيث اكتشاف السعر وتوفير السيولة ، وأيضاً تكلفة ذلك الأداء .

### دراسة رموز الأسواق المنظمة

أسواق البورصات والأسواق خارج البورصات . يوجد نوعان أساسيان من الأسواق المنظمة - البورصات ، والأسواق خارج البورصات . يجري التعامل مع معظم الأوراق المالية في أسواق OTC : البورصات هي الاستثناء . من أمثلة أسواق OTC : NASDAQ ، بورصة الأوراق المالية الدولية بلندن ( أسهم وسندات ) ، سوق الأوراق المالية الحكومية ، سوق الأموال ، سوق الأوراق المالية المدعومة بالرهنات ، سوق المقايضات ، وسوق الصرف الأجنبي . من أمثلة البورصات : بورصات نيويورك ، طوكيو ، لندن ( أسهم وسندات ) ، وبورصة شيكاغو التجارية ( العمليات الآجلة والخيارات ) .

في البورصة ، يتقابل المضاربون وجهاً إلى وجه علي أرضية التعامل ؛ في سوق OTC إنهم يتفاوضون عبر التليفون . في الأيام الأخيرة ، كما سوف نرى ، جاءت التكنولوجيا لتجعل هذا التميز غير واضح . بينما لا

---

NASDAQ = National Association of Securities Dealers Automated -  
Quotation.

الجمعية القومية للتسعير الآلي للمضاربين في الأوراق المالية .

تزال بعض البورصات تجري تعاملاتها وجهاً إلى وجه ، قد تحول الكثير إلى التعاملات الآلية باستخدام النهايات الطرفية لأجهزة الكمبيوتر . يعتمد الآن الكثير من أسواق OTC على نظم تعاملات آلية مماثلة .

يتمثل الفرق الأساسي اليوم في الرسمية **formality** في الهياكل التنظيمية . مع البورصة المشاركة مقيدة كثيراً ، وقواعد التعامل أكثر صرامة . أسواق OTC تختلف درجاتها من حيث الرسمية : بعضها يقرب كثير من البورصات ؛ أخرى هياكلها سائبة إلى حد كبير .

مع الأسواق الأكثر خضوعاً للهيكل التنظيمية ، تزيد نفقات إنشائها بصورة لافتة . عموماً ، تكاليف إنشاء بورصة أكبر كثيراً من تكاليف إنشاء سوق OTC . تكون التكاليف الإضافية مبررة فقط في حالة وجود حجم تعامل كاف : معظم التكاليف ثابتة ، لذلك متوسطة تكلفة كل تعامل تكون مرتفعة ، ما لم يكن الحجم كبيراً . لذلك ، عموماً ، السندات ، التي تعاملاتها قليلة نسبياً تتجه إلى أسواق OTC ، والأسهم ، التي تعاملاتها كثيرة نسبياً ، تتجه إلى البورصات .

يضاف إلى ذلك ، يكون الهيكل التنظيمي مبرراً مع وجود عدد كبير من المضاربين . سوف نرى حالاً ، أن أحد الأشياء التي يفعلها الهيكل التنظيمي أنه يجعل من السهل على الغرباء أن يتعامل كل منهم مع الآخر بثقة واطمئنان . الدائرة الصغيرة من المضاربين الذين يعرف كل منهم الآخر معرفة جيدة ، ولهم علاقات تعامل مستمرة سوف يكون لديهم القليل ليكسبونه من الهيكل الرسمي للبورصة . كما رأينا في الفصل الثاني ، تتداول الأوراق المالية أساساً بين عدد قليل نسبياً من المضاربين والمؤسسات المستثمرة . يخدم سوق OTC هؤلاء المتعاملين بصورة جيدة . عدد المتعاملين في الأسهم كبير ، وتتداول الأسهم عادة في البورصات .

أسواق المضاربة وأسواق المزايدة . كما رأينا في الفصل الأول ، توجد طريقتان بديلتان للتعامل في السوق المنظمة – سواء للمضاربة أو للمزايدة . سوق المضاربة مدفوعاً " بعملية التسعير " : يضع المضاربون أسعار العطاء والأسعار المطلوبة ، وينتظرون وهم على استعداد للبيع والشراء طبقاً لتلك الأسعار . سوق المزايدة مدفوعاً " بالأوامر " : أنه يجمع ويرتب تنفيذ الأوامر من المشتريين والبائعين المحتملين .

في سوق المضاربة ، إنهم المضاربون الذين يضعون الأسعار ، استجابة للمعلومات الجديدة . في سوق المزايدة ، يوضع السعر استناداً إلى العرض والطلب الجاري ( سوف نرى كيف حالاً ) . تؤثر المعلومات الجديدة على السعر فقط من خلال تجار المعلومات .

السيولة الأساسية في كلا النوعين من الأسواق يقدمها المضاربون أنفسهم . عموماً ، تكاد تتوازن السيولة المرغوبة للمبيعات مع السيولة المرغوبة للمشتريات . ومع ذلك ، أحياناً يوجد عدم توازن \* . في سوق المضاربة ، المضاربون هم الذين يوفرون تدعيماً للسيولة – امتصاص عدم توازن السيولة لصالح أرباح التعامل .

كل أسواق OTC أسواق مضاربة ، ولكن يحدث هذا أيضاً في بعض البورصات ( كانت بورصة الأسهم بلندن سوقاً للمضاربة حتى عام 1997 ) . ومع ذلك ، معظم البورصات أسواق مزايدة – بورصات العمليات الآجلة والخيارات ، معظم بورصات الأسهم الأوروبية ، وبورصة أسهم طوكيو . معظم الأسواق مهجنة ، تجمع عناصر من كل من أسواق المزايدة وأسواق المضاربة . المثال الأكثر وضوحاً تقدمه " بورصة أسهم نيويورك " . هناك ، كما سوف نرى ، يستطيع الاختصاصيون أن يعملوا إما كسماسرة للتوفيق

\* . انظر الفصل الأول لمناقشة تجار السيولة وتجار المعلومات .

بين دلبات المضاربيين ، أو كمضاربيين يضعون الأسعار التي على استعداد هم أنفسهم للتعامل بها .

الأسواق المركزية والأسواق غير المركزية . تختلف الأسواق من حيث درجة مركزيتها . إذا كنت أحد المضاربيين في بورصات شيكاغو للعمليات الأجلة ، فإنك ترى كل عملية مضاربة بمفردها تحدث هناك . كل شيء يحدث بالضبط أمام أعينك في حلبة التعامل . في كل تعامل ، لديك الفرصة للتدخل ؛ تقبل عطاء أو تقدم عرضاً . هذا مثال للسوق المركزية .

كثير من الأسواق " شبه مركزية " . على سبيل المثال ، معظم التعاملات في الأسهم المسجلة في " بورصة الأسهم بنيويورك " تحدث داخل البورصة ، ولكن تعاملات جوهرية تحدث في أماكن أخرى .

في الأسواق المركزية مزايا محددة . عملية اكتشاف السعر - العثور على سعر عادل - تعمل بصورة أفضل ، عندما يكون كل المشتري والبائع على اتصال بعضهم مع البعض الآخر . حينئذ ، عندما تحدث تجارة ؛ تستطيع أن تكون متأكداً ، أنه لا يوجد من سوف يشتري بسعر أعلى أو يبيع بسعر أدنى . يوصف مثل هذا السوق بأنه سوق شفاف .

السيولة أيضاً جيدة في السوق المركزي . مع توافر حجم أكبر في الشراء والبيع الذي يحدث معاً ، يكون الاحتمال أقل بأنه سوف يحدث عدم توازن في السيولة . الأكثر من هذا ، أنه فقط في سوق الحجم الكافي من التعامل ، يكون مربحاً للمضاربيين أو لتجار المعلومات أن يوفر سيولة مدعمة .

تخلق هذه المزايا من المركزية ميلاً طبيعياً في أن تتجه التعاملات نحو المزيد من المركزية . تتجه أحجام التعامل إلى جذب المزيد من أحجام التعامل . تاريخياً ، اعتاد المضاربون في ورقة مالية معينة إلى الالتقاء في

مكان محدد ؛ والتعامل سوف يكون حينئذ مركزياً في وقت محدد . يجنب هذا الميل نحو المركزية ليس فقط بالنسبة لأوراق مالية معينة ، ولكن بالنسبة للأوراق المالية بصفة عامة . بمضي الوقت ، قد تطورت بعض المدن كمراكز مالية ، حيث الكثير من الأوراق المالية تعتبر مركزية .

**سبب المركزية** . مع الأخذ في الاعتبار مزايا المركزية ، لماذا توجد أسواق غير مركزية ؟ السبب أن المركزية لها عيب واحد خطير : إنها تخلق سلطة السوق\* . عندما يتركز التعامل في سوق واحدة ، أولئك الذين يتحكمون في سهولة الدخول إلى ذلك السوق يمكنهم تحقيق أرباح احتكارية برفع سعر استخدام السوق . عملياً ، يعني هذا أن تكاليف التعامل ، في شكل عمولات وأتعاب تكون أعلى من تكاليف الخدمات التي تقدم .

كما قد رأينا من قبل ، الاحتكار يعني أيضاً الكسل . تحررهم من ضغوط المنافسة ، فإن أولئك الذين يسيطرون على السوق المركزية ، لا يكون لديهم حافز قوي لتخفيض التكاليف بتقديم تكنولوجيا جديدة . يجعل كل من الأرباح الاحتكارية والتخلف التكنولوجي استخدام السوق المركزي أكثر تكلفة .

الأسواق اللامركزية بطبيعتها أسواق أكثر تنافسية . داخل السوق اللامركزي ، تستطيع أن تتجول بائعاً أو مشترياً حول أطراف التعامل ، وتجري الترتيبات التي تريدها .

التنظيم المتحرر من هذه الأسواق يجعل التواطؤ على تثبيت سعر الخدمات أكثر صعوبة . بسبب الضغوط التنافسية ، تقدم الأسواق اللامركزية عادة تكاليف تعامل أكثر انخفاضاً . حتى عندما لا تكون جيدة من حيث

\* - سوف يكون لدينا الكثير حول هذا لنقوله فيما بعد في هذا الفصل .

اكتشاف السعر أو توفير السيولة ، فإن انخفاض تكاليف التعامل قد تجعلها أكثر جاذبية .

إذا أصبح السوق المركزية ضحية سوء استخدام السلطة ، توجد فرصة كبيرة أن المركزية . سوف تنهار . سوف يجد المضاربون طرقاً بديلة للتعامل الذي تخفض تكاليف تعاملاتهم . سوف نرى أن هذا ما حدث بالضبط مع أسواق الأسهم في U.S. ، وفي أوروبا .

### كيف تخفض الأسواق المنظمة تكاليف التعامل

الغرض من الأسواق المنظمة التعامل في الأوراق المالية . التعامل في الأوراق المالية معرض لكل مشكلات التعامل التجاري بصفة عامة . أولاً ، يجب أن يوافق المضاربون على شروط التعامل . بعد ذلك ، يجب إتمام التعامل بالفعل : يجب تبادل الأوراق والأموال بين الأطراف المعنية . يشتمل كل هذا على تكاليف . انخفاض التكاليف يعني زيادة التعاملات . زيادة التعاملات يعني أن السوق يؤدي وظائفه الأساسية في اكتشاف السعر وتوفير السيولة بصورة أفضل . تخفض الأسواق المنظمة تكاليف التعامل بطرق مختلفة .

الإذن المقيد لدخول المضاربين . نمطياً ، ينفذ المضاربون في السوق المنظم مئات أو حتى آلاف التعاملات يومياً . لكي يكونون قادرين على القيام بهذا ، يحتاجون إلى معرفة أن الأفراد الذين يتعاملون معهم متاحون عندما يريدونهم . إذا كان عليهم أن يسيروا شيك ائتمان مع كل عملية ، سوف يأخذ هذا وقتاً ، يكلف أموالاً ، ويجعل الأشياء بطيئة بصورة لا تحتمل . إحدى الطرق التي تناولت بها الأسواق المنظمة هذه المشكلة تمثلت في تقييد الإذن بدخول السوق : فقط المضاربون المعتمدون هم الذين يسمح لهم بالمشاركة .

يستطيع الخارجيون استخدام السوق بصورة غير مباشرة من خلال المضاربين المعتمدون . لكي يكون المضاربون معتمدين ، يجب أن يستوفوا معايير محددة . نمطياً ، هذه تتضمن متطلبات رأس المال ، مواصفات محاسبية ، ومعايير أمانة .

على سبيل المثال ، لكي تتعامل في بورصة أسهم نيويورك ، يجب أن تكون عضواً . عدد الأعضاء ثابت عند رقم 1.366 عضواً . لذلك ، الطريقة الوحيدة للالتحاق بالعضوية أن تشتري " مقعداً " من عضو قائم (معظم المقاعد تشغلها شركات الأوراق المالية بدلاً من الأفراد) . يجب أن توافق البورصة على شراء المقعد . للحصول على الموافقة ، يجب على العضو المحتمل أن يقدم تقريراً مالياً كاملاً قابلاً للتحقق من جهة مراجعة مستقلة وأن يلبي معايير الجدارة ورأس المال الكافي . الأعضاء المستمرون خاضعون لنفس المتطلبات .

تظهر اللوحة 7 - 1 كيف تغير متوسط سعر المقعد في NYSE على مدى سنوات اعتباراً من عام 1970 . يراجع السعر مع معاناة الأسهم أثناء عقد السبعينيات ( 1970 ) وفترة التضخم ، ثم عاد وانتعش في عقد الثمانينيات ( 1980 ) . انهيار عام 1987 خفض من حماس الجمهور للأسهم ، ومن ثم ، تراجع حجم التعامل والعمولة وسعر المقعد . ارتفع سعر السهم بسرعة في أواخر التسعينيات ( 1990 ) مع ازدهار سوق الأسهم ، وهبط مرة أخرى عندما انقلب الازدهار إلى أزمة اقتصادية .

قواعد السلوك . لدى الأسواق مجموعة من القواعد التي تحكم سلوك أعضائها . توجد قواعد بصفة خاصة لضمان أن يكون السوق أميناً ومنظماً على سبيل المثال ، لمنع التلاعب في الأسعار ، وتجارة العالمين ببواطن الأمور في المعلومات الداخلية ، ينشئ السوق آليات مراقبة للتأكد من أن

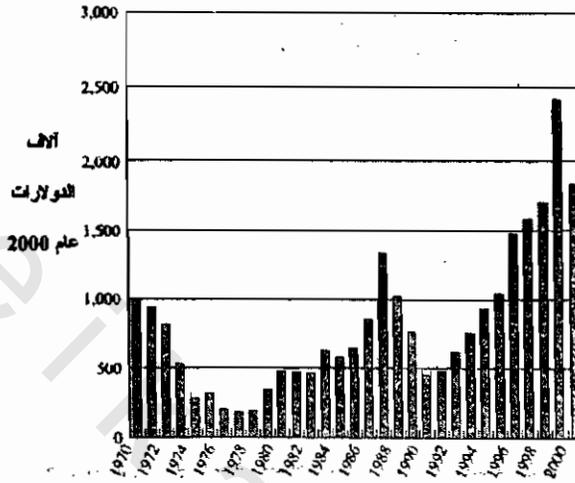
القواعد محترمة . الأعضاء الذين يخالفون القواعد يتعرضون إلى الجزاءات. تتراوح العقوبات من مجرد لفت النظر ( عقوبة اسمية فقط ) ، إلى الوقف عن ممارسة التعامل ثم الطرد من السوق – العقوبة القصوى .

نتيجة إلى قيود الإذن بدخول السوق وقواعد ضبط السلوك ، عندما تجري صفقة في سوق منظمة ، حتى مع شخص ما لا تعرفه ، فإنه يكون لديك بعض الثقة في أمانته ، وفي كلمته . يخفض هذا إلى حد كبير تكاليف التعامل .

الإذن المقيد لدخول الأوراق المالية . بالإضافة إلى قيود الإذن لدخول المضاربيين ، تقيد أيضاً الأسواق المنظمة الإذن لدخول الأوراق المالية . مرة أخرى ، أحد الأسباب أن تخفض تكاليف التعامل . تحديد التعامل بعدد صغير نسبياً من الأوراق المالية ذات الجودة المعروفة ، تجعل التعامل أكثر بساطة، وبالتالي أقل تكلفة . بالإضافة إلى ذلك ، الكثير من تكاليف إنشاء سوق ورقة مالية معينة تكاليف ثابتة : إنها لا تعتمد على حجم التعامل . ومن ثم ، تتخفيض التكاليف لكل تعامل على حدة مع زيادة حجم التعامل . الأكثر من هذا ، تعتمد الإيرادات مباشرة على الحجم . لذلك ، توافق السوق المنظمة نمطياً على التعامل فقط مع تلك الأوراق التي يكون من المتوقع أن تولد حجماً كافياً من التعاملات .

## اللوحة 7 - 1

### سعر المقعد للعضو في بورصة نيويورك للأسهم



يتمثل السبب الثاني لتقييد إذن الدخول إلى السوق في السمعة . ترتبط سمعة السوق بسمعة الجهات المصدرة للأوراق التي تتعامل فيها السوق . أية فضيحة تتال المصدر للأوراق المالية تلطخ سمعة السوق . عندما تكون السوق انتقائية في الأوراق المالية التي تقبلها ، فإنها بذلك تبني سمعة للجودة. نتيجة لذلك ، المصدرون على استعداد أن يدفعوا للتميز بقبولهم أعضاء في مثل هذه السوق .

على سبيل المثال لكي " تسجل " إحدى الشركات في NYSE - بمعنى بالنسبة للأوراق المالية التي تتداول هناك - يجب أن تستوفي مجموعة من " متطلبات التسجيل " . يجب أن تلبى الشركة إنجازات سجلها التاريخي ، تسديد الكوبونات ، والأصول المحسوسة أو قيمة السوق . يجب أن تقدم معلومات مالية دقيقة . يجب أن تكشف في الوقت المناسب عن الإيرادات ، عائدات الأسهم والمعلومات الأخرى التي تؤثر مادياً على

السوق. تركز كل هذه المتطلبات على الجودة . يضاف إلى هذا ، يجب أن يكون لدى الشركة عدد كاف من الأسهم يحملها الجمهور ، وعدد كاف من الجمهور الذي يحمل هذه الأسهم . إنها يجب أيضاً أن تولد حجماً ضخماً كافياً من التعاملات . تسعى هذه المتطلبات إلى تحقيق إيراد محتمل كاف للبورصة من التعاملات في الورقة المالية . تمثل أتعاب التسجيل مبلغاً لافتاً : إجمالاً ، تصل تقريباً إلى 30 في المائة من إيرادات NYSE .

عموماً ، البدايات أكثر ارتفاعاً عند التسجيل لأول مرة ( الدخول إلى السوق ) وأقل تشدداً لتجديد التسجيل ( السماح بالبقاء ) . ومع ذلك ، الشركات التي تفشل في تلبية متطلبات تجديد التسجيل تشطب من سجلات الإذن بالدخول إلى البورصة .

تبنى منهج الأوراق المالية في التعاملات . في السوق المنظم ، التعاملات عادة ، معيارية ومبسطة . على سبيل المثال ، في NYSE ، تجري التعاملات في الأسهم في " كميات معيارية " من 100 أو 1000 سهم ( توجد ترتيبات خاصة لتداول التعاملات الأقل ) ؛ في شيكاغو ، عقود العمليات الأجلة معيارية في شروط التسليم . توجد أيضاً إجراءات معيارية لتنفيذ التعاملات — كيف ومتى تنتقل الأوراق المالية ، كيف ومتى تتم التسديدات . يجعل التتميط التداول أكثر سهولة . يحتاج المضاربون (المتعاملون ) إلى الاتفاق فقط على السعر والكمية : كل المؤشرات الأخرى مفهومة ولا تحتاج إلى مناقشة . يخفض التتميط أيضاً احتمالات سوء الفهم بين المتعاملين .

حل الصراع . على الرغم من هذه الإجراءات ، سوف تظهر أحياناً خلافات بين المتعاملين . حل الخلافات يأخذ وقتاً وتكلفة ، ولكنه جزء لا يتجزأ من التعاملات . تخفض الأسواق المنظمة التكاليف بتوفير إطاراً

مؤسسياً لحل الخلافات . استخدام ما يشبه " المحكمة الخاصة " أقل تكلفة من اللجوء إلى التقاضي في المحاكم الفعلية .

لقد امتدت الفكرة من سوق الجملة إلى سوق التجزئة . في عقد الثمانينيات (1980)، بدأ السماسرة يطلبون من عملائهم أن يوافقوا مسبقاً على حل أية خلافات من خلال تحكيم إلزامي بدلاً من التقاضي في المحاكم . في عام 1989 ، حكمت المحكمة العليا بأن مثل هذه الاتفاقات ملزمة إجبارياً. في عام 1991 ، أنشأت صناعة الأوراق المالية هيئة مستقلة " جمعية التحكيم الأمريكية " لتتاول حالات الخلافات والمنازعات بين أطراف التعاملات المالية .

الإجاز المضمون . كما سوف نرى فيما بعد ، يتضمن إنجاز التعامل مخاطر متنوعة . اتخاذ الإجراءات لحماية المرء نفسه ضد هذه المخاطر باهظة التكاليف . لتخفيض هذه التكاليف ، عادة ، تضمن الأسواق المنظمة إنجاز التعاملات المتفق عليها بين الأطراف المعنية . إذا اتفق مضاربان على صفقة معينة ، كلاهما يمكنه التأكد بأن الصفقة سوف تتم كما أتفق عليها .

## التعامل في الأسواق المنظمة

### *Trading in Organized Markets*

كيف يجري التعامل فعلياً في السوق المنظمة ؟ توجد طرق مختلفة عديدة للتعامل ، ولكل منها مزاياه وعيوبه .

## طرق التعامل

التعامل في سوق المضاربة بسيط إلى حد ما . أنت تذهب إلى المضارب وتشتري أو تباع بالسعر الذي يحدده المضارب . في أسواق المضاربة الكبيرة ، يضمن التعامل بين المضاربين في السوق الداخلي أن قوائم أسعار المضاربين المختلفين تبقى متقاربة بصورة ملحوظة فيما بينها – كما رأينا في الفصل الثاني في سوق الأوراق المالية الحكومية .

التعامل في سوق المزايدة أكثر تعقيداً . تأتي أوامر الشراء والبيع إلى السوق ، والسوق يقوم بتجميعها بطريقة ما لإيجاد السعر ومطابقة الأوامر لخلق تعاملات . توجد طرق مختلفة للقيام بهذا ، ولكن قبل أن نتعرف عليها، نحتاج إلى فهم الأنواع المختلفة للأمر .

### مداخلة : أوامر التعاملات

بينما الأنواع الأساسية تتمثل في أوامر السوق وأوامر الحدود ، توجد تنوعات كثيرة :

أمر التوقف : على السمسار أن يتعامل ، عندما يصل سعر السوق إلى مستوى معين ، ولكن بعد ذلك يصبح الأمر " أمر سوق " . توقفات البيع يجب أن تدخل التنفيذ عند وصول السعر إلى أدنى من السعر الحالي .

أوقف أمر الحد . أمر الوقف الذي يصبح أمر حد عندما يصل السعر إلى حد معين ( إذا تحرك السوق بسرعة ، قد لا ينفذ ) .

أمر السوق – إذا حدث تلامس : أمر بيع يدخل عند سعر أعلى من السعر الحالي أمر انجز أو أقتل : يشتري السمسار أو يبيع بالسعر المحدد أو أفضل ، ولكن هذا الأمر إذا لم ينفذ في الحال ، يلغى آلياً .

أمر النسبة المئوية : يعتمد تنشيط النسبة المئوية للأمر على حجم التعامل في الورقة المالية

أمر بعلم التمسك : أمر سوق يعطي لسماسرة الأرضية إذن بالتأخير إذا اعتقدوا أنهم يمكنهم الحصول على سعر أفضل .

أمر واحد - يلغي - آخر : أمران في نفس الوقت ، يلغي الأمر الآخر عندما ينفذ الأول .

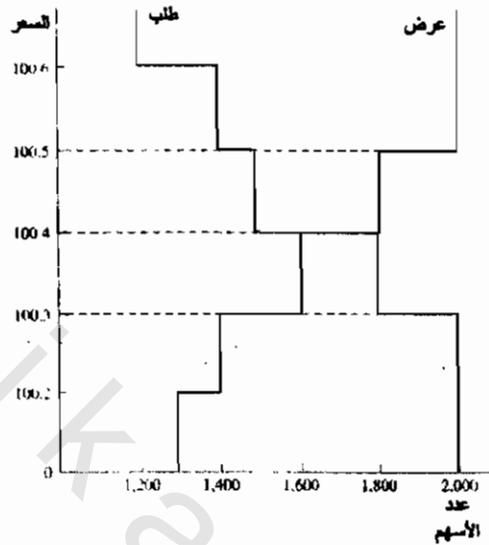
أمر الوقت المحدد : أمر يجب تنفيذه في وقت أو خلال وقت محدد . على سبيل المثال عند الإغلاق ، الافتتاح ، أو أمر اليوم ( ينتهي بنهاية اليوم ) ؛ كل الأوامر يفترض أنها أوامر اليوم . ما لم ينص على خلاف ذلك .

أوامر السوق وأوامر الحد . يتمثل النوعان الأساسيان من الأمر ، في أمر السوق وأمر الحد . " أمر السوق " عبارة عن تعليمات بالشراء أو البيع بأسعار السوق السائدة . مثال : " بع 100 سهم من IBM بأي سعر تستطيع الحصول عليه من بيعها " . " أمر الحد " تعليمات للشراء تضع أقصى سعر يمكن قبوله ، أو تعليمات للبيع ، تضع أدنى سعر يمكن قبوله . مثال : " اشترى 100 سهم من IBM إذا هبط السعر إلى تحت 60 " . يوجد الكثير من التنوع حول هذين النوعين الأساسيين ( انظر " مداخل : أوامر التعاملات " ) .

خيار ( دعوة ) المزاد . أبسط طريقة لتشغيل الأوامر من خلال إقامة مزادات أو دعوات " Calls " للمزاد في أوقات معينة تحدد مسبقاً - مثلاً مرة في الأسبوع أو مرتين في اليوم . يطلق على هذا الإجراء " خيار المزاد " . الكثير من بورصات الأسهم في قارة أوروبا يستخدم هذا الإجراء . وأيضاً معظم بورصات الأسهم في الأسواق النامية أو الصناعية .

## اللوحة 7 - 2

### العرض والطلب في خيار المزاد



يمكن فهم الطريقة التي يعمل بها خيار المزاد بصورة أفضل من

خلال المثال التالي :

#### مثال 7 - 1

#### الأوامر التالية قد قدمت

بيع	اشتري
أوامر السوق	أوامر السوق
1.300 سهم	1.200 سهم
أوامر حد	أوامر حد
100 سهم بسعر 100.2	200 سهم بسعر 100.6
200 سهم بسعر 100.3	100 سهم بسعر 100.5
200 سهم بسعر 100.4	300 سهم بسعر 100.4
200 سهم بسعر 100.5	200 سهم بسعر 100.3

يمكن رسم هذه الأوامر في شكل بياني عرض - طلب كما هو موضح في اللوحة 7 - 2. على سبيل المثال ، عند سعر 100.3 ، الطلب 2000 : يمكن تلبية أوامر السوق لشراء 1.200 سهم عند أي سعر ، عند أو تحت الحد لكل شراء 100.3 ، أوامر الحد ( 800 سهم ) . العرض عند 100.3 عبارة عن 1.600 : أوامر السوق بالنسبة 1.300 سهم يمكن إنجازهما بأي سعر ، 100.3 فوق سعر الحد بالنسبة لأوامر الحد 100 عند سعر 100.2 ، وعند حد السعر بالنسبة 200 عند سعر 100.3 . ومع ذلك ، عند سعر 100.3 يزيد الطلب على العرض . وبالمثل ، عند سعر 100.5 ، الطلب 1500 والعرض 2000 : عند هذا السعر يزيد العرض على الطلب . عند السعر 100.4 ، كل من العرض والطلب يساوي 1.800 . لذلك ، سعر مقاصدة السوق 100.4 . يمكن إنجاز كل الأوامر بهذا السعر . فقط أوامر حد الشراء بسعر 100.3 ، وأوامر حد البيع بسعر 100.5 تبقى بدون إنجاز .

**أسئلة** لماذا يحدث لو أن كل الأوامر كانت " أوامر سوق " ؟ سوف يكون كل من منحني العرض ومنحني الطلب في اللوحة 7 - 2 رأسياً ، ولذلك سوف لا يتقاطعان . سوف لا يكون لدينا طريقة لوضع سعر يسوي السوق . إنها أوامر الحدود التي تسمح لنا بتشكيل مثل هذا السعر : إنها محورية لأداء السوق على الوجه الصحيح .

لماذا يدخل المتعاملون أوامر حدود أكثر من أوامر السوق ؟ المتعاملون الذين يدخلون أوامر حدودهم أساساً تجار معلومات . إنهم يتخذون الوضع حيث يعتقدون أنه " السعر العادل " - ماذا يمكن أن تساويه حقيقة الورقة المالية الخاضعة للعرض \* . تتأرجح أسعار السوق حول السعر

\* . انظر الفصل الأول لمزيد من توضيح السعر العادل .

العادل نتيجة لعدم توازن السيولة . إدخال أمر حد للشراء تحت السعر العادل، أو أمر حد للبيع فوقه ، سوف يعمل في المتوسط على أن يحصل المتعامل على سعر تنفيذي أفضل . مع زيادة التقلبات يزداد المكسب المحتمل من إدخال أوامر الحدود ، وبالتالي يزداد الاقتراب من السعر العادل .

المتعاملون الذين يدخلون أوامر الحدود يوفرون السيولة للمتعاملين الذين يدخلون أوامر السوق ( تجار السيولة ) . تميل أوامر الحدود إلى تخفيض التقلبات بسبب عدم توازن السيولة . المتعاملون الذين يدخلون أوامر السوق " يدفعون " المتعاملين الذين يدخلون أوامر الحدود إلى توفير السيولة عن طريق تسديدهم بأسعار ، في المتوسط أسوأ من السعر العادل .

لماذا لا يدخل كل فرد أوامر حدود ؟ لأن هناك تكاليف للحصول على المعلومات الضرورية ، ولأن هناك مخاطر متغلغلة في الإجراءات . إذا كانت التقلبات في سعر السوق ليست بسبب عدم توازن السيولة ، ولكن بسبب المعلومات الجديدة ، يمكنك أن تخسر . على سبيل المثال ، لنفرض أنك أدخلت أمر شراء تحت ما تعتقد أنه السعر العادل ، ولكن المعلومات الجديدة جعلت السعر العادل يرتفع ، سوف يكون عليك أن تدفع أكثر مما كنت تتوقع أنك سوف تدفعه لو أنك قد أدخلت أمر سوق . لذلك ، لكي تربح من إدخال أوامر الحدود ، تحتاج إلى معرفة ما تفعله .

كيف يعمل خيار المزاد بصورة جيدة ؟ الوظائف الأساسية التي نتوقعها من خيار المزاد تتمثل في اكتشاف السعر وتوفير السيولة . كيف تؤدي الإجراءات هذه الوظائف بصورة جيدة ؟ لأن خيارات المزاد تحدث فقط بشكل دوري ، فإن الأوامر تتجمع عبر الوقت ، ويوجد الكثير من البائعين والمشتريين ممثلين في كل مزاد . ومن ثم ، يكون اكتشاف السعر جيداً ، بمعنى أن سعر السوق يمثل آراء الكثير من المستثمرين بصفته السعر

العادل. وتكون السيولة جيدة بمعنى ، أنه عند تجميع الكثير من الأوامر معاً ، فإن التجميع التراكمي يعمل بنجاح ، ومن المحتمل اختفاء عدم توازن السيولة الخطير . الأكثر من هذا ، لأسباب سوف نراها حالاً ، الأوامر الحدودية أقل خطورة في خيار المزداد ، عما يمكن أن تكون عليه في أنواع أخرى من المزداد . نتيجة لذلك ، يجب أن يكون هناك المزيد من أوامر الحدود ، ويجب أن تكون تقلبات السعر أقل نتيجة لعدم توازن السيولة .

ومع ذلك ، لخيار المزداد عيوبه أيضاً . العيب الأساسي عبارة عن الفجوة الزمنية بين المزادات . بينما اكتشاف السعر جيد في المزداد ، لا يوفر السوق أي سعر بالمرة بين كل مزاد وآخر . يرتبط بهذا ، يوجد عدم تأكيد بالنسبة للوقت الذي تقدم فيه أمرك حول السعر ، ومتى سوف ينفذ ، وإلى أي مدى يمكن استبقائه . مرة أخرى ، السيولة جيدة أثناء خيار المزداد ، ولكن لا توجد سيولة بين مزاد وآخر ، عليك أن تنتظر إلى المزداد التالي ( يوجد نقص في الفورية ) .

عيوب خيار المزداد تهم كثيراً تجار المعلومات أكثر من تجار السيولة. إذا كان لديك معلومات جديدة ، فإنك تريد أن تكون قادراً على المتاجرة بها في الحال ، قبل أن يسمع بها أي فرد آخر . إذا أردت أن توازن الأسعار المختلفة بين الأسواق ، فإنك تحتاج إلى التعامل في كليهما في نفس الوقت .

يمكن التغلب على كثير من عيوب خيار المزادات ، بإقامة مزاد مستمر . ولكن بالطبع يوجد أخذ وعطاء . كما سوف نرى ، المزاد المستمر له مشكلات في ذاته .

المزاد المستمر . كما يفترض اسمه يدار " المزاد المستمر " بصورة متواصلة . بدلاً من التجميع التراكمي للأوامر ومطابقتها في حزم على فترات ، فإنه يمكن تنفيذها ، إذا أمكن بمجرد تسلمها . تقيم بورصات الأسهم في أمريكا الشمالية ، وفي الشرق الأقصى مزادات مستمرة ، كما تفعل بورصات العمليات الآجل وبورصات الخيارات .

ما يجعل المزادات المستمرة ذات جدوى ، يتمثل في وجود " سجل أوامر الحدود " - قائمة بأوامر الحدود التي سبق تقديمها ، ولكن لم تتم مطابقتها بعد . تنفذ أوامر السوق الجديدة في الحال بمطابقتها مع أفضل أوامر الحدود المتاحة . أوامر الحدود الجديدة تنفذ إذا أمكن بمطابقتها مع أفضل أمر في سجل أوامر الحدود . إذا لم يوجد تنفيذ متاح ، يضاف الأمر الجديد نفسه إلى سجل أوامر الحدود . دعنا نأخذ مثالاً .

مثال 7 - 2

أوامر حد : بيع		أوامر حد : شراء	
		300	100.2
		200	100.3
200	100.5	300	100.4
100	100.6		
300	100.7		

أمر الشراء هو سعر عطاء السوق الحالي ، والحد الأعلى للسعر - 100.4. أمر البيع هو السعر المطلوب في السوق الحالي ، والحد الأدنى للسعر - 100.5

كل الأوامر في " سجل أمر - الحد " في انتظار وصول أوامر جديدة التي سوف تتوازن مع الأوامر القلعة وتسمح بتنفيذها . في هذه اللحظة ، لا يوجد أي أمر في سجل أوامر الحدود يمكن تنفيذه . بالنسبة لأوامر الشراء ، لا يوجد أي فرد حالياً على استعداد للبيع بسعر يكون أي فرد على استعداد لأن يدفعه . بالنسبة لأوامر البيع ، لا يوجد أي فرد حالياً على استعداد لأن يدفع سعراً أي فرد على استعداد لقبوله .

الأمر التالي الذي يدخل السوق ، أمر سوق لشراء 200 سهم - يعني هذا ، أمر للتنفيذ بأحسن الأسعار المتاحة . ينفذ هذا الأمر بمطابقته مع أمر البيع مع الحد الأدنى للسعر - 100.5 .

يدخل بعد ذلك أمر بيع 500 سهم عند حد أدنى 100.2 . يتطابق هذا الأمر مع أفضل أمر شراء متاح في سجل أوامر الحدود . تنفذ الأوامر ذات الحد الأعلى أولاً . لذلك يتسلم البائع سعر 100.4 لعدد 300 سهم ، وسعر 100.3 لعدد 200 سهم .

يأتي بعد ذلك أمر شراء 500 سهم بحد أعلى 100.3 . لا توجد أوامر بيع في السجل يمكن أن تطابق مع هذا الأمر بالشراء ، لذلك يضاف إلى السجل .

لا يوجد ما يمكن أن يطلق عليه مزاداً مستمراً بالكامل . الأسواق التي تعمل بصفقتها مزادات مستمرة تكون مفتوحة فقط على مدى ساعات محددة في اليوم . عند إغلاق السوق تتجمع الأوامر تراكمياً . عادة كل جلسة تعامل جديدة تفتح مع مزاد خيارات - يسمى جلسة وتعامل للتسوية أو للمقاصة - لتسوية الأوامر المتجمعة منذ نهاية جلسة التعامل السابقة . بعد ذلك ، يبدأ التعامل المستمر حتى نهاية الجلسة . قد يكون في كل يوم جلسة تعامل واحدة ، أو قد تقسم إلى جلستين أو أكثر ، مع فترات راحة فيما بينها . يختار المتعاملون ما بين تنفيذ أوامرهم في الحال ، أو الانتظار إلى جلسة تعامل للتسوية أو للمقاصة .

كيف يعمل المزاد المستمر بصورة جيدة ؟ تقريباً ، مزايا وعيوب المزاد المستمر تأتي عكس تلك الخاصة بدعوات إقامة المزادات . بينما

السعر غير مؤكد بين إقامة خيار المزداد ، فإنه دائماً متاح في المزداد المستمر ( على الأقل أثناء جلسات التعامل ) . التنفيذ أسرع : بدلاً من الانتظار حتى عقد خيار المزداد التالي ، تنفذ التعاملات في الحال ( أثناء جلسة التعامل ) . ومع ذلك ، لأن الأوامر تنفذ في الحال ، السوق بطبيعتها ذات "بنية صغيرة" . عدد الأوامر التي تصل على مدى فترة صغيرة تكون صغيرة نسبياً مقارنة بالتجميع التراكمي للأوامر بين انعقاد مزاد والدعوة إلى انعقاد مزاد آخر . ومن ثم ، التجميع هنا أقل نجاحاً ، أو على الأقل ، توجد صعوبة محتملة أمام اكتشاف السعر ، والسيولة . مع وجود أوامر قليلة تحدد سعر السوق ، فقد لا يكون ممثلاً لرأي السوق ككل . مع القليل من حالات التوازن بين أمر وآخر ، قد يوجد احتمال كبير لظهور مشكلة عدم توازن السيولة . في مثل هذه السوق العمق أقل ، لذلك ، من المحتمل أن تحدث الطلبات الكبيرة "تأثيراً على السوق" . على سبيل المثال ، أمر بيع كبير من تاجر سيولة ، من المحتمل أن يجعل السعر يهبط ، على الرغم من أنه في السوق النموذجية ليس كذلك .

تدعيم آليات المزادات المستمرة . بسبب حالات الضعف التي ذكرت حالاً ، يحتاج المزداد المستمر إلى آلية تدعيم من نوع ما لكي يأتي أداؤه بصورة جيدة . توجد إمكانيات عديدة . "تجار المعلومات" — أحد الإمكانيات يتمثل في تجار المعلومات . عن طريق التعامل من أجل الربح نتيجة التباين بين سعر السوق والسعر "العادل" ، فإن هؤلاء التجار سوف يوفرون اكتشاف أفضل للسعر ، وأيضاً سوف يزودون السوق بالسيولة . إلى حد ما ، هذا ما تفعله أوامر الحدود . ومع ذلك ، وضع أمر حد في المزداد المستمر أكثر خطورة منه في حالة مزاد الدعوة : يوجد خطر أنه بعد وضع الأمر ، وقبل أن يسحب للتنفيذ ، سوف تحدث معلومات جديدة تؤدي إلي

تحول في السعر العادل . على سبيل المثال ، إذا ارتفع السوق نتيجة لمعلومات جديدة مواتية ، فإن أوامر البيع المحدودة التي لم تنفذ سوف تطفو ألياً على السطح وتنفذ مع منح المشترين ميزة المساومة على حساب تلك الأوامر التي في سوق المزاد المستمر . لأن الترويج لأمر الحد أكثر خطورة، سوف يكون عدد مثل هذه الأوامر أقل نسبياً منهم في حالة وضعه في مزاد الخيار .

الشكل البديل لتجارة المعلومات التي تعمل بصورة أفضل في المزاد المستمر يتطلب وجود تجار معلومات طول الوقت في السوق قادرين على التدخل ( أو عدم التدخل ) بعمق بصيرتهم عندما يتذبذب السوق ، وعندما تصبح المعلومات متاحة . رأينا في " الفصل السادس " أن هذا ما يحدث بالضبط في سوق العمليات الآجلة . إن وجود المحليين هناك هو الذي يجعل المزاد المستمر يسير بسلاسة .

الإختصاصيين في بعض البورصات في أمريكا الشمالية ، يجتمع دور الدلال المثمن وتاجر المعلومات في " الإختصاصي " . على سبيل المثال ، التعامل على أرضية " بورصة الأسهم في نيويورك " تُنظَّم حول أعمدة تعاملات trading posts ، تلحق كل من الشركات المسجلة بواحد من هذه الأعمدة . تخصص البورصة أحد الإختصاصيين لكل عمود لإنشاء سوق في الأوراق المالية التي يجري تداولها هناك . يحافظ الإختصاصي على ترتيب سجل أوامر الحدود لكل ورقة مالية ، ويمكنه أيضاً التعامل لحسابه الخاص . تطلب البورصة من الإختصاصي أن يحقق " سوقاً عادلة ومنظمة " لكل ورقة مالية . هذه المتطلبات ليست محددة بدقة ، ولكن يفهم أنها تتضمن الآتي :

- " فرق ضيق " بين سعر العطاء والسعر المطلوب .

- " العمق " في الأسعار الموضوعة . يجب أن يكون المستثمرون قادرين على توقع أن أوامر السوق الخاصة بهم سوف تتفد بسعر أقرب إلى سعر السوق الذي حصلوا عليه عندما وضعوا أمرهم .
- " الاستقرار " . في مواجهة عدم توازن السيولة ، يجب أن يتدخل الإختصاصيون ويتعاملون على حسابهم الخاص لاستقرار السعر .
- " كفاءة المعلومات " . يجب أن يتكيف السعر سريعاً مع المعلومات الجديدة .

واختصاراً ، تتوقع البورصة من الاختصاصي أن يتصرف كتاجر معلومات فعال .

طريقة التعامل لدى عامود التعامل كما يلي . يصل سمسار الأرضية ومعه أمر ، ويسأل الاختصاصي عن السعر . يعطي الاختصاصي أسعار العطاء والأسعار المطلوبة . قد تكون هذه هي أحسن الأسعار المتاحة من سجل أوامر الحدود ، وإما أن تكون " أفضل " الأسعار الذي يكون الاختصاصي على استعداد للتعامل بها لحسابه الخاص . على سبيل المثال ، لنفرض أنه لاستيفاء أمر شراء جديد ، سوف يكون على الاختصاصي أن يذهب إلى أمر حد يكون أعلى من سعر السوق الحالي بصورة ملحوظة (سعر التعامل الأخير) . إذا لم تظهر أسباب معلوماتية لارتفاع مثل هذا السعر ، فقد يفضل الاختصاصي أن يخرج الأسهم من قائمة جرد مخزونه بسعر السوق . بعد استلام قوائم الأسعار من الاختصاصي ، ينظر السمسار حوله على أرضية البورصة ليرى إذا كان هناك سمسار آخر موجود عند العمود سوف يقدم له صفقة أفضل . إذا لم يقترب أحد قد ينتظر ، أو قد يقبل السعر الذي قدمه الاختصاصي .

بهذه الطريقة يوفر الاختصاصي العمق والاستقرار . تكلفة أن تكون اختصاصي ، تتمثل في تكلفة قائمة مخزون المحفظة المالية ، والمخاطر . تأتي الإيرادات من العمولات ومن أرباح التعاملات الخاصة . مصدر هذه الأرباح من التعاملات يرجع إلى المعلومات المتميزة التي يحصل عليها الاختصاصي من إمكانية التعامل مع سجل أوامر الحدود القاصرة عليه فقط بصفته الوظيفية . تكافئ البورصة الاختصاصيين ذوي الأداء الجيد بتعيينهم في مهمة حجز وعود التسجيلات الجديدة للشركات والأفراد ، والتي من المحتمل أن تولد الكثير من الأحجام ( ومن ثم الكثير من العمولات ) . إنها تعاقب الاختصاصيين ذوي الأداء الضعيف بسحب دفاتر التسجيلات الجديدة منهم .

من المهم أن نلاحظ أن هذه الطريقة الأخرى لتداول التقلبات الملازمة للمزاد المستمر أن تضع حدوداً للمدى الذي يمكن أن يصله السعر في تقلباته في جلسة التعامل . إذا تعدى السعر الحد ، يتوقف التعامل لفترة من الوقت . بعد ذلك يبدأ من جديد على شكل مزاد دعوة لتلبية الأوامر التي تجمعت أثناء فترة التوقف . فكرة توقف التعامل تهدف إلى إعطاء التجار المحتملين خارج السوق الوقت للتفاعل مع التغيير في سعر السوق ، ربما يأتون بأوامر قد تحقق استقرار السوق . بعض بورصات الأسهم ، على سبيل المثال ، طوكيو تعتمد أساساً على هذه الآلية في التعامل مع عدم توازن السيولة الروتيني . بورصات أخرى تعتمد عليها كإجراء طارئ . على سبيل المثال ، توقف التعامل تم تدشينه في بورصات الأسهم في U.S. بعد الانهيار الاقتصادي عام 1987 .

من المهم أن نلاحظ أن هذه الآلية الأخرى لتداول التقلبات الملازمة للمزاد المستمر أن تضع حدوداً للمدى الذي يمكن أن يصله السعر في تقلباته في جلسة التعامل . إذا تعدى السعر الحد ، يتوقف التعامل لفترة من الوقت . بعد ذلك يبدأ من جديد على شكل مزاد دعوة لتلبية الأوامر التي تجمعت أثناء فترة التوقف . فكرة توقف التعامل تهدف إلى إعطاء التجار المحتملين خارج السوق الوقت للتفاعل مع التغيير في سعر السوق ، ربما يأتون بأوامر قد تحقق استقرار السوق . بعض بورصات الأسهم ، على سبيل المثال ، طوكيو تعتمد أساساً على هذه الآلية في التعامل مع عدم توازن السيولة الروتيني . بورصات أخرى تعتمد عليها كإجراء طارئ . على سبيل المثال ، توقف التعامل تم تدشينه في بورصات الأسهم في U.S. بعد الانهيار الاقتصادي عام 1987 .

تناولها . على سبيل المثال ، في بورصة أسهم نيويورك ( NYSE ) ، تذهب الأوامر التي تتضمن أسهما أقل من 10.000 سهم إلى الاختصاصيين . ولكن الأوامر الأكبر ، والتي يطلق عليها " تعاملات الكتل " ترسل إلى السوق في الطابق الأعلى upstairs market . هناك ، يتولى مطابقتها سماسرة يطلق عليهم " أصحاب أوضاع الكتل " والذين يتداولونها مع المؤسسات المستثمرة . وبسبب الهيمنة المتنامية للتعاملات المؤسسية ، فإن سوق الطابق الأعلى اليوم يصل إلى أكثر من نصف حجم تعاملات البورصة .

لكي نرى كيف تعمل ، لنفرض أن " جاك " مهمته الأساسية تناول " أوضاع الكتل " ، وأنه قد تسلم أمر بيع 500.000 سهم . في الحال أجرى اتصالاته تليفونيا مع عملائه من قائمة المؤسسات المستثمرة ، متفاوضاً حول السعر الذي يمكنهم أن يكونوا على استعداد لشراء بعض الأسهم . تلقى بسرعة عطاءات لعدد 450.000 سهم يقل بدرجة صغيرة جداً تحت السعر الذي أعطاه الاختصاصي . اتصل بعد ذلك بالاختصاصي لكي يضيف إلى الصفقة كل أوامر الحدود التي لم تنفذ إلى السعر الذي وضعه للصفقة ( طلب منه عمل هذا ) حوالي 10.000 سهم . حيث أن هذا لا يزال يترك له 40.000 سهم غير مباع ، فقد اشترى الباقي لحسابه الخاص ، حتى يمكن أن ينجز الصفقة كاملة . إنه توقع أن يبيع هذه فيما بعد ويحقق ربحاً ، أو على الأقل دون خسارة كبيرة . بعد أن اكتملت الصفقة ، تذهب كل الحزمة إلى الاختصاصي للتنفيذ ( كل التعاملات يجب أن تذهب إلى الاختصاصي ، لضمان أن معلومات السعر تكون عامة ) .

المغزى من هذا الإجراء ، أنه ، كما هو الحال مع توقف التعامل ، إنه يعبئ المتعاملين المحتملين غير النشطاء حالياً في السوق لكي يستوعبوا الأمر الكبير دون أن يكون له تأثير كبير على سعر السوق .

سوق المضاربة مثل المزاد المستمر أخذ بطريقة الحدود . في الواقع ، إذا دفعنا هذه التقنية المدعومة إلى أبعد ما تريد الذهاب إليه ، فإننا نصل إلى سوق المضاربة . المضاربون إلى حد ما " من أمهر المتعاملين في أوضاع الكتل". يخصص المضاربون المتعاملون في أوضاع الكتل بعضاً من رءوس أموالهم الخاصة لإتمام صفقة ما لعملائهم – على سبيل المثال ، شراء بعض الأسهم لبيعها فيما بعد . يأخذ المضاربون هذا إلى طريقة " الحد " : إنهم يشترون في الحال ، كل الأسهم التي يرغب العميل في بيعها ، ويجدون مشترين لها فيما بعد . المضاربون ، إلى حد ما ، أيضاً من " أمهر تجار المعلومات " . يتدخل التجار المنشئون لسوق المعلومات مثل المحليين والاختصاصيين في السوق بناء على " عمق بصيرتهم " لوضع الأسعار التي يكونون على استعداد للشراء والبيع على أساسها . المتعاملون دائماً يقفون مستعدين للشراء والبيع طبقاً لأسعار العطاء والأسعار المطلوبة المعلن عنها في قوائم الأسعار .

بدفع هذه التقنيات إلى أقصى مداها ، سوف نتوقع أن يوفر سوق المضاربين تعاملاً مستمراً مع سيولة واكتشاف سعر جيدين مقارنة بالمزاد المستمر . على الجانب الآخر ، بدفع هذه التقنيات إلى أقصى مداها ، فإن المضارب هنا يتحمل مخاطر تعامل كبيرة . يحتاج المضاربون إلى تخصيص المزيد من رءوس أموالهم أكثر من " أصحاب أوضاع الكتل " ، وأنهم يدخلون في حقول ألغام أكثر خطورة على حياتهم من المحليين والاختصاصيين . ولأن المخاطر أكبر ، يجب أن تكون مكافأة منسئ السوق أكبر أيضاً . من وجهة نظر المتعامل ، أننا يجب أن نتوقع أن تكاليف التعامل في سوق المضاربة تكون أكبر .

مثال عن سوق المضاربة . تقدم الجمعية القومية لقوائم الأسعار الآلية للمضاربين في الأوراق المالية ( NASDAQ ) مثلاً لسوق المضاربة . في NASDAQ ، لا يوجد اختصاصيون أو سجلات لأوامر الحدود . كل أمر يتم تلييته منفصلاً بواسطة مضارب فرد . يوجد حوالي 500 من هؤلاء المضاربين . يتم سهم مسجل يتم تسعيره من عدد من المضاربين لا يقل عن اثنين ، ولكن في المتوسط حوالي 12 مضارباً . عند بداية تسعير سهم معين ، كل ما يحتاج المضارب إلى عمله ، أن يخطر NASD ( بصفتها الجمعية المنظمة لسوق المضاربين ) بيوم مسبق .

ما يقرب من 200.000 شاشة NASDAQ حول العالم تعرض أسعار المضاربة في الأوراق المالية . الأسعار تتضمن أسعار العطاء والأسعار المطلوبة ، والكميات التي يكون المضاربون على استعداد للتعامل بها طبقاً للأسعار المعلنة ، وأيضاً معلومات عن التعاملات المنفذة . الأوامر الصغيرة ، أقل من 1.000 سهم تذهب إلى المضاربين من خلال نظام تنفيذ الأوامر الصغيرة ( SOES ) small order Execution System ، وتنفذ آلياً طبقاً لقائمة الأسعار المعلنة . يجب أن تنفذ الأوامر الكبيرة عبر التليفون ، وقد يحدث تفاوض حول الأسعار والكميات . يتعامل المضاربون كل منهم مع الآخر في السوق الداخلية ، مستخدمين إما SelectNet : نظام تعامل بين المضاربين توفره NASDAQ أو Instinet : نظام خاص تمتلكه وكالة " رويترز " .

لدى مضاربي NASDAQ معلومات مختلفة تماماً عن تلك الخاصة بالاختصاصيين في NYSE . بينما يعرف الاختصاصيون في الحال عن كل تعامل في أسهمهم ( أو على الأقل تلك التي نفذت في NYSE ) ويمكنهم أن يروا أوامر الحدود التي لم تنفذ ، فإن مضاربي NASDAQ لا يعرفون

السعر ، الحجم ، أو اتجاه الأوامر التي نفذت بواسطة مضاربين آخرين إلى أن تسجل لدى NASDAQ ، وتعرض على الشاشة . على الجانب الآخر ، يكون المضاربون على اتصال مباشر بالمؤسسات المستثمرة ، أحيانا غير مسموح للاختصاصيين ( إنهم يتسلمون الأوامر المطابقة من أصحاب أوضاع الكتل ) . أيضاً ينتمي كثير من المضاربين إلى شركات أوراق مالية التي لديها علاقة وثيقة مع الأسهم التي يتعاملون فيها . قد تضمن الشركة الاكتتاب في إصدارات جديدة ، أو تقدم إرشادات حول الاندماج أو التملك . يزود هذا المضاربين بمعلومات قيمة عن الشركات الداخلة في تعاملاتهم .

## أهمية الائتمان

لقد رأينا لكي يعمل السوق على وجه صحيح ، يحتاج ( المضاربون في سوق المضاربين ، أو المحليون أو الاختصاصيون في سوق المزاد ) إلى أن تكون لهم مراكز في الأوراق المالية . لكي تكون قادراً على أن تفعل هذا بسرعة ، وعلى النطاق المطلوب يحتاج منشئو الأسواق إلى اللجوء إلى الائتمان .

الائتمان واتخاذ مركز . على سبيل المثال ، إذا كان هناك عدم توازن سيولة في سوق المضاربة ، يحتاج المضاربون إلى الشراء أو البيع من مخزونهم من الأوراق المالية لتحقيق التوازن المطلوب . إذا سحب عدم توازن السيولة في سوق المزاد سعر السوق بعيداً عن القيمة العادلة ، يحتاج تجار المعلومات إلى البيع أو الشراء لتصحيح السوق . في كلتا الحالتين الائتمان مطلوب . لكي يكون قادراً على شراء أوراق قبض – لأخذ مركز طويل – يجب أن يكون المضاربون أو المتعاملون قادرين على اقتراض الأموال لتمويل مشترياتهم . لكي يكون قادراً على بيع أوراق القبض – لأخذ مركز قصير – يجب أن يكون المضاربون أو المتعاملون قادرين على

اقتراض أوراق مالية لبيعها . إقراض الأوراق المالية ، حينئذ ، ليس أقل أهمية من إقراض الأموال لكي يعمل على الوجه الصحيح .  
في U.S. ، إقراض الأوراق المالية – وخاصة أوراق مالية الخزنة، الأوراق المالية المضمونة برهونات ، والأسهم – يمثل دائرة عمل ضخمة جداً . يمثل حجم التعامل اليومي مئات البلايين من الدولارات . أكبر المقرضين عبارة عن المؤسسات المستثمرة ، وخاصة صناديق المعاشات ، تسعى إلى الحصول على القليل من العائد الإضافي على الأوراق المالية التي تمتلئ بها محافظهم الضخمة .

في بلدان أخرى ، إقراض الأوراق المالية أقل شيوعاً – إجمالي قيمة الإقراض الجاري على مستوى العالم يصل فقط إلى عشرات البلايين من الدولارات ، معظمها في المملكة المتحدة ( U.K ) . يوجد إقراض أقل للأوراق المالية في البلدان الأخرى ، لأن اللوائح التنظيمية عادة ، تمنعه أو تقيد .

الإقراض التبادلي . لكي يكون الإقراض ذو فائدة في أسواق الأوراق المالية يجب أن يكون سريعاً وغير مكلف . ولكننا نعلم أن الإقراض تحوطه مشكلات كثيرة . التعامل مع المخاطر التي يتضمنها ترتيب قرض يمكن أن تكون مكلفة ومبعدة للوقت . لتناول هذه المشكلات قد طورت أسواق الأوراق المالية نوعاً من القروض التي تخفض إلى حد كبير المخاطر ، وبالتالي التكاليف والتأخيرات . هذا هو القرض التبادلي ، ورأينا مثلاً له في الفصل الثاني ، في شكل RP العكسي في سوق الأوراق المالية الحكومية .

لكي نفهم كيف يعمل القرض التعاوني بصفة عامة ، دعنا نأخذ مثلاً . إذا أرادت Leah أن تمول وضعاً طويلاً بقيمة 1 مليون دولار في الأسهم ، فإنها تقترض 1 مليون دولار من Harriet وفي نفس الوقت تقرض Harriet

الأوراق المالية التي اشترتها بالقرض الذي حصلت عليه . البديل لذلك ، إذا كانت Leah ترغب في أن تأخذ 1 مليون دولار كمركز قصير في الأسهم ، فإنها تفعل هذا باقتراض الأسهم من Harriet ، وفي نفس الوقت تقرض شريكها في التعامل ، الأموال التي تتسلمها من بيع الأسهم . في كلتا الحالتين تقرض Leah من Harriet وتقرضها في نفس الوقت .

ميزة القرض التبادلي أنه يخفض إلى حد كبير التكاليف المحتملة للتوقف عن السداد . إذا توقفت Leah عن سداد المبلغ النقدي الذي اقترضته، تستطيع Harriet بيع الأسهم لتغطية الدين . إذا فشلت Leah في إعادة الأسهم ، تستطيع Harriet استخدام الأموال النقدية في الشراء من السوق المفتوح الأسهم الدائنة بها . Harriet معرضة إلى خسارة ، بدلاً من أن يكون معها قيمة القرض 1 مليون دولار بالكامل ، يصبح المبلغ محدوداً بالتغير المحتمل في قيمة الأسهم . بالطبع Leah محمية بالمثل .

طبيعياً ، كل من الإقراض نقداً ، أو الإقراض في شكل أسهم يدفع فوائد . يتحدد السعران طبقاً للعرض والطلب في سوق فائدة كل منهما على التوالي . على سبيل المثال ، نفترض أن القرض النقدي يحمل سعر فائدة 8 في المائة ، وقرض الأسهم يحمل سعر فائدة 5 في المائة . إذا كانت Leah تمول مركزاً طويلاً بالاقتراض النقدي من Harriet ( تقرضها الأسهم في المقابل ) ، حينئذ تدفع Leah إلى Harriet 3 في المائة ، الفرق بين السعرين . إذا كانت Leah تمول مركزاً قصيراً باقتراض الأسهم من Harriet ( تقرضها النقدية في المقابل ) ، حينئذ ، سوف تتسلم Leah 3 في المائة من Harriet .

لاحظ جودة الإقراض التبادلي في تلبية حاجات التعامل في الأوراق المالية . في كلا المثالين ، هدف Leah أن تأخذ مركزاً في الأسهم — طويلاً

كان أم قصيراً . في حالة المركز الطويل ، فإنها ليست في حاجة إلى استخدام الأسهم التي تمتلكها ؛ ومن ثم ، فإن إقراضها الأسهم إلى Harriet لتأمين القرض ليس فيه تضحية . وبالمثل ، في حالة المركز القصير ، فإنها ليست في حاجة إلى استخدام الإيرادات النقدية من البيع أثناء احتفاظها بالمركز .

سوف يقرض السماسرة عملاءهم تجار التجزئة لتمويل مركز في الأوراق المالية حتى 50 في المائة من قيمة الأوراق الخاضعة للتعامل - يطلق على هذا إقراض هامش التغطية **margin lending** . اتفاق العميل بالنسبة للأسهم المشتراة بهامش اقتراض تغطية ، عادة يعطي للسماسر الحق في إقراض أسهم العميل . يستخدم السماسرة النقدية التي يحصلون عليها من الإقراض التعاوني لتمويل قروض هامش التغطية إلى عملائهم تجار التجزئة.

## معلومات السوق

من يتعامل في الأوراق التجارية في السوق المنظمة ، أو من يفكر في التعامل ، تحتاج إلى معلومات . في سوق المضاربة يحتاجون إلى معرفة أسعار المضاربين المعلنة . في سوق المزاد ، يحتاجون إلى معرفة الأسعار التي تتبادل على أساسها الأوراق المالية حالياً . بالنسبة لمزاد الدعوة ليست هناك حاجة للعجلة ، حيث لا تعامل ممكن قبل عقد المزاد التالي . نشر الأسعار في صحافة اليوم التالي يكفي . ومع ذلك ، بالنسبة للمزاد المستمر ، يحتاج المتعاملون والمتعاملون المحتملون إلى معرفة ما يحدث بطريقة أو بأخرى ، في الحال .

تجمع الأسواق المنظمة وتنتشر المعلومات حول قوائم الأسعار والتعاملات المحققة . على سبيل المثال في NYSE ، يسجل الاختصاصيون

المعلومات عن التعاملات المنتهية إلى البورصة ، والتي تنشر بعد ذلك على الشريط الموحد **Consolidated Tape** . يسجل الشريط الموحد معلومات التعامل من كل بورصات الأسهم في U.S. ، ومن سوق **OTC** \* . معلومات السوق ذات قيمة عالية ، وبيع المعلومات مصدر مهم للإيرادات للسوق المنظمة .

تبيع الأسواق معلوماتها إلى وسائل الإعلام الإخبارية ( وكالات الأخبار ، المطبوعات ، TV ، الراديو والإنترنت ) ، التي توزعها إلى الجمهور . إنها تبيعها أيضاً إلى " بائعي قوائم الأسعار " الذين يجعلونها متاحة إلى مهنيي التسويق ، مع معلومات أخرى مفيدة . بالنسبة لسعر السهم ، يجب أن يتضمن ، على سبيل المثال ، التاريخ الحديث للسعر المعروض في شكل بياني ، المعلومات المقدمة من الشركة ذاتها ، وأي أخبار يحتمل تأثيرها على قيمة السهم . يوفر بائعو قوائم الأسعار كل هذه المعلومات على شاشة ملائمة والتي يدفع العميل مقابلها أتعاباً تتراوح ما بين 1000 إلى 2000 دولار شهرياً . القادة في هذا المجال : رويترز **Reuters** ( 400.000 شاشة ، على مستوى العالم ) ، **Bridge** ( 170.000 ) ، **Bloomberg** ( 90.000 ) . تواجه الأسواق ما يشبه العضلة في بث المعلومات . عليها أن تنشر ما يكفي للمتعاملين المحتملين ، لتجعل التعامل في السوق جذاباً . ومع ذلك ، إذا سمحوا بنشر معلومات أكثر مما يجب ، قد يقاطعها المتعاملون تماماً ، ويتعاملون خارج السوق بالأسعار المنشورة . على سبيل المثال ، النشر السريع للأسعار على " الشريط الموحد " يجعل من السهل على نظم التعامل الخاصة أن تتنافس مع **NYSE** و **NASDAQ** ، وأن تعمل على تنفيذ التعاملات خارج السوق بأسعار أقل .

\* . قبل إنشاء الشريط الموحد في عام 1975 . كانت كل سوق تنشر معلومات الأسعار بصورة منفصلة .

في مثال آخر ، **Instinet** ، نظام تعامل خاص ، كان يحدد على شاشاته مصادر قوائم الأسعار التي يعرضها . كان المتعاملون حينئذ يستطيعون أن يتصل كل منهم بالآخر مباشرة لتنفيذ التعامل ، وبالتالي كانوا يوفرون العمولة أو الأتعاب التي كان عليهم أن يدفعوها إلى **Instinet** . تعلمت **Instinet** الدرس ، وجعلت قوائم الأسعار بدون أسماء مصادرها . سبب آخر لاتخاذ الحذر حول نشر معلومات السوق ، أنها تجعل مهمة من ينشئون السوق ، مثل الاختصاصيين والمضاربيين أكثر صعوبة . إنها عادة ، فقط معلوماتهم المتميزة عما يحدث في السوق هي التي تحميهم من خسائر تجار المعلومات \* .

## نظم التعامل الآلية ( Automated Trading Systems ) ATsS )

في هذه الأيام تعتمد الأسواق أكثر وأكثر على نظم التعامل الآلية - نظم الكمبيوتر التي تنفذ التعاملات آلياً دون تدخل بشري ( **SOES** في جمعية **NASDAQ** ، أحد الأمثلة التي تعرضنا لها حالياً ) . التعاملات على الأرضيات وجها إلى وجه أصبحت نادرة بصورة متزايدة . تقريباً كل بورصات الأسهم ، وبورصات العمليات الآجلة في أوروبا قد استبدلت بتعاملاتها على الأرضيات نظم **ATsS** ، وهناك ضغوط متزايدة على البورصات في U.S. لكي تفعل نفس الشيء . في الولايات المتحدة ، كما سوف نرى ، العشرات من نظم **ATsS** الخاصة ، والتي تتنافس مع البورصات الكبيرة لتنفيذ التعاملات .

ما هو **ATsS** ؟ بالطبع ، ليس كل جهاز كمبيوتر مستخدم في سوق منظم هو **ATsS** . أي نظام تعامل يؤدي ثلاث وظائف . أحدها توجيه الأمر -

الحصول على الأوامر من العملاء خارج السوق إلى مكان التنفيذ . عادة يقدم العملاء أوامرهم إلى السمسار ، ويعرض السمسار الأمر على السوق . اليوم ، تقريباً ، في كل الأسواق المنظمة ، توجيه الأمر أصبح باستخدام الكمبيوتر Computerized – سواء عبر نظام يوفره السوق ، أو يوفره مورد خاص ( مثل Instinet ) . على سبيل المثال ، لدى NYSE نظامها الخاص SuperDot الذي يمكنه نقل الأوامر آلياً من السماسرة إلى الاختصاصيين .

الوظيفة الثانية لنظام التعامل ، كما سوف نرى ، عبارة عن بث معلومات السوق – معلومات حول قوائم الأسعار ، وأسعار التعاملات المنتهية . مرة أخرى ، هذه الوظيفة تؤدي بالكامل من خلال الكمبيوتر . تحسن أجهزة الكمبيوتر السرعة والدقة في التسجيل وتخفيض التكاليف . تستطيع أجهزة الكمبيوتر أيضاً الحساب اللحظي لقيمة الأرقام القياسية للأسواق المختلفة ( مثل مؤشر Dow Jones ، S&P 500 ، أو FTSE 100 ) والتي تعتبر محورية للأشكال المختلفة من التعامل في المشتقات .

الوظيفة الثالثة في نظام التعامل تتمثل في التنفيذ الفعلي للأوامر – مطابقة الأوامر لخلق تعاملات . إنه فقط عندما تؤدي هذه الوظيفة من خلال الكمبيوتر ، عندها نستطيع التحدث عن نظم التعاملات الآلية ATSS . يتكون مثل هذا النظام من كمبيوتر مضيف مع برامج لتشغيل التعاملات ، وأجهزة طرفية ، يستطيع السماسرة باستخدامها إدخال الأوامر ، وشبكة لربطها معاً .

ما مدى جودة أداء ATS ؟ كما قد رأينا ، يمكن أن يكون من الصعب تماماً إدارة سوق بطريقة مرضية . هل يمكن أن يفعل الكمبيوتر هذا ، على مستوى من الجودة كما يفعل البشر ؟ إن هذا يعتمد على طريقة التعامل .

بعض أنواع التعامل من السهل نسبياً أدائها عن طريق الكمبيوتر . على سبيل المثال تنفيذ الأوامر مقابل قائمة أسعار المضاربين كما في SOES

عملية مباشرة تماماً . من السهل أيضاً مطابقة الأوامر مقابل أسعار معينة . على سبيل المثال ، الكثير من ATSS الخاصة تأخذ أسعارها من البورصات المتعلقة بالموضوع ( نمطياً متوسط أسعار العطاء وأسعار الطلب المنشورة ) ، وتطابق كل أوامر العملاء مقابل هذه الأسعار . من السهل تماماً أيضاً استخدام الكمبيوتر مع مزادات الدعوة Call . ومع ذلك ، في حالة الأسواق المستمرة ، تصبح الأشياء أكثر صعوبة .

مشكلة استخدام الكمبيوتر في مهام أو وظائف الأسواق المستمرة ليست تقنية . يوجد الكثير من نظم الكمبيوتر متاحة في هذا المجال ، يؤسس معظمها على CATS التي ابتكرت أساساً في " تورنتو " . المشكلة ، أنه في سياق النظام الآلي ، كيف توفر التدعيم الذي تحتاج إليه السوق المستمرة . ومع ذلك ، تعشيق النظام مع التجار والمتعاملين في المعلومات يمثل تحدياً كبيراً .

على سبيل المثال ، قد قاوم المحليون استخدام الشاشات القائمة على التعامل . في المزاد العلني المفتوح ، يكونون قادرين على ملاحظة المتعاملين الآخرين ، ويتكون لديهم إحساس بالسوق . من المستحيل نقل هذا على شاشة الكمبيوتر . يضاف إلى ذلك ، في المزاد العلني المفتوح ، قوائم الأسعار متاحة فقط على مدى لحظات زمنية قصيرة ، ويمكن تنقيحها سريعاً مع تغير الظروف . على ATS ، القوائم الخاصة بالأسعار ( أوامر الحدود ) يجب أن تسحب يدوياً ، وقد يأخذ هذا وقتاً طويلاً في سوق سريع التغير .

المضاربون أيضاً لديهم مشكلة مع ترك قوائم الأسعار معلنة بحيث يمكن استغلالها عن طريق المتعاملين ذوي الخبرة العملية والمعلومات الدقيقة . عند التعامل عبر التليفون يمكنهم تفصيل قوائم أسعار طبقاً للظروف المحيطة بالمواقف . ولكن عندما تنفذ الأوامر مقابل قوائم الأسعار بصورة

آلية ، يصبحون أكثر تعرضاً لحالات غير مواتية . على سبيل المثال ، لحماية المضاربيين على NASDAQ من هذه المشكلة ، تم تحديد الأوامر علي SOES بما لا يزيد علي 1.000 سهم . الفكرة أن مثل هذه التعاملات مبالغ في تصغيرها إلى حد أنها لا تمثل فائدة كبيرة لتجار المعلومات . ومع ذلك ، يستلجج تجار المعلومات الالتفاف حول هذا القيد باستخدام أجهزة الكمبيوتر الخاصة بهم لإدخال تدفق سريع من أوامر 1.000 سهم إلى النظام ، وأحياناً يفرضون خسائر لاقتة على المضاربيين .

لقد رأينا أن الأوامر الكبيرة مربكة للأسواق المستمرة ، وتحتاج إلى تناولها منفصلة . لا يستطيع أي جهاز كمبيوتر أن يقوم بالعمل الذي يقوم به المضارب أو أصحاب أوضاع الكتل من حيث التفاوض حول صفقة لعميل يمثل مؤسسة ذات أمر كبير .

لذلك ATSS ، قد كانت أكثر نجاحاً في أسواق السيولة مع حجم ضخم من الأوامر الصغيرة ، في مثل هذه الأسواق ، الآليات جيدة التّدعيم ليست محورية . الكثير من البورصات الصغيرة تتفق مع هذا النوع من الأعمال ( الأوراق المالية الصغيرة ) وأن نقلها من الأرضية إلى ATS قد كان نجاحاً بصفة عامة . بالنسبة للبورصات الأكبر كان النقل أكثر إشكالية . على سبيل المثال ، عندما تحولت بورصة المشتقات في فرانكفورت DTB إلى ATS ، اشتكى المتعاملون من تأثير السوق بالأوامر الكبيرة ( على سبيل المثال ، أمر شراء ضخم يدفع الأسعار إلى الارتفاع اللافت ) . وبعد أن تحولت لندن من نظام المضاربيين إلى نظام المزاد الآلي المستمر ، كان تحرك الأسعار شاذاً في الساعات الأولى من التعامل ، عندما كان حجم الأمر صغيراً نسبياً .

النظم المهجنة . في كثير من الحالات ، تتمثل الإجابة على العيوب المثارة حول نظام ATS ، في استخدام بعض حالات المزج بين ATS والتعامل البشري .

تتناول بعض الأسواق المنظمة الأوامر الصغيرة خلال وحدة ATS ، ولكنها تحول الأوامر الكبيرة إلى المضاربيين أو إلى أصحاب أوضاع الكتل . لقد رأينا أن ذلك يعبر عن الممارسة في NASDAQ ، وأنه أيضاً في بورصات الأسهم في بورنتو ، طوكيو ، ولندن . بالنسبة للأسهم الفرنسية ، تذهب الأوامر الصغيرة إلى ATS في بورصة باريس ، ولكن الأوامر الكبيرة من المؤسسات المستثمرة تذهب إلى " بورصة الأسهم الدولية " في لندن ، حيث يوفر سوق المضاربة سيولة أفضل . في بورصات المشتقات في شيكاغو ، تعالج الأوامر الصغيرة إلكترونياً بصورة متزايدة ، بينما تذهب الأوامر الكبيرة إلى المضاربيين على الأرضية .

بعض الأسواق الكبيرة التي لا تزال تعتمد على التعامل وجهاً إلى وجه تستخدم وحدة ATS بعد ساعات العمل . تشغل NYSE نظام ما بعد ساعات العمل ، الذي يطابق الأوامر على أسعار إغلاق البورصة . لدى بورصات العمليات الآجلة والخيارات في شيكاغو وحدة ATS يطلق عليها Globex للتعامل بعد ساعات العمل .

تستخدم بعض بورصات العمليات الآجلة في المزادات العامة المفتوحة في عقود التعاملات الضخمة وحدة ATS للعقود التي لا تولد أحجاماً ضخمة . في مثل هذه الحالات ، يمكن أن تحسن وحدة ATS عملياً السيولة . عامة ، لا تستحق أن يبذل المحلّي وقته في التسكع حول الأسواق حيث التعاملات قليلة تلك التي تجري هنا أو هناك . ومع ذلك ، عندما يكون التعامل إلكترونياً ، يكون من السهل نسبياً على المحلّيين أن يراقبوا في نفس

الوقت العديد من مثل هذه الأسواق . المزيد من اهتمام المحليين يعني سيولة أفضل .

مزايا وحدة ATS . الاستخدامات التي ذكرناها تتناول بعض مزايا وحدة ATS . بالطبع الميزة الكبيرة تتمثل في التكاليف . إنشاء وتشغيل التعامل الأرضي عملية مكلفة – ليس فقط تكاليف المساحة والمعدات ، ولكن التكاليف المرتبطة بمئات المهنيين المهرة . في المقارنة ، أجهزة الكمبيوتر أرخص . تستطيع وحدة ATS مع كل الطرفيات اللازمة أن تتناول 40.000 من التعاملات اليومية ( أكثر من ضعف العدد في بورصة باريس ) تكلف ما بين 4 إلى 8 مليون دولار . لأنها أقل تكلفة ، فإن وحدة ATS ، يمكنها أن تتقاضى أتعاب عمليات أقل كثيراً . على سبيل المثال تعامل رحلة دائرية على بورصة عمليات آجلة LIFFE غير الآلية في لندن تكلف 1.5 دولار . نفس التعامل على DIB آلياً في فرانكفورت تكلف 0.66 دولار .

لأن تكاليف تشغيل وحدة ATS منخفضة ، فإنه من السهل التوسع في ساعات التعامل . إنك لست في حاجة أن تدفع أجوراً إضافية للكثير من الأفراد المكلفين . ومع ذلك ، ليس واضحاً مدى فائدة الجلسة الأطول . تعني ساعات العمل الأطول ، سوقاً مستمرة نحيفة إلى حد ما ، حيث توزع الأوامر على يوم أكثر طولاً . إحدى المشكلات التي ظهرت عندما تحولت لندن إلى وحدة ATS أن البورصة انتهزت الفرصة للتوسع في ساعات التعامل . بعد نظم ساعات التعامل – على سبيل المثال Globex – لم تكن بالمثل ناجحة بصورة كبيرة بسبب نحافة السوق .

تأتي الميزة الثانية من استخدام وحدة ATS ، من أنها تقدم سهولة التعامل عن بعد . إنك لا تحتاج عملياً ، أن تكون هناك لكي تجري تعاملاتك . إذا كنت تتعامل من خلال شاشة ، لا يلزم أن تكون الشاشة في البورصة .

يمكن أن تكون في مكتب السمسار في مكان ما في المدينة ، في مدينة أخرى ، أو حتى في بلد آخر عبر البحار . لذلك ، قد طورت آلية ( automation ) التعامل عبر الحدود ، وجعلت اتصال البورصات ونظم التعامل كل منها مع الآخر أكثر سهولة.

تحسن الأوتوماتية ( automation ) أيضاً ، كفاءة ومصداقية التشغيل . على سبيل المثال ، من السهل ربط وحدة ATS مع نظم المكتب الخلفي ( التسويات والعمليات المرتبطة ) التي تشغل تعاملات ما بعد التنفيذ ( سوف نناقش هذه حالياً ) . على سبيل المثال ، يوجد احتمال صغير جداً للخطأ في تسجيل التعاملات ونقل تلك المعلومات إلى الآخرين . على الجانب الآخر ، قد كانت حالات الانهيار المفاجئ للكمبيوتر مصدرأ لبعض المآزق المذهلة . على سبيل المثال ، عندما انهار نظام SuperDot في NYSE في 8 يونية 2001 ( كانت البرامج Software تم تحديثها منذ وقت قريب جداً ) ، كان لابد من وقف التعامل في البورصة على مدى ساعة كاملة . كانت هناك ست حالات توقف مماثلة في عام 1989 . في 5 أبريل عام 2000 أغلقت بورصة لندن لمدة 8 ساعات تقريباً بسبب انهيار الكمبيوتر . تصادف أن ذلك اليوم هو الأخير في السنة الضريبية . وحوالي 12 مليون مستثمر لم يستطيعوا التعامل لتخفيض فاتورة ضرائبهم.

تستطيع الأوتوماتية أن تحسن شفافية السوق بجعل معلومات السوق متاحة بسهولة . كل بيانات أسعار وكميات التعاملات وهوية المضاربين موجودة داخل ملفات الكمبيوتر . سهولة الدخول إلى المعلومات تجعل مراقبة السوق عن طريق البورصة أو الهيئات الحكومية المختصة أكثر سهولة \* . وأصبح من الممكن تزويد المتعاملين من خارج السوق بدع المعلومات

\* - لدينا الكثير لنقوله عن هذا في الفصل العاشر .

المتاحة فقط إلى السماسرة على أرضية التعامل في البورصة التقليدية . على سبيل المثال ، من الممكن عرض سجل أوامر الحدود على شاشات التعامل ، لكي يمكن أن يراها كل فرد .

ومع ذلك ، لا يمكن توفير المزيد من شفافية السوق بدون تكلفة . الميزة الأساسية بالنسبة للاختصاصيين أنهم يستطيعون رؤية سجل أوامر الحدود . إنها تلك التي تعطيهم الثقة للتدخل في السوق لتسوية عدم توازن السيولة . بدون هذه الميزة ، تصبح هذه الآلية المدعومة غير متاحة . بصفة عامة ، يوجد أخذ وعطاء بين الأوتوماتية والتوسط البشري في التعامل . حيث يتعايش الاثنان ويتنافسان معاً بنجاح ، يجب أن يكون لدى كل منهما المزايا التي يفتقدها الآخر . يقدم التوسط البشري سهولة أفضل بالطريقة التي لا تستطيع وحدة ATS نسخها . على الجانب الآخر . التعامل عبر التوسط البشري أكثر تكلفة . عندما تكون إضافة التدخل البشري قليلة – على سبيل المثال ، تنفيذ حجم ضخم من الأوامر الصغيرة – ليس هناك ما يدعو لدفع التكاليف الإضافية .

## ما بعد التعامل

### After the Trade

لقد رأينا الطرق المختلفة لتنظيم التعامل في السوق المالية . ولكن التعامل يمثل فقط نصف القصة . لا يكفي فقط أن يتفق طرفا التعامل على شروط التعامل : يجب واقعياً إتمام التعامل . يجب الأخذ والعطاء بين الأوراق المالية والأموال .

إتمام التعامل مكلف ، ويتضمن مخاطر . مع التكاليف الأقل والمخاطر الأصغر ، يكون التعامل أسهل . مع سهولة التعامل ، سوف يكون أداء السوق أفضل . لذلك ، قد طورت الأسواق المنظمة طرق تخفيض

التكاليف وتصغير المخاطر . قبل أن نرى كيف تفعل الأسواق هذا ، دعنا نرى طبيعية المخاطر .

## مخاطر إتمام التعامل

إنك سمسار على أرضية NYSE ، وقد اتفقت حالاً مع A.Smith سمسار آخر ، على أن تبيعه 10.000 سهم GE بسعر 80 . لإتمام التعامل ، تحتاج إلى نقل ملكية الأسهم إلى Smith ويحتاج Smith إلى نقل النقدية إليك . مبدئياً ، يمكنك سحب شهادات الأسهم من محافظتك وتسلمها إلى Smith في مقابل رزم النقدية . عملياً ، هذا خارج الموضوع . يدخل كل منكم في مئات التعاملات كل يوم ، ولا يرغب أحد منكم أن يحمل ملايين الدولارات أو الأوراق المالية معه . يضاف إلى ذلك كل تعامل يتضمن أعمالاً ورقية . إذا كان عليك أن تفعل كل هذا بنفسك ، سوف لا تكون قادراً على إجراء الكثير من التعاملات التجارية .

في الواقع ، بمجرد اتفاقك أنت و Smith على الشروط ، يسلم إتمام التعامل إلى آخرين في المكتب الخلفي - جزء من شركة الأوراق المالية مسئول عن كلمة - إتمام التعاملات - يختلف الوقت الذي تستغرقه العملية من سوق إلى آخر . في سوق الأسهم تأخذ 3 أيام عمل . في سوق الأوراق المالية الحكومية ، غالباً ، يحدث إتمام التعامل في نفس اليوم . في سوق الأوراق المالية المدعومة برهونات ، وفي بعض أسواق الأسهم الأوربية ، قد يأخذ إتمام التعامل شهراً أو أكثر .

يعني التأخير بين الاتفاق على التعامل وإتمامه ، أن التعامل في أسواق الأوراق المالية في " جوهره تعامل أجل " . تتضمن التعاملات الآجلة وعوداً ، والوعد قد لا تتم تلبيةها . توجد أنواع مختلفة من المخاطر ، استناداً إلى كيفية انتهاك الوعد .

مخاطر المبلغ الأصلي . لنفرض أنك سلمت الأوراق المالية ، ولكن **Smith** توقف عن سداد 800.000 دولار . يشبه هذا تماماً عدم سداد قرض ، وإذا لم تستطع استرداد شيء عن طريق المحاكم ، فإنك تخسر قيمة كل الصفقة – المبلغ الأصلي . الخطر في أن هذا سوف يحدث ، يطلق عليه تبعاً لذلك مخاطر المبلغ الأصلي . إنك معرض لخطر المبلغ الأصلي في حالة وجود فجوة في الوقت بين التسليم ( مناولة الأوراق المالية ) والتسديد ( مناولة الأموال ) خطر الإحلال . فكر في الإمكانات المختلفة . أنت لم تسلم بعد الأوراق المالية ، لذلك ، فإنك غير معرض لمخاطر المبلغ الأصلي . ومع ذلك ، قبل إتمام الصفقة تراجع **Smith** . لسبب أو لآخر ، لا يستطيع أو سوف لا يكمل كطرف في الصفقة . نتيجة لذلك ، عليك أن تجد مشتري آخر لأسهمك ( 10.000 سهم ) . إذا حدث قبل أن تفعل هذا إن هبطت أسهم GE إلى 70 ، فإنك سوف تخسر 100.000 دولار . بالطبع إذا ارتفعت أسهم GE بدلاً من ذلك إلى 90 ، سوف تكسب فعلياً 100.000 دولار نتيجة لعدم وفاء **Smith** بوعده في إتمام الصفقة .

الخطر في أن التعامل الذي يتم الاتفاق عليه ، يمكن أن يسقط قبل إتمامه يسمى خطر الإحلال . إنه يتمثل في أنك سوف يكون عليك أن تبحث عن طرف آخر يحل محل الطرف المنسحب من التعاقد الأصلي . كما يمكنك أن ترى ، على خلاف مخاطر المبلغ الأصلي ، هذا يمكنك أن تكسب ويمكنك أن تخسر . ومع ذلك ، احتمال الخسارة بصفة عامة أقل كثيراً منها في حالة مخاطر المبلغ الأصلي .

مخاطر السيولة . لنفرض الآن أن **Smith** أكمل التعامل ، ولكن ليس في الوقت المتفق عليه . إنه يسدد ولكن تسديده متأخر . يخلق لك هذا مشكلة ، لكنك كنت واضع في حسابك قيمة التعامل 800.000 دولار ، لتدفع لبعض

الأوراق المالية الأخرى ، التي قد اشتريتها من شخص ما آخر . لأن Smith دفع متأخراً ، فإنه ، إما أنه سوف يكون عليك أن تدفع متأخراً أيضاً ، أو أنه سوف يكون عليك أن تجد طريقة أخرى لجمع الأموال . يمكن أن تحدث مشكلة مماثلة إذا أنت اشتريت أوراقاً مالية ، ولم تسلم لك هذه الأوراق في موعدها . إذا كنت قد بعثت هذه الأوراق المالية إلي شخص ما آخر ، سوف يكون عليك إما أن تكون متأخراً في التسليم ، أو أن تجد أوراقاً مالية في مكان ما آخر لكي تسلمها في الموعد المتفق عليه .

في كلتا الحالتين ، تأخير إتمام التعامل بالنسبة لك هي تكاليف ترتيب بديل آخر — الحصول على مصدر سيولة آخر . يطلق على التعاملات التي سوف لا تتم في موعدها المحدد بأنها " مخاطر سيولة " . كما أن مخاطر الإحلال ليست على مستوى مخاطر المبلغ الأصلي ، فإن مخاطر السيولة ليست على مستوى مخاطر الإحلال . ومع ذلك ، إنها عملياً تفرض تكاليف جديدة ، ويمكن أن تسبب مشكلات خطيرة .

لنفرض أنه عندما أخفق Smith في أن يدفع لك في الوقت المحدد ، لم تستطع جمع المال من مكان آخر ، ومن ثم ، تكون غير قادر على التسديد في الوقت المحدد . لأن المتعاملين يعتمدون على إنهاء إحدى الصفقات لكي تمكنهم من إتمام تعاملات أخرى ، فإن المشكلات مع أحد التجار الكبار يمكن أن تطلق بهذه الطريقة سلسلة من ردود الأفعال المتتالية في كل أنحاء السوق . يطلق على مثل هذه المخاطر النظامية . المخاطر النظامية ليست قاصرة على سوق واحدة . عادة يتعامل التجار تزامنياً في كثير من الأسواق . المشكلات النظامية ، إحدى المشكلات التي يمكن أن تنتقل بسهولة إلى الآخرين .

تضع الأسواق المنظمة آليات إتمام التعاملات لتتأول مثل هذه الأنواع المختلفة من المخاطر ولتخفيض تكلفة العملية .

## فهم المقاصة والتسوية Understanding Clearing and Settlement

يمكننا تقسيم عملية إتمام التعامل إلى مرحلتين – " المقاصة والتسوية " . التسوية عبارة عن التبادل الفعلي للأوراق المالية مقابل النقدية . المقاصة تتكون من كل الأشياء التي تجري قبل حدوث التسوية . مقارنة . أول شيء يجب عمله التأكد من أن أطراف التعامل يوافقون على ما قد اتفقوا عليه . التعامل في السوق المنظمة لا يتضمن أكثر من كلمات قليلة . على سبيل المثال ، مناقشتك مع Smith قد تكون قد جرت كالآتي :

أنت : " شركة GE "

Smith : " 80 إلى 80.2 " ( سعر العطاء والسعر المطلوب ) .

أنت : " أبيع 100 ! " ( حزم في كل حزمة 100 سهم ) .

قد دون كل منكم التفاصيل على نموذج التعامل وتمرره فيما بعد إلى مكتب الخلفي لكي يقوم الموظفون هناك بإجراءات إتمام الصفقة .

يوجد احتمال سوء الفهم والخطأ بينك وبين Smith ، وبين كل منكما

و أفراده في المكاتب الخلفية . ومن ثم ، قد يتم أفرادك وأفراد سميث (

Smith ) في المكاتب الخلفية الصفقة بأفكار مختلفة عن طبيعة الصفقة التي

اتفقتا عليها . الخطوة الأولى في مقاصة الصفقة هي المقارنة – التأكد من

أن الأطراف توافق على معالم التعامل . تتضمن المعالم نوع وكمية الأداة

المالية موضوع التعامل ، تاريخ التعامل والسعر ، والبيانات الشخصية للبائع

والمشتري . إذا لم يتفق الطرفان ، حينئذ يجب التغلب على الاختلافات قبل

تحريك العملية إلى خطوات أكثر بعداً .

الكثير من الأسواق لديها غرف مقاصة مسؤولة عن مقارنة التعاملات . على سبيل المثال ، تعاملك مع سميث حدث يوم الخميس . مساءً تلك الليلة أرسل مكتبك ومكتب سميث إشعار إلكتروني عن الصفقة إلى كمبيوتر الهيئة القومية لمقاصة الأوراق المالية ( NSCC ) **National Securities Cleciring Corporation** . تفحص NSCC التأكيدات الواردة من المكتبين كل منهما مقابل الآخر . إذا تطابقا ، يكون التعامل قد تمت مضاهاته ، وتؤكد لك الهيئة وللطرف الآخر سميث صباح يوم الجمعة . إذا لم تحدث المضاهاة ، يتم إخطار الطرفين ، ومن ثم عليكما أن تراجعاً معاً البيانات ، وتعيدان تقديم التعامل قبل انتهاء يوم التسوية . يرى البعض أن التعاملات الإلكترونية لا تدع احتمالاً للارتباك أو حتى لمثل هذه المقارنات .

التشبيك . مع طبيعة التعامل المتفق عليه ، تستطيع مبدئياً التحرك نحو التسوية . في الواقع ، تفعل بعض الأسواق هذا ، تسوية كل تعامل بمفرده . رأينا مثلاً لهذا في الفصل الثاني ، عندما درسنا سوق الأوراق المالية الحكومية . في ذلك السوق ، يسوى المضاربون معظم التعاملات فردياً عبر **Fedwire** .

" التشبيك الجانبي " - مع ذلك ، التسوية مكلفة . كما سوف نرى ، النقل المادي للأوراق المالية وللنقدية مكلف . القليل من الأسواق لديها أنظمة تسوية على نفس جودة **Fedwire** ، لذلك ، يمكن أن تكون التكاليف أحياناً مرتفعة جداً ، مقارنة بسوق الأوراق المالية الحكومية . حيث قد ينخرط أحد المتعاملين في عشرات وربما المئات من التعاملات يومياً ، فإن هذه التكاليف تجمع سريعاً . الأكثر من هذا ، حيث ينخرط المتعاملون بالفعل في الكثير من الصفقات ، يمكن تخفيض الحاجة إلى التسوية الفعلية بصورة لافتة عن طريق تشبيك إحدى العمليات مقابل الأخرى .

لنفرض أنك بعت أسهم GE إلى سميث لأنك توقعت هبوط أسعار أسهم GE ( تعلن شركة GE عن إيراداتها كل ربع سنة ، وقد توقفت أنها يمكن أن تكون مخيبة ) . مثلاً ، بعد مضي ساعة هبطت الأسعار إلى 75 ، وأنك أعدت شراء هذه الأسهم بذلك السعر . بالصدفة اشتريتها من سميث . إنك أنت وهو يمكنكما توفير الكثير من تكاليف التعاملات إذا أجرينكما تشبيكا للصفقتين – بيعك المبكر وشرائك المتأخر . الصافي ، سميث مدين لك  $10.000 \times (80 - 75) = 50.000$  دولار . إذا دفع لك سميث هذا المبلغ ، ليس هناك حاجة لتبادل الأوراق المالية أو الكثير من الأموال . نستطيع توسيع هذه الفكرة إلى ما وراء تشبيك زوج من التعاملات المحددة إلى تشبيك جانبي عام يتم ترتيبه مع سميث . يمكنك أن تحتفظ بالأسعار الجارية بتعاملك في أسهم GE على مدى فترة من الزمن ، وتساوي فقط صافي مركزك في نهاية الفترة . بالطبع ، يمكنك أن توفر أكثر إذا انخرطت في عملية تشبيك متعددة – تشبيك تعاملاتك في كل الأوراق المالية ، مع تسديد نهائي واحد فقط .

" تشبيك متعدد الجوانب ، متعدد الإصدارات " – الأفضل من كل هذا يمكن أن يكون تشبيكاً متعدد الجوانب ، متعدد الإصدارات . يمكن الاحتفاظ بالسعر المادي الجاري في تعاملاتك مع " كل " المتعاملين الآخرين في السوق . في نهاية فترة التشبيك ، سوف تجري أو تستلم فقط نقل أموال مرة واحدة ، وننقل كل ورقة قبض تعاملت بها مرة واحدة . سوف يكون التوفير في تكاليف العمليات شيئاً لافتاً . يتطلب التشبيك متعدد الجوانب ، متعدد الإصدارات طرفاً ثالثاً يتابع كل التعاملات ، ويشبك كل منها مقابل الأخرى إلى الدرجة المعقولة . بصفة عامة تؤدي هذه المعرفة ، غرفة المقاصة . بالنسبة لسوق أسهم U.S. ، نجد أن NSCC هي التي تباشر هذه الوظيفة .

"فترة التشبيك" - بالطبع ، سوف تعتمد فائدة التشبيك على حجم التعاملات . مع الحجم الأكبر ، تزيد التعاملات التي يمكن أن تتوازن بعضها مع البعض الآخر ، والقليل الذي يَبقى للتسوية في الأوراق المالية وفي الأموال . سوف يعتمد الحجم بدوره على طول فترة التشبيك . مع فترة التشبيك الأطول يزداد إجمالي عدد التعاملات . على سبيل المثال ، في عام 1993 ، قدمت بورصة باريس طريقتين بديلتين للتسوية - إحداها فترة تشبيك لمدة يوم واحد . مع فترة اليوم الواحد ، ما يقرب من 13 في المائة من التعاملات تم تشبيكها ، ولم تكن هناك حاجة للتسويات . مع فترة الشهر الواحد ، تم تشبيك 70 في المائة من التعاملات .

ميزة فترة التشبيك الطويلة أحد الأسباب وراء طول الوقت الذي يأخذه إتمام التعامل في الأسواق منخفضة الحجم . على العكس ، في الأسواق ذات الحجم المرتفع ، معظم المكاسب الناتجة عن التشبيك يمكن تحقيقها في فترة قصيرة نسبياً . على سبيل المثال ، بورصة U.S. وأسواق العمليات الأجلة ، فترة التشبيك بها لمدة يوم واحد .

يؤثر طول فترة التشبيك ، ليس فقط على تكاليف التسوية ، ولكن أيضاً على مخاطر السيولة . بسبب أن التسليمات والتسديدات القليلة نسبياً ضرورية ، ولأن الأفراد لديهم وقتاً أطول للتأكد بأن معهم الأوراق المالية أو النقدية أو يحتاجون إلى تسليمها أو تسديدها ، فإنه مع طول فترة التشبيك ، يصبح الاحتمال قليلاً ، بأن المتعاملين سوف يتأخرون في تلبية التزاماتهم . التسوية . عندما يتم إجراء المقاصة على التعامل - بمعنى بعد المضاهاة والتشبيك الممكن - الخطوة التالية هي التسوية . في مثالنا ، سوف يكون عليك أن تنتقل ملكية الأوراق المالية الخاضعة للتعامل إلى سميث . وسوف يكون على سميث أن يرتب السداد لك ، بالشكل الذي تجده مقبولاً . سوف

ترى أن كلا من نقل الأوراق المالية ونقل الأموال يمكن أن يكون مكلفاً .  
أيضاً ، إنه وقت التسوية الذي يطل فيه خطر المبلغ الأصلي بوجهه القبيح .  
إذا لم يحدث نقل الأوراق المالية ، ونقل الأموال بصورة متزامنة ، فإن أحد  
الأطراف معرض للخطر ، بأن النقل من الطرف الآخر لن يتم كما هو متوقع

" نقل الأوراق المالية " — يمكن أن يكون نقل الأوراق المالية معقداً ، مبدداً  
للوقت ، مكلفاً . في بعض البلدان ، يمكن أن تأخذ العملية شهوراً ، وتكلف  
مئات الدولارات لكل تعامل . النقل المادي للأوراق المالية باهظ التكاليف  
بصورة خاصة . يجب نقل الأوراق المالية من مكان إلى آخر ، مع الخطورة  
المرتبة على ذلك من فقد أو سرقة ، والمتلقي يجب أن يراجعها للتأكد من  
أنها تلك التي اتفق عليها في التعامل .

إذا كانت الأوراق المالية موضوع التعامل " لحملها " ، فإنه بمجرد  
الاستلام باليد يتم النقل : الحيازة دليل الملكية . مع ذلك ، بالنسبة لمعظم  
الأوراق المالية ، يتطلب نقل الملكية أن يسجل المالك الجديد إما مع المصدر  
أو مع من يعينه المصدر ( عادة بنك ) .

يمكن تخفيض تكاليف النقل إلى حد كبير ، وتزداد السرعة والأمان  
بالتالي ، إذا ، بدلاً من النقل المادي ، فإننا ننقل الاسم title ، أو سند الملكية  
فقط . إحدى الطرق للقيام بهذا ، كما رأينا في " الفصل الثاني " ، مع  
الأوراق المالية الحكومية ، أن تجعل الأوراق المالية تصدر ، فقط في شكل  
قيد دفترى — سجل على الكمبيوتر . ومن ثم ، يتضمن النقل مجرد تغيير  
سجل الكمبيوتر .

ماذا يمكن أن نفعل ، إذا كانت الأوراق المالية قائمة بالفعل ، وأنها  
قد صدرت منذ سنوات أو حتى عقود مضت ؟ الإجابة ، وضع الأوراق

المالية في مؤسسة إيداعات - وضع مادي . يطلق على مؤسسة الإيداع **depository** . ثم ، دع مؤسسة الإيداع تتابع من هو المالك ، من خلال نظام القيد في السجلات ، كما يفعل Fed مع الأوراق المالية الحكومية . تحفظ الأوراق المالية الفعلية في سرداب للحفظ خاص لدى مؤسسة الإيداع . عندما تنتقل الأوراق المالية ، فقط يتغير السجل على جهاز الكمبيوتر ليعكس التغيير في الملكية . يضاف إلى ذلك ، إذا سجلت الأوراق المالية باسم مؤسسة الإيداع ، تصبح هذه المؤسسة المسجل المركزي الموجه لكل الأوراق التي تحتفظ بها . معظم الأسهم في U.S. تحفظ في مؤسسة الإيداع الاستثماري يطلق عليها ( **Depository Trust Company ( DTC )** ) انظر المداخلة : **and DTCC (The NS** لمزيد من التفاصيل ) .

الحراسات . عندما تتعامل المؤسسات المستثمرة مع الأوراق المالية ، توجد طبقة أخرى من التعقيد . للوقاية من الأعمال الإجرامية المحتملة عن طريق مديري صناديق الأموال ، الصناديق التبادلية ، أو الهيئات ، فإن الأوراق المالية التي تمتلكها لا تحفظها هذه المؤسسات بنفسها وفي داخلها ، ولكن في مؤسسة حراسة مستقلة . لكي تفرج مؤسسة الحراسة عن الأوراق المالية لديها ، فإنه على مديري المؤسسة المستثمرة اتخاذ خطوات محددة .

مؤسسة الحراسة ، دائر عمل ضخمة جداً . في عام 1997 ، القيمة الإجمالية للأوراق المالية المحفوظة في مؤسسات حراسة على مستوى العالم ، وصلت إلى ما يقرب من 40 تريليون دولار . في مقابل هذه الخدمة حصلت مؤسسات الحراسة هذه على 5 بليون دولار عن نفس السنة . تتمتع هذه المؤسسات باقتصاديات حجم ضخمة ، وأصبحت الصناعة مركزة تماماً . أكبر ثلاث مؤسسات حراسة : بنك نيويورك **State Street** وبنك **Chase** ، كل منها احتفظ بما يقرب من 6 تريليون دولار في عام 2000 . ويهيمن

أكبر ست مؤسسات حراسة على معظم دائرة العمل . بالإضافة إلى الاحتفاظ بالأوراق المالية ، تحصل مؤسسات الحراسة عائدات الكوبونات والأسهم ، تحضر الجمعيات العمومية نيابة عن المالكين ، وتتداول إقراض الأوراق المالية . تقدم مؤسسات الحراسة الكبيرة خدمات عالمية . على سبيل المثال ، مؤسسة الحراسة الأمريكية ، بالنسبة لصناديق المعاشات الأمريكية ، تتداول الأسهم المالية التي يمتلكها الصندوق من خلال مؤسسة الحراسة الفرعية في ألمانيا .

تستطيع مؤسسة الحراسة أن تعقد أو تسهل نقل الأوراق المالية . لنفرض أن صندوق تبادل الأموال باع بعض الأسهم إلى صندوق المعاشات . إذا كان نفس المؤسستين يستخدمان نفس مؤسسة الحراسة ، تستطيع مؤسسة الحراسة ببساطة نقل الملكية على سجلاتها الخاصة من جهة إلى أخرى . الأسهم مسجلة مع مؤسسة الإيداع باعتبارها مملوكة لمؤسسة الحراسة ، ولذلك ، غير مطلوب أي تغيير هناك . إذا كان الصندوقان يستخدمان مؤسسات حراسة مختلفة ، حينئذ يجب تغيير الملكية لدى مؤسسة الإيداع من مؤسسة حراسة إلى أخرى . إنها تشبه إلى حد كبير التخليص على شيك مصرفي .

مداخلة الهيئة القومية لمقاصة الأوراق المالية ومؤسسة الإيداع الاستثماري

DTC و NSCC :

أسست NSCC في عام 1977 عن طريق تجمع عمليات المقاصة : بورصة أسهم نيويورك ، بورصة الأسهم الأمريكية ، وسوق OTC . تشكل NSCC حاليا ، بصفة خاصة كل أسهم سمسار - إلى - سمسار ، وتعاملات أسهم الشركات والبلديات في U.S. . أنشطتها الرئيسية في المقاصة المركزية ، التسوية ، وخدمات معلومات ما بعد التعامل بالنسبة للأسهم ، السندات ،

الصناديق الاستثمارية ، شركات التأمين ، والمؤسسات الوسيطة المالية الأخرى . في عام 2000 ، أجرت تعاملات وصلت قيمتها إلى 105 تريليون دولار . من خلال نظامها للتسوية المستمرة للأرصدة الصافية ، تخلصت من الحاجة إلى تسوية 101.7 تريليون دولار أو 97 في المائة من الالتزامات . لدى NSCC ثلاث وحدات تابعة : شركة مقاصة الأوراق المالية الحكومية ؛ MBS ، شركة تخليص ولكن الأوراق المالية المدعومة برهونات - mortgage-backed ؛ وشركة مقاصة الأسواق الصاعدة في تعاملات عبر الحدود .

أجرت DTC كمؤسسة إيداع أوراق مالية في عقد الستينيات ( 1960 ) ، بواسطة عدد من المؤسسات المالية : NYSE , AMEX , NASD . إنها تقبل الأوراق المالية لحاملها أو المسجلة ، وعندما يكون ممكناً تسجلها باسمها . إنها تقوم بتحصيل الكمونات لحساب مالك الورقة المالية . يمكن استخدام الأوراق المالية لدى DTC كرهونات مقابل قروض ، أو كرهونات مقابل خيارات مكتوبة ، أو تقرر لتغطية اخفاقات تسديد . إنها تشغل ما قيمته 11 مليون تعاملات يومياً . تربط شبكات DTC أكثر من 11.000 سمسار ، مضارب ، بنوك حراسة ، ومؤسسات مستثمرة ، وأيضاً وكلاء نقل ، وكلاء تسديد ، وكلاء صرف واسترداد بالنسبة للشركات المصدرة للأوراق المالية .

في عام 1999 ، اتفقت NSCC و DTC أن يتوحدا تحت شركة قابضة مشتركة لإيداع والمقاصة هي **Depository Trust & Clearing Corporation ( DTCC )**

"نقل الأموال" - يمكن أن يكون نقل الأموال أيضاً مكلفاً ومبهدداً للوقت . على سبيل المثال ، تطلب بعض الأسواق تسليم مادي لشيك معتمد من أجل التسوية . البعض الآخر يعتمد على الشيكات العادية ، ولكنها تتطلب تأخيراً إلى أن يتم تسوية الشيك . لتسريع العملية ، تطلب بعض الأسواق من المتعاملين فتح حساب لدى أحد البنوك التي وافقت عليه السوق كبنك تسوية .

من الممكن نقل الأموال أسرع وبتكلفة أقل إلكترونيًا . تستخدم أسواق الأوراق المالية الحكومية Fedwire ، ويستخدم سوق الصرف الأجنبي CHIPS\* . ومع ذلك ، المتعاملون في معظم أسواق الأوراق المالية ، لم يستخدموا بعد نظام التسديد الإلكتروني\* .

فترة التسوية . لأن كلا من نقل الأوراق المالية ونقل الأموال يأخذ وقتًا ، فإن الوقت النهائي للتسوية في معظم الأسواق يوضع في تاريخ يأتي بعد تاريخ إتمام التعامل . يختلف طول فترة التسوية من سوق إلى آخر .

أصبح من الشائع في كثير من الأسواق التسوية فيما يسمى " يوم الحساب " . على سبيل المثال ، كل التعاملات في شهر معين أو في ربع سنة تسوى في اليوم الأخير من الفترة المتفق عليها .

تخفض فترة التسوية الطويلة من مخاطر السيولة ، ولكنها تزيد من مخاطر الإحلال . مع طول الوقت للتسوية ، تطول الفترة المتاحة للمتعاملين لكي يجدوا الأوراق المالية والأموال التي يحتاجون إليها من أجل التسوية . على الجانب الآخر ، مع طول وقت التسوية ، تطول الفترة المتاحة بالنسبة لتغيير الظروف ، وبالنسبة لأحد الأطراف لكي يصبح غير مستعد أو غير قادر على إتمام الصفقة .

لتقليل مخاطر الإحلال ، يوجد اتجاه نحو تقصير فترة التسوية . في عام 1989 ، مجموعة منتدى عالمي لدراسة الموضوعات الاقتصادية والمالية يقال لها " مجموعة الثلاثين Group of Thrity وضعت معايير للمقاصة وللتسوية . لقد أوصت بتجديد التسوية بما لا يزيد عن ثلاثة أيام بعد تاريخ التعامل  $t + 3$  ، ومعظم الأسواق علي المنظمة قد أخذوا بهذه التوصية . وفي الواقع ، يعمل كثير من الأسواق علي تقصير فترة التسوية إلى ما هو

\* نظام تسديد غرفة مقاصة بين البنوك .

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

أقصر من ذلك . على سبيل المثال ، قد وضعت  $t + 1 \text{ SEC}$  بحلول يونيوه 2004 .

تناول مخاطر إتمام التعامل . إذا أخذنا في الاعتبار ترتيبات المقاصة والتسوية ، تبقى كمية محددة من المخاطر . كيف تتناول الأسواق المنظمة مخاطر المبلغ الأصلي ، مخاطر الإحلال ، ومخاطر السيولة ؟ التسليم والتسديد . إذا استطعنا أن نتخلص من التأخير ، نستطيع التخلص من المخاطر . إذا حدث التسليم والتسلم يداً بيد للأوراق المالية والنقدية في نفس الوقت ، لا توجد مخاطر للمبلغ الأصلي . هذا النقل المتزامن يطلق عليه التسليم مقابل التسديد ( DAP ) . لسوء الحظ ، هذا ممكن فقط ، في عدد قليل من الأسواق .

رأينا في الفصل الثاني ، أن المضاربين في الأوراق المالية الحكومية لديهم DAP عبر Fedwire . هذا لأن Fedwire نظام تسديد إلكتروني (لنقل الإيداعات لدى Fed ) ، ونظام لنقل الملكية في دفتر قيد الأوراق المالية الذي يحتفظ به Fed . وبالمثل نظم DAP متاحة في أسواق الأوراق المالية الحكومية في بلدان أخرى متعددة مثل اليابان وسويسرا .

توجد صعوبتان في تطبيق DAP . الأولى ، ليس لدى المشاركين في معظم الأسواق اتصال مباشر بنظم التسديد الإلكتروني ( الاتصال المباشر ، قاصر على البنوك التجارية ) . وبالطبع ، الاتصال غير المباشر ممكن من خلال بنك مقاصة . ومع ذلك ، الصعوبة الثانية ، حتى عندما تكون الأوراق المالية في نظام القيد في السجل ، فإنه ليس متصلاً علي أساس الوقت الحقيقي لنظام التسديدات .

لا - عند استبعاد نظام DAP ، فإن الطريقة العادية للتعامل مع خطر المبلغ الأصلي ، تتمثل في الحصول على طرف ثالث موثوق به حيث يمكن أن يعمل كوسيط .

دعنا نرى كيف يعمل هذا في حالة تعاملك مع سميث . التسوية تستحق يوم الثلاثاء ، 3 أيام عمل بعد يوم الخميس الذي حدث فيه التعامل . في يوم الاثنين ، اليوم قبل التسوية NSCC تدخل نفسها كوسيط بين طرفي التعامل . يعني هذا ، أن الصفقة الأصلية التي أجريتها مع سميث ، حل محلها الآن صفتين - واحدة بينك وبين NSCC ، والأخرى بين NSCC وسميث . أنت الآن لديك صفقة بيع 10.000 أسهم من شركة GE إلى NSCC بسعر 80 ، ولدى سميث صفقة لشراء الأسهم من NSCC بنفس السعر . إنك تتلقى إخطاراً بتسليم الأسهم إلى NSCC ؛ يستلم سميث إخطاراً بترتيب السداد . عندما تدخل NSCC نفسها بهذه الطريقة فإنها تضمن التسوية للطرفين . بصرف النظر عن مدى وفاء سميث بوعده ، سوف تحصل على أموالك . بصرف النظر عن التزامك بتسليم الأوراق ، سوف يحصل سميث على 10.000 سهم لشركة GE .

مساء يوم الاثنين ، يتصل كمبيوتر NSCC بكمبيوتر DTC للإخطار بنقل الأسهم المطلوبة . إذا كانت أسهمك مودعة لدى DTC ، فإنها سوف تنتقل إلى حساب NSCC . عندما يدفع سميث تنقل الأوراق المالية إلى حسابها . لكي يدفع سميث ، عليه أن يرتب نقل 800.000 دولار عبر Fedwire إلى NSCC قبل الساعة 3:15 مساءً يوم الثلاثاء . لاحظ أن DTC تتناول نقل الأوراق المالية ، وتتداول NSCC نقل الأموال .

ماذا يحدث إذا أخفقتما أنتما الاثنان في التسوية ؟ إذا كان سبب "الإخفاق" مشكلة سيولة فإن التعامل يعاد تسعيره وكتابته يومياً ، ويمكن

تجديد التسوية إلى اليوم التالي . يمارس هذا يومياً إلى أن يتم التسليم . على سبيل المثال ، لفرض أنك سلمت الأوراق المالية متأخر يوماً ، يوم الأربعاء. إذا كانت أسهم GE تتداول بسعر 78 يوم الثلاثاء ، اليوم الذي كان عليك أن تسلم فيه ، سوف يكون عليك أن تدفع إلى NSCC 80 - 78 - 2 دولار لكل سهم . سوف تسعر الأسهم ويعاد كتابة العقد يومياً بهذه الطريقة إلى أن تسلم الأوراق المالية .

إذا كان سبب الإخفاق إحصار أحد الأطراف ، لذلك سوف لا يتم عمل التسوية أبداً . تذهب NSCC إلى السوق المفتوح وتشتري أو تبيع الأسهم التي تحتاج إليها لإتمام الصفقة للطرف الذي لم يتخلف عن التزاماته . على سبيل المثال ، إذا خرجت شركة سميث من دائرة العمل مساء يوم الاثنين ، سوف تدفع لك NSCC ثمن الأوراق المالية ، وتعيد بيعها في السوق الحر . إذا كانت هناك خسارة سوف تمتصها NSCC .

حماية نظام التسوية من الواضح ، أنه لكي تريح NSCC الأطراف من مخاطر المبلغ الأصلي فإنها تتحمل الخطر بنفسها . لتغطية الخسائر المحتملة، فإن المشاركين في NSCC ، يجب أن يرسلوا مساهمة إلى صندوق احتياطي NSCC ( حجم المساهمة يتفق مع حجم تعامل المشارك ) . إذا أخفق المشارك ، تستطيع NSCC أن تدفع التزاماته من هذه المساهمة . إذا لم تكن كافية تستخدم NSCC مساهمات المشاركين الآخرين . إذا نفذت أموال صندوق الاحتياطي قد تعود NSCC إلى المساهمين بمساهمة إضافية قد تصل كحد أقصى إلى 25 في المائة من رأس المال . لذلك ، في النهاية ، يضمن المشاركون في نظام التسوية كل منهم الآخر .

لتقييد حجم المخاطر على المشاركين في حالة الإخفاق المحتملة ، فإن NSCC حريصة جداً عند السماح للعضو بأن يشارك في نظام التسوية .

فقط الشركات التي تلبى معايير عالية من حيث رأس المال ، السيولة والكفاءة التشغيلية هي التي يسمح لها كأعضاء مقاصة في سوق الأسهم . المتعاملون الذين لا يلبون المعايير عليهم أن يُجروا تسوياتهم من خلال عضو مقاصة . أساساً يضمن عضو المقاصة تسوية التعاملات بواسطة المتعاملين أنفسهم الذين يخضعون للتسوية ذاتها .

هذه الأنواع من الترتيب تدعم الاحتياطات في حالة إخفاق المشارك، وتقيد سهول الدخول إلى نظام التسوية – أشكال نمطية من أنظمة التسوية في الأسواق المنظمة .

ومخاطر الإحلال ومخاطر التسوية يمكن أيضاً التخلص من مخاطر الإحلال ومخاطر السيولة بالاستعانة بائتمان طرف ثالث موثوق به . رأينا في " الفصل السادس " ، كيف يمارس هذا في سوق التعاملات الآجلة . عندما يوافق ( أ ) على شراء عقد صفقة آجلة ، ويوافق ( ب ) أن يبيع ، بدلاً من تعامل كل منهما مع الآخر ، يباشر كل منهما صفقة مع البورصة . يرغب (أ) في صفقة شراء عقد بسعر متفق عليه ، ولدى ( ب ) صفقة بيع عقد بنفس السعر . تلعب البورصة دور " الطرف المقابل المركزي " . حيث أن البورصة شخصية معنوية موثوق بها تماماً ، فإن مخاطر الإحلال ومخاطر السيولة تكون قد أزيلت بالكامل بالنسبة لكل من ( أ ) و ( ب ) . بالطبع المخاطر نقلت فقط إلى البورصة ، ولكن كما رأينا في الفصل السادس ، توجد آليات مناسبة لحماية البورصة – الضمانات المادية ، التسعير اليومي وإعادة كتابة العقود ، والتسويات اليومية .

لاحظ الفرق بين الإجراء في سوق العمليات الآجلة ، وذلك الذي في سوق الأسهم ، حيث تدخل NSCC نفسها في التسوية . في سوق الأسهم ، المتعاملون معرضون لمخاطر الإحلال والسيولة منذ وقت التعامل إلى اليوم

الذي يسبق التسوية . إذا كان يمكن للطرف المقابل أن يخفق ، فإنهم يكونون سيئو الحظ تماماً . في بورصات العمليات الآجلة ، المسألة ليست هكذا : تدخل البورصة نفسها في الحال ، " منذ لحظة التعامل " . المتعاملون لا يتعرضون مطلقاً لمخاطر الإحلال أو السيولة .

ومع ذلك ، في معظم الأسواق لا يوجد طرف مقابل مركزي ، ومن ثم ، يكون على المتعاملين أن يختاروا شركاء تعاملاتهم بدقة وعناية . توفر القيود على دخول السوق ، وعلى عضوية نظام التسوية بعض التأكيد ، ولكنها ليست كافية لإعفاء المتعاملين من الحاجة إلى مراقبة تعرضهم لأطراف مقابلة معينة .

نظم التعامل الآلية يمكن أن تكون مشكلة في هذا الاتجاه ، لأن التعامل نمطياً خالياً من الاسم . المتعاملون معرضون للخسارة خلال إخفاق الأطراف المقابلة ، الذين كانوا سوف لا يختارونهم لو كانوا قد عرفوا من هم . ومن ثم ، من غير المحتمل أن يستخدم سوق ما وحدة ATS عندما يكون خطر الطرف المقابل مسألة ليست صغيرة ( كما في حالة سوق مشتقات OTC ) .

الائتمان وإفراض الأوراق المالية . مخاطر السيولة عبارة عن أن المشتري سوف يفتقر إلى الأموال اللازمة في وقت التسوية أو أن البائع سوف يفتقر إلى الأوراق المالية الضرورية . مع طول فترة التسوية — شهر مثلاً — تكون مشكلة السيولة صغيرة . المشتريات والمبيعات تنتج إلى أن يعوض كل منها الأخرى بمضي الفترة ، وهناك الكثير من الوقت للمتعاملين لكي يتأكدوا بأنهم يستطيعون التسوية .

ومع ذلك ، عندما تصبح فترة التسوية أقصر ، فإن عدم التوازن المؤقت للمشتريات والمبيعات ، يمكن أن يدخل المتعاملين في حالة تأرجح

في احتفاظهم بالأوراق المالية والنقدية . إذا وجدوا أنفسهم أن عليهم أن يحتفظوا بكمية ضخمة من الأوراق المالية لفترة مؤقتة يجب أن يكونوا قادرين على الاقتراض لتمويل ما يريدون أن يمتلكونه من الأوراق المالية . وبالمثل ، إذا اشتمل تعاملهم على مراكز سلبية مؤقتة في الأوراق المالية ، يجب أن يكونوا قادرين على اقتراض الأوراق المالية اللازمة للتسوية .

تبرر الاختلافات التاريخية في حالة توفير الائتمان الكثير من الاختلافات في ممارسات التعامل بيد الأسواق المنظمة . على سبيل المثال ، في " بورصة الأوراق المالية بنيويورك " ، أصبحت التسوية أقصر كثيراً في الجزء الأخير من القرن التاسع عشر مع التطور الذي حدث في سوق القروض عند الطلب **call loans** . في " بورصة الأوراق المالية بلندن " مع الائتمان الأقل تيسيراً ، بقيت التسوية لمدة أسبوعين . بسبب قصر فترة التسوية ، فإن بورصة نيويورك قد طورت منذ وقت طويل سوقاً لاقتراض الأوراق المالية ، ذلك الذي لم يظهر في لندن إلا حديثاً .

كما رأينا سابقاً ، إقراض الأوراق المالية لم يتطور نسبياً في البلدان الأخرى . ومع ذلك ، المطالبة بتوحيد وتقصير فترات التسوية ، قد ولدت ضغوطاً متزايدة على إقراض الأوراق المالية . في الواقع ، توصيات " مجموعة الثلاثين " لتحسين نظم التسوية ، تضمنت تشجيع إقراض الأوراق المالية والتخلص من أي قيود لائحية .

## المقاصة والتسوية على مستوى

### التعاملات في تجارة التجزئة

تخدم ترتيبات المقاصة والتسوية سوق تجارة الجملة - المضاربين ،  
السماسرة ، والمؤسسات المستثمرة .

يكمل عملاء التجزئة تعاملاتهم مع سماسرة التجزئة . على سبيل  
المثال ، لنفرض أنك كفرد تمتلك أسهماً ، سوف تحتفظ بها لدى سمسارك  
بدافع الأمان ، مثلاً ، شركة **Merrill Lynch** . لدى **Merrill** نظام للقيود  
الداخلي ، تستخدمه لتسجيل أوراقك المالية ، وتلك الخاصة بالعملاء  
الآخرين. عندما تشتري أو تباع أوراقاً مالية ، فإن **Merrill** سوف تكمل  
تعاملاتك خلال نظام مقاصة وتسوية السوق . سوف تجعل حينئذ حساب  
أوراقك المالية دائناً أو مدينياً ، وحساب النقدية أيضاً يتم ترصيده تبعاً لذلك في  
نظام القيد الداخلي بها .

عندما تقدم **Merrill** أمراً منك إلى نظام تجارة الجملة ، فإن غرفة  
السمسرة تصبح مسئولة عن إتمام ذلك التعامل . لحماية نفسها ، تتأكد  
**Merrill** بأنك تستطيع تغطية تعاملك استناداً إلى حساباتك في النقدية ،  
وحساباتك في الأوراق المالية .

## الأسواق المنظمة اليوم

### *Organized Markets Today*

الآن بعد أن فهمنا الأنواع المختلفة للأسواق المنظمة وكيف تعمل ، دعنا  
نطبق ما قد تعلمناه على أسواق اليوم سريعة التغير .

## قوى التغيير

كما رأينا في الفصل الأول قد شعرت الأسواق المالية الدولية بضغط العديد من الاتجاهات المتداخلة - الأهمية المتصاعدة للمؤسسات المستثمرة ، العولمة ، التكنولوجيا الجديدة ، وتغيير اللوائح التنظيمية . لقد رأينا أن هذه الضغوط قد أحدثت تحولاً في صناعة الأوراق المالية . ثم رأينا بعد ذلك ، في الفصول التالية ، أن هذه القوى لها تأثير هائل أيضاً على الأدوات المالية من الأنواع المختلفة - الدين ، الأسهم العادية ، قروض الرهونات ، والمشتقات . لقد كان التأثير على الأسواق المنظمة في هذه الأدوات ليس أقل عمقاً .

المؤسسات المالية المستثمرة . المؤسسات المستثمرة ، على المستوى العالمي ، مثل صناديق المعاشات ، وصناديق الأموال التبادلية ( رأس مال مفتوح للاستثمار ) تحمل أوراقاً مالية أكثر من الأفراد المستثمرين . إنها هي التي تحدث معظم التعاملات المالية - على سبيل المثال ، 70 في المائة من حجم التعامل في بورصة الأوراق المالية بنيويورك . تعاملات الأفراد أقل كثيراً . على سبيل المثال ، أثناء عام 1997 ، فقط حوالي 20 في المائة من الأفراد الذين لديهم حسابات مع السمسرة ، قد كانت تعاملات كل منهم 6 صفقات أو أكثر . حوالي 22 في المائة لم يجرؤوا أي تعاملات بالمرّة .

لأن المؤسسات تتعامل في كميات ضخمة من الأوراق المالية ، فإن لديها حساسية بصفة خاصة تجاه تكاليف التعامل . لذلك ، قد مارست المؤسسات المستثمرة ضغوطاً كبيرة من أجل تخفيض تكاليف التعامل . لهذه الغاية ، قد حاولوا كسب إقناع المشرعين للوائح التنظيمية ( باستخدام ما لديهم من قوة اللوبي lobby ) ودعموا إنشاء منابر تعاملات جديدة لكي تتنافس مع الأسواق المنظمة القائمة .

العولمة . قد أصبح سوق الأسهم والسندات سوقاً دولياً بصورة متزايدة . أزال تفكيك اللوائح العقبات التي منعت المؤسسات المستثمرة من حيازة الأوراق المالية الأجنبية : أعطى الأفراد أيضاً اهتماماً متزايداً بالأوراق المالية الأجنبية . في عام 1998 ، تقريباً ، نصف ملاك الأسهم الأفراد في U.S. ، كان لديهم بعض الأوراق المالية لشركات غير أمريكية . ما بين عامي 1975 ، و عام 1991 ، قد نمت تجارة الأسهم عبر الحدود بمعدل 28 في المائة سنوياً لتتعدى رقم 2 تريليون دولار — بما يساوي إجمالي حجم التعامل في أسواق الأسهم الأمريكية في تلك السنة . قد تنافست الأسواق المنظمة بحدة من أجل هذه الدائرة من الأعمال .

حجم التعامل المتزايد . قد زاد حجم التعامل ، وخاصة في الأسهم بسرعة ملحوظة . في عام 1980 ، قيمة الأسهم التي خضعت للتعاملات على مستوى العالم ، وصلت نسبتها إلى 29 في المائة من إجمالي الناتج المحلي على مستوى العالم . بحلول عام 1998 وصلت هذه النسبة إلى 80 في المائة — بقيمة تقترب من 23 تريليون دولار . ترجع هذه الزيادة في حجم التعاملات العالمية إلى الأهمية النسبية المتزايدة للمؤسسات المستثمرة ، وللعولمة . إنها قد كانت أيضاً نتيجة لانتشار " ثقافة السهم العادي " ، وخاصة في البلدان ، التي كانت غائبة فيها من قبل — القارة الأوروبية بصفة خاصة .

التنظيم اللاحق . لقد أصبح المشرعون للوائح الأسواق المنظمة سباقين للمنافسة . في معظم البلدان ، قد أزال المنظمون اللجان الثابتة التي سمحت على مدى فترة طويلة للسماسرة بتفادي منافسة كل منهم مع الآخر . قد دعم المنظمون أيضاً شفافية السوق ، مما أجبر الأسواق المنظمة ، على الكشف عن المعلومات بسرعة ، وبالتالي أصبح من السهل على الآخرين

استخدام الأسعار التي تتولد من الأسواق المنظمة للتعامل على أساسها خارج السوق . لا تزال بعض حالات التنظيم تعيق المنافسة قبل اللوائح التنظيمية في U.S. التي تتطلب أن تجري التعاملات في العمليات الأجلة في بورصة معترف بها ( مجلس إدارة التجارة ) .

قد قلل واضعو اللوائح التنظيمية الحكومية من شأن قوة السوق في الأسواق المنظمة وذلك بالتنافس معها مباشرة . كما قد رأينا ، التنظيم اللاتحي ، وظيفة تقليدية للأسواق المنظمة . تراقب الأسواق المنظمة الأعضاء لمنع التلاعب وحالات الإساءة الأخرى . إنها أيضاً تسجل الشركات لضمان أنها تزود المستثمرين بالمعلومات الملائمة . بينما تستمر الأسواق المنظمة في أداء هذه الوظائف ، فإنها تقوم بدور أقل أهمية من منظور واضعي اللوائح الحكومية . كما سوف نرى في " الفصل العاشر " ، واضعو اللوائح الحكومية هم الآن من يحدد المبادئ الأساسية للتعامل العادل في أسواق الأوراق المالية . كما أن المعايير التي تفرضها الحكومة على المصدرين للأوراق المالية التي يتم التعامل فيها جماهيرياً قد خفضت كثيراً من أهمية متطلبات التسجيل .

نتيجة للتنظيم اللاتحي الذي توفره الحكومة ، أولئك الذين يرغبون في التعامل في الأوراق المالية ليسوا في حاجة الآن إلى الذهاب مثلاً إلى " بورصة الأوراق المالية في نيويورك " للتأكد من أن المزايا المقررة سوف لا تسلب منهم . كل المنابر والساحات المخصصة للتعامل التجاري تحت أعين وبصيرة SEC . وبالمثل ، الشهرة القيمة نتيجة التسجيل في بورصة NYSE ، لم تعد بنفس الدرجة التي كانت عليها . لم يرغب الكثير من الشركات المهمة في التسجيل في NYSE ، على الرغم من أن لديهم ما يلبي كل متطلبات التسجيل ، مثل Microsoft and Intel . يشعر المستثمرون

بالأمان في شراء الأوراق المالية من مثل هذه الشركات ، لأن SEC تراقب ما تكشف عنه من معلومات ، بصرف النظر عن الطريقة والمكان الذي يتم بها تداول الأوراق المالية لتلك الشركات .

مع محو وظيفة التنظيم اللاتحي للأسواق المنظمة ، يركز الاهتمام اليوم على السيولة وتكاليف التعامل ، وهنا تتنافس المنابر والأسواق المنظمة في جذب المتعاملين .

التكنولوجيا . قد كان للتكنولوجيا ، وخاصة تكنولوجيا المعلومات تأثير عميق على الأسواق المنظمة وعلى التنافس فيما بينها . قبل كل شيء ، قد خفضت ATS تكاليف إنشاء منابر أو ساحات التعامل تخفيضاً جذرياً . جعل هذا الدخول إلى دائرة عمل إنشاء سوق أكثر سهولة . اندفع أصحاب الاهتمامات الخاصة مثل السماسرة وبائعي قوائم الأسعار لإنشاء وحدات ATS بهدف الربح ، للتنافس على تدفق الأوامر مع الأسواق المنظمة . قد هيمنت مثل هذه النظم ذات الملكية الخاصة ( PTSs ) أو شبكات الاتصال الإلكترونية ( ECNs )\* ، على جزء كبير من دائرة العمل .

يضاف إلى ذلك ، وضعت المنافسة من ECNs صعوبة لافتة أمام الأسواق القائمة ، حيث تستخدم الأرباح من أنواع التعامل ذات التكاليف الأقل لتدعيم أنواع أخرى . أحد الأمثلة لمثل هذه الحالات من التدعيم المتقاطع ، سوق ما ، يتقاضى تعاملات صغيرة ذات إيرادات أعلى من التكاليف ، ويستخدم الأرباح في دعم ( ومن ثم ، جذب ) التعاملات الكبيرة . ومع ذلك ، فإن محاسبة التعاملات الصغيرة بأعلى من التكلفة يجعل من السهل على ECN أن تتسلل إلى تلك الدائرة وتسحب التعاملات الصغيرة بعيداً ، عن طريق تقديم عروض لها أفضل كثيراً .

أحد معالم ATS أنها تقدم خدمة الدخول السهل إلى المعلومات عن بعد . لم يعد مطلوباً من المتعاملين الوجود المادي على أرضية التعامل لكي يشاركوا . يعني هذا ، أنه لم يعد ضرورياً تحديد عدد المتعاملين : أساساً أي عدد يمكن خدمته . مرة أخرى ، يقلل هذا من قوة سوق البورصة وأعضائها. بالطبع ، لا يلزم أن يكون المتعاملون في نفس البلد . مع تقريباً ، ككل الأسواق الأوروبية وقد تبنت نظم ATS ، لا يوجد سبب اليوم لماذا المتعاملون في U.S. لا يتصلون مباشرة بتلك الأسواق . في الواقع ، بدأت Instinet تقدم مثل هذا المدخل .

حيث أن أي عدد من المتعاملين يمكن خدمته على وحدات ATS ، فإنه لم يعد هناك أي سبب يحول بين المستثمرين والاتصال بالأسواق مباشرة بأنفسهم تلك الخاضعة لنظم ATS ، بدلاً من اللجوء إلى السماسرة . بالطبع ، لا تزال توجد أسباب وجيهة لتقييد نظم الدخول السهل إلى ترتيبات المقاصة أمام أولئك الذين يعتمدون على إتمام تعاملاتهم هناك . ومع ذلك ، المؤسسات المستثمرة ليست أقل اعتمادية من السماسرة .

يزداد بصورة متواصلة استخدام الأفراد للتعاملات online – سهولة الدخول إلى حسابات سماسرتهم عبر الإنترنت . بحلول عام 2000 ، أكثر من 40 في المائة من تعاملات الأفراد المستثمرين تمت بهذه الطريقة . على الرغم من أن هذه النسبة قد تراجعت بعد ذلك ، فإن عدد حسابات السمسرة online استمر في الصعود ، بما يقرب من 20 مليون في عام 2001 . قد يكون من الممكن قبل مضي وقت طويل السماح للمستثمرين من تجار التجزئة سهولة الدخول إلى الأسواق ، إذا وجدت طريقة لضمان إتمام تعاملاتهم .

الأوتوماتية في المقاصة والتسوية قد قللت إلى حد كبير من شأن ميزة الأسواق المنظمة التقليدية . في الأيام التي كانت تتقل فيها الأوراق المالية مادياً ، مع كل تعامل بصورة ملزمة ، فإن السوق المركزي في موقع واحد خفّض من تكاليف هذه الحالات من الانتقال . مع النظم الإلكترونية اليوم ، لا يحتاج المتعاملون إلى أن يكونوا على مقربة من السوق لكي تجري التسوية . على سبيل المثال ، تستطيع المتعاملون إنجاز المقاصة والتسويات في الأسهم في NYSE ، من أي سوق أسهم في الولايات المتحدة الأمريكية بشرط أن تكون جميعها متصلة بوحدة NSCC . في المقابل ، تجزئة التسوية في أسواق العمليات الآجلة ، تمثل عقبة أمام إتمام التعامل .

### المنافسة في أسواق الأسهم الأمريكية

يتم تسيير التعامل في الأسهم في U.S. في عدد من البورصات وأيضاً خارج البورصات ( OTC ) . بورصة الأوراق المالية في نيويورك NYSE هي البورصة الأكبر . البورصات الأخرى ، عبارة عن " بورصة الأوراق المالية الأمريكية " في نيويورك أيضاً ، وخمس بورصات أخرى في شيكاغو ، فلاديلفيا ، باسيفيك ، بوسطن وأخيراً Cincinnati . سوق OTC الأساسي هو NASDAQ .

المنافسة من أجل حجم التعامل . اليوم ، أقل كثيراً من نصف التعامل في الأوراق المالية المسجلة في NYSE يجري هناك بالفعل — تراجعاً عن نسبة 80 في المائة ، طبقاً لإحصاءات 1985 . أداء NASDAQ أفضل قليلاً ، حيث استحوذت على أكثر من 70 في المائة من حجم الأسهم التي تسجلها .

السوق الثالث الكثير من الأسهم المسجلة في NYSE يتم التعامل معها في بورصات المناطق . في الواقع ، معظم أنشطة بورصات المناطق اليوم تتركز في تنفيذ التعاملات في الأسهم المسجلة لدى NYSE بتكاليف أقل . " نظام التعامل بين الأسواق " ITS ، الذي يسمح للسماسرة في بورصة ما أن يروا الأسعار في البورصات الأخرى ، ويرسل تعاملات معينة إلى أي بورصة أخرى للتنفيذ ، جعلت من السهل جداً على بورصات المناطق أن تدخل حلبة المنافسة .

المدخل السهل إلى ITS متاحاً أيضاً للمضاربين في OTC . وبالتالي ينشئ المضاربون في OTC أسواقاً في الكثير من الأسهم المسجلة لدى NYSE ، ويرسلون تعاملات متطابقة مع البورصة المحلية للتنفيذ ( يطلق على هذا السوق الثالث ) . " إنه سوق OTC للأوراق المالية المسجلة في NYSE . على سبيل المثال ، شركة Madoff Investment Securities ، أنشأت سوقاً في 350 من أسهم S&P 500 ، وتنافست مع اختصاصي NYSE للتعاملات الصغيرة . حققت Madoff بمفردها 2 في المائة من إجمالي حجم الأسهم المسجلة في NYSE . كانت عمولاتها أقل كثيراً ، وتجذب لذلك ، أعمالاً من سماسرة تجارة التجزئة ، حيث تدفع 1 بنسبة عن كل دولار في الأوامر . إنها تطابق أحسن الأسعار الموجودة على قوائم أي بورصة ، كما تسجل خلال ITS . إنها تنفذ تعاملاتها خلال بورصة Cincinnati للأوراق المالية .

إنه من الممكن أيضاً التعامل في الأسهم المسجلة لدى NYSE بعيداً عن الحدود offshore في بورصة الأوراق المالية بلندن . بصرف النظر عن التعاملات التي تقدمها في أثناء أن تكون NYSE مغلقة ، فإن " لندن " تسمح

\* - " السوق الأول " هو التعامل في الأسهم المسجلة لدى البورصات . " السوق الثاني " هو OTC في التعامل مع الأسهم التي ليست مسجلة في البورصات .

أيضاً بإجراء تعاملات خارج النفاذ التشريعي في U.S. . حجم التعامل في "لندن" يصل إلى 5 في المائة من حجم NYSE ذاتها.

نظم التعامل المملوكة PTS . يوجد أيضاً "سوق رابع" يتكون من نظم تعامل مملوكة التي تطابق الأوامر من المؤسسات المستثمرة مباشرة دون استخدام أية بورصة . تعمل هذه "النظم المتقاطعة" بعد أن تكون بورصات NYSE وأيضاً NASDAQ مغلقة . أحد هذه النظم ويدعى اختصاراً Posit ، والذي تشغله شركة Jefferies & co ، تسمح بالتعامل في الأسهم من كل المحافظ المالية بسعر إغلاق مثل هذه البورصات . يمثل هذا حلاً متكاملاً للمؤسسات المستثمرة التي تكون في موقف المتعامل السلبي ، تضارب في محافظ مسعرة طبقاً للأرقام القياسية ، ولا تهتم كثيراً بتوقيت التعامل . استجابة لهذا ، بدأت NYSE تقدم التعاملات الإلكترونية لساعات ما بعد الإغلاق ، في عام 1991 . ومع ذلك ، كان الإقبال من دوائر الأعمال قليلاً . يبدو أن المتعاملين يفضلون البديل القائم بالفعل بعيداً عن البورصة .

بالإضافة إلى هذا يوجد العشرات من "نظم التعامل المملوكة" التي تضع الأسعار الخاصة بها ، بدلاً من أخذها من الأسواق الكبيرة . على سبيل المثال ، SPAworks الذي تشغله شركة R.Steven Wunsch . سوق خيارات ما بعد ساعات العمل . إنها تجمع الأوامر بعد الساعة 4:00 مساءً (موعد إغلاق NYSE) ، وفي وقت يحدد مسبقاً قبل موعد الافتتاح التالي ، تدير مزادات دعوة اليكترونية لكل الأسهم .

الميزة الأساسية في PTS تتمثل في تكاليف التعامل المنخفضة التي تقدمها . أحد أسباب انخفاض التكاليف هو قدرة أنظمة PTS على التقاط الأجزاء من الأوامر المتدفقة التي تكون الأرخص في التنفيذ . السبب الآخر ،

أن PTS تستطيع أن توظف لصالحها اكتشاف السعر من الأسواق الكبيرة . السبب الثالث ، عبارة عن التكاليف اللائحية المخفضة . على PTS أن تسجل كسمسار أو مضارب أو تعمل تحت رعاية سمسار أو مضارب ، لكي تكون لهذه النظم الحق في الدخول إلى نظم المقاصة . ومع ذلك ، ليس من حقها أن تسجل كبورصة ، ويجب ألا تفعل . إنها بذلك ، تتفادى التكاليف اللائحية الضخمة المفروضة على البورصات . ليس مستغرباً أن تشكو البورصات بأن هذه منافسة غير عادلة .

السبب الرابع لدى شركات السمسرة شيء ما من صراع المصالح . إنهم كأعضاء في أسواق منظمة يستفيدون من السيولة التي يخلقها تدفق الأوامر التي تأتي إلى السوق بواسطة السماسرة الآخرين . على الجانب الآخر ، عندما يحتفظون بمعظم تدفق الأوامر الخاصة بهم لأنفسهم ، وينفذون أوامر عملائهم بعيداً عن البورصة ، فإنهم يستطيعون تخفيض تكاليفهم ، استناداً إلى قواعد NYSE التي قد طلبت من أعضاء البورصة أن يتعاملوا في الأسهم المسجلة لدى البورصات الخاضعة للوائح التنظيمية .

لدى الشركات الكبيرة حجم ضخم من الأوامر التي تستطيع أن تطابق الكثير منها داخلياً وترسلها للتنفيذ إلى البورصات في المناطق . لقد كان السماسرة نشيطين جداً في تدعيم أنظمة PTS . على سبيل المثال ، قد استثمرت شركة Goldman في شركة Archipelago وحدة PTS لأسهم NASDAQ ، وفي Optimark نظاماً للتطابق بالنسبة للشركات المستثمرة ، وفي شركة Primex وحدة PTS كملكية مشتركة مع Merrill وأيضاً

. Madoff

المنافسة من أجل التسجيلات . بالإضافة إلى، مواجهة التنافس في حجم التعامل ، تواجه NYSE أيضاً منافسة خطيرة في تسجيل الأسهم . جاءت هذه أساساً من سوق NASDAQ OTC .

بدأت NASDAQ في عام 1971 كسوق طبقة ثانية للشركات الصغيرة التي لم تحقق متطلبات التسجيل في NYSE . لقد استفادت كثيراً من ( وأفادت بدورها ) ارتفاع الاستثمار الخاص في الأسهم ، حيث وفرت سوقاً تستطيع الشركات من خلاله أن تتعامل مع الجمهور العام ويتعامل معها . وعندما نمت هذه الشركات إلى المستوى الذي أصبحت فيه مؤهلة للتسجيل في NYSE ، فضل الكثير منها البقاء في NASDAQ . من الأمثلة على ذلك : **Microsoft, Intel, MCI, and Apple** .

تتنافس NASDAQ أيضاً مع NYSE لتسجيل الأوراق المالية الأجنبية . في بعض الحالات ، هذه عبارة عن أوراق مالية فعلية لشركات أجنبية صدرت في U.S. ومع ذلك ، في معظم الحالات عبارة عن إيصالات إيداع أمريكية ( **ADR** ) **American Depository Receipts** . تعمل ADRs كهذا . بنك تجاري أو شركة أوراق مالية ، في U.S. تعمل كوصي ، تشتري الأسهم من الشركة الأجنبية في سوقها المحلي ، وتضعها في حسابات أمانة مع شركة حراسة محلية . يصدر الوصي بعد ذلك شهادات ADR في الولايات المتحدة الأمريكية مدعمة بهذه الأوراق المالية . يمكن التعامل في هذه الشهادات وتسويتها بالكامل في U.S. بالدولار .

في عام 2000 ، تملك المستثمرون في U.S. حوالي 40 في المائة من إجمالي ما يحملونه من أسهم 1.75 تريليون دولار ، في شكل ADR كشهادات لأسهم أجنبية . يوجد هناك ADR بالنسبة لأسهم 1.900 شركة

أجنبية من حوالي 78 بلداً مختلفاً . يشكل التعامل في ADRs حوالي 10 في المائة من كل التعاملات في أسواق الأسهم في U.S. .  
المنافسة من سوق المشتقات . المصدر النهائي للمنافسة من أجل أسواق الأسهم الكبيرة يأتي من التعامل في المشتقات . كما رأينا في الفصل السادس قد طورت أسواق المشتقات العمليات الآجلة والخيارات في الأرقام القياسية لسوق الأسهم التي تستخدمها المؤسسات المستثمرة لتغطية حوافز أسهمها . في كثير من الحالات ، يمكن أن يكون التعامل في الأرقام القياسية للأسهم أو الخيارات بديلاً للتعامل في الأسهم ذاتها . بدلاً من الشراء والبيع للأسهم الفعلية في " نيويورك " يمكن أن يعدل المستثمرون مراكزهم ، مع تكاليف عمليات أقل عن طريق شراء وبيع التعاملات الآجلة والخيارات في شيكاغو .

ومع ذلك ، الأخبار عن أسواق الأسهم ليست كلها سيئة . وجود مشتقات الأسهم يمكن أيضاً أن تولد حجم تعامل في الأسهم الرئيسية من خلال التعامل عبر برنامج كمبيوتر . تتبع أجهزة الكمبيوتر أسعار الأسهم والمشتقات ، وتولد في نفس الوقت أوامر الشراء والبيع الملائمة . إحدى الاستراتيجيات العامة ، يطلق عليها تجارة برامج موازنة للأسعار : هذه تستغل الفروق الشاذة بين أسواق العمليات الآجلة وأسواق الأسهم . على سبيل المثال ، إذا كان سعر الرقم القياسي للعمليات الآجلة أعلى من سعر الأسهم التي تشكل الرقم القياسي الفعلي ، فإن استراتيجية موازنة الأسعار تتبع العمليات الآجلة وتشتري في نفس الوقت الأسهم ، محققة أرباح أكيدة .  
يمكن أن تولد تجارة البرنامج حجم تعامل ضخم في البورصات ، وتحرك الأسعار بشدة . هذا محتمل بصفة خاصة في أيام انتهاء عقود العمليات الآجلة . عموماً ، تصل تجارة البرامج إلى 22 في المائة من

إجمالي حجم التعامل في NYSE في عام 2000 : ما بين الربع إلى الثلث في هذه النسبة ترجع إلى تجارة برامج الموازنة بين الأسعار .

## المنافسة بين أسواق الأسهم الأوروبية

كما هو الحال في " الولايات المتحدة " قد غيرت المنافسة وجه أسواق الأسهم في " أوربا " . حدث تسريع للعملية نتيجة المبادرات السياسية من الاتحاد الأوروبي EU ، الذي يعمل على خلق نظام مالي متكامل تماماً عبر كل الدول الأعضاء . على سبيل المثال ، قد ضغطت EU على الأعضاء لتبني معايير موحدة للتسجيل والكشف عن المعلومات بالنسبة لشركاتها التي تتعامل جماهيرياً ، بما يجعل الاستثمار عبر الحدود أكثر سهولة . الاستثمار عبر الحدود ، قد أصبح في وضع لاقت من حيث المرونة والسهولة عندما تبني الكثير من الدول عملة واحدة قد أقرها EU وهي عملة اليورو Euro .

المنافسة بعيداً عن الشاطئ ( خارج الحدود ) من لندن . أوجدت بريطانيا المنافسة إلى أوربا لأول مرة مع " ضربتها القوية " في عام 1986 ، عندما فككت اللوائح المنظمة لأسواق الأوراق المالية المحلية وفتحتها أمام البنوك وشركات الأوراق المالية الأجنبية .

بدأت بورصة الأوراق المالية في لندن ( LSE ) التعامل في الأوراق المالية الأجنبية من خلال بورصتها الدولية SEAQ . قد جذبت تكاليف العمليات المنخفضة بصورة لافتة في لندن عدداً كبيراً من دوائر الأعمال العالمية ، وخاصة الأوامر الكبيرة من المؤسسات الاستثمارية . في عقد التسعينيات ( 1990 ) وصلت تعاملات SEAQ الدولية إلى ما يقرب من ثلثي كل التعاملات عبر الحدود . لقد كانت أقل خضوعاً للوائح التنظيمية ، وأكثر سيولة من كثير من البورصات المحلية . التي تتنافس معها . تقريباً

نصف كل التعاملات في الأسهم الفرنسية والإيطالية ، وثالث كل التعاملات في الأسهم الألمانية تجري في SEAQ الدولية .

البورصات الأوروبية تستجيب . أجبرت المنافسة من لندن الأسواق الأوروبية المحلية على الاستجابة . كانت النتيجة موجة من تفكيك اللوائح التنظيمية والتوحد . فككت بلدان كثيرة اللوائح المنظمة لأسواقها ، وخصصت بورصاتها ، التي كانت في كثير من الحالات احتكارات مملوكة للحكومة . في عام 1993 ، دمجت ألمانيا بورصاتها الثمانية المحلية في بورصة Deutsche في فرانكفورت . منذ عام 1998 ، قد دمجت البلدان الشمالية بورصاتها في بورصة واحدة ، NOREX بعضوية مشتركة ونظام تعامل مشترك . أدمجت هولندا وبلجيكا أسواق أسهمها ومشتقاتها في عام 1997 ، وعام 1999 ، على التوالي . وفي عام 2000 ، اندمجت الائتئان مع بورصة باريس لتشكيل بورصة Euro next . اليوم ، تتعامل الشركات الكثيرة من البلدان الثلاثة مع بورصة باريس ، الشركات الصغيرة في Brussels والمشتقات في أمستردام . تجري محاولات بين الدول الأوروبية لمزيد من حالات الاندماج .

قدمت معظم البورصات الأوروبية نظم تعامل إلكترونية ، مع تقديم نظم الاتصالات عن بعد للمتعاملين في البلدان الأخرى . ساعدت قدرة المتعاملين في لندن في التعامل مباشرة على مستوى البورصات المحلية على التقليل من شأن مركز SEAQ . يضاف إلى ذلك ، أن الفرق بين سعر العطاء والسعر المطلوب في البورصات الأوروبية الخاضعة للنظم الإلكترونية، قد هبط إلى 0.15 في المائة مقارنة بنسبة 6 في المائة في سوق المضاربة ببورصة SEAQ . قدمت لندن في النهاية وحدة ATS من ذاتها

(أطلق عليها ( SETS ) في عام 1997 . انخفضت التكاليف ، ولكن الأداء تعرض إلى المعاناة .

كان يوجد أيضاً تنافس في أوروبا من " نظم التعامل المملوكة " . تقدم **Instinet** التعامل في كثير من الأوراق المالية الأوروبية . قد فتحت **Posit** نظام تقاطع أوربي ، وواجهت منافسة من نظام **E-Crossnet** القائم في لندن ، ونظام تقوم بتشغيله " الشركة العامة في باريس " .

مشكلات المقاصة والتسوية . التكامل والتوحد في الأسواق الأوروبية قد واجه صعوبة في المقاصة والتسوية عبر الحدود . مبدئياً ، اختلفت إجراءات المقاصة والتسوية بين دولة وأخرى إلى حد كبير . على سبيل المثال ، تحتاج " لندن " إلى 2 أسبوع فترة تسوية مع التسليم المادي للأوراق المالية ، بينما في فرنسا تحتاج التسوية إلى شهر كامل . حديثاً ، إتباعاً لتوصيات " لجنة الثلاثين " قد جمدت معظم الأسواق أوراقها المالية في مكانها ، بمعنى أنها ألغت التسليم المادي ، وتحركت في التسوية  $t + 3$  (ثلاثة أيام بعد تاريخ التعامل ) . ومع ذلك ، بقيت التسوية عبر الحدود مكلفة . يمكن أن تكون المقاصة والتسوية في أوروبا مرتفعة 10 أضعاف ما هي عليه في U.S. .

يوجد نظامان يسهلان العملية : نظام **Euroclear** في بلجيكا ونظام **Cedel** مر لوكسمبورج . قد وضع الاثنان في عقد السبعينيات ، ( 1970 ) كأنظمة إيداع ومقاصة وتسوية بالنسبة لسوق سندات الأيرو ( ثم الربط بين النظامين لتسهيل التسوية بين الأطراف المقابلة في النظامين ) . بمضي السنوات ، قد أضيفت أوراق مالية ، أخرى ، بما في ذلك معظم بلدان منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي ( تحفظ لدى وحدات شركة الحراسة المحلية ) . إنها تقدم الآن إجراءات المقاصة والتسوية لما يقرب من 5.000 سهم .

يستطيع المشاركون التأكد ، التشبيك ، والتسوية إلكترونياً مع DAP بعملات 30 دولة . تتيح هذه النظم الائتمان وإقراض الأوراق المالية .  
يوجد بعض التكامل في نظم المقاصة والتسوية في أوروبا . لقد اندمجت Cedel حديثاً مع بورصة Deutsche لتشكل Clearstream ، واندمجت Euroclear مع Clearnet ، وبالتالي ظهر نظام المقاصة Euronext . اندمج Crest ، النظام الذي يخدم بورصة أسهم لندن ، مع STS في سويسرا .

### المنافسة بين أسواق المشتقات

كان تأثير المنافسة على أسواق المشتقات ليس أقل من تأثيرها على أسواق الأسهم . اعتادت بورصات المشتقات في U.S. وخاصة في شيكاغو على أن تكون أقرب إلى احتكار أدوات التغطية على مستوى السوق العالمي . ومع ذلك ، منذ عقد الثمانينيات ( 1980 ) ، نجد أن بورصات العمليات الآجلة والخيارات قد واجهت منافسة متزايدة من بورصات عبر البحار .  
هبطت حصة الأسواق الأمريكية من حجم التعامل الدولي من نسبة تقترب من 100 في المائة في بداية عقد الثمانينيات ( 1980 ) إلى 60 في المائة بحلول عام 2000 . حصة أوروبا 30 في المائة وآسيا 8 في المائة . اليوم ، البورصة ذات حجم التعامل الأكبر على مستوى العالم في ضوء التعاقدات ، تتمثل في Eurex ، وأخرى عبارة عن بورصة إلكترونية أنشئت في عام 1996 ، نتيجة اندماج تم ما بين Deutsche Terminbourse في فرانكفورت ، وبورصة المشتقات السويسرية ، SOFFEX . توجد بورصات أخرى على نفس حجم عقود التعاملات في البورصات الأمريكية : LIFFE في لندن ، وبورصة المشتقات Euronext في أمستردام ، وبورصة KSE في سول .

النمو السريع للبورصات عبر البحار يثير الدهشة ، إذا أخذنا في الاعتبار مزايا " شيكاغو " . تستطيع بورصات شيكاغو أن توفر سيولة أفضل من أي بورصة أخرى ، ذلك لأن أسواقها كبيرة ، مع الكثير من المحليين ذوي الخبرة . البورصات في أوروبا وآسيا قد كانت قادرة على المنافسة ، ومع ذلك ، أساساً بتقديم المنتجات التي تصمم لتلبية حاجات محلية محددة . هذه نمطياً ، عبارة عن مشتقات تستند إلى الأرقام القياسية للأسهم المحلية ، أو أوراق مالية حكومية أو مشتقات سلعية ذات أهمية خاصة للاقتصاد المحلي . بالطبع ، يمكن تداول هذه الأدوات في شيكاغو ، ولكن في ضوء سهولة الوصول إلى المعلومات ، وساعات التعامل ، تتمتع البورصات المحلية بميزة تبدو أنها تتفوق على ميزة شيكاغو في السيولة . في كثير من البلدان ، وقف القانون عائقاً أمام تطور أسواق المشتقات المحلية ، حيث حرّم التعامل في المشتقات باعتبارها مقامرة ( وبالطبع هي كذلك ) . نتيجة لهذه القيود ، كان لا بد من ( تحريك التعامل في المشتقات إلى خارج الحدود ) . على سبيل المثال ، قبل أن يسمح بالتعامل في المشتقات في ألمانيا عام 1989 ، كل التعاملات في مشتقات الأوراق المالية للحكومة الألمانية ، كانت تجري في بورصة LIFFE في لندن . ولأن اللوائح التنظيمية في اليابان ترفع في تكاليف التعامل في المشتقات ، فإن بورصة SIMEX في سنغافورا تستمر في أن تكون مركزاً للتعامل في المشتقات القائمة على الأسهم اليابانية .

قد أحدثت المنافسة التغيرات في تخفيض تكاليف التعامل ، امتداد ساعات العمل ، تقديم منتجات جديدة ، وتقديم تكنولوجيا تعامل جديدة . اتخذت العمولات اتجاهها هابطاً بصورة متواصلة . في معظم البلدان ، تخضع العمولات للتفاوض مع العملاء الكبار . انكسرت أيضاً المساحة ما بين سعر

العطاء والسعر المطلوب ، أيضاً هبطت تكاليف التعامل ، على مستوى تجارة التجزئة .

قد تبنت البورصات الجديدة عبر البحار منهج التعامل الإلكتروني . أحد الأسباب ، أنه من السهل إنشاء بورصة جديدة مع أحدث التكنولوجيا ، بدلاً من تغيير التكنولوجيا القائمة بالفعل . أحد مزايا ATS ، كما قد رأينا أنه يجعل من الممكن إجراء الاتصال وسهولة الدخول إلى الأنظمة عن بعد . في عام 1997 ، عندما بدأت بورصة فرانكفورت تقديم سهولة الدخول إلى سوق السندات للمتعاملين في U.S. ، تحركت حصة سوقها من 40 في المائة إلى 100 في المائة . خرج منافسها الأساسي LIFFE ، في التعامل في هذه الأداة ، تقريباً من دائرة العمل ، ولكن منذ ذلك التاريخ عاد مرة أخرى بتكنولوجيا جديدة ومنتجات جديدة .

قد دخلت البورصات كل منها مع الأخرى في اتفاقيات لتقديم الاتصال عن بعد إلى أسواق كل منها إلى الأخرى . وشنت بورصة شيكاغو مع "وكالة رويترز نظاماً أطلق عليه Globex في عام 1992 ، لربط البورصات حول العالم . إنه يسمح بالتعامل بعد ساعات العمل حول العالم ، عندما تكون إحدى البورصات مغلقة . وهناك اتفاقيات ثنائية لتسوية العملات والتحول إلى بورصة أخرى بسهولة في حالة أن تكون بورصة بلد العملة الأصلية مغلقة .

على الرغم من أن أسواق المشتقات في U.S. ، قد واجهت منافسة من أسواق المشتقات عبر البحار ، فإنها على خلاف أسواق الأسهم لم تواجه منافسة من نظم التعامل البديلة داخل U.S. . السبب أنها قد أخضعت للحماية من خلال اللوائح التنظيمية التي تطلب من كل التعامل في العمليات الآجلة والخيارات أن تحدث في بورصة مسجلة . بينما SEC ، انحيازاً إلى

المنافسة، كانت متسامحة تماماً مع نظم التعامل البديلة ، وتنظيم أسواق العمليات الأجلة ، لم تظهر لجنة التعامل الأجل في السلع CFTC مثل هذا الاتجاه .

## تداعيات المنافسة

المنافسة بين الأسواق المنظمة قد أثرت على هيكلها التنظيمية . إنها قد أثرت على كيفية السيطرة عليها ، وقد حثت على التوحيد فيما بين الأسواق وفي داخل الأسواق ذاتها .

السيطرة على الأسواق . لقد رأينا أن مركزية التعامل لها مزايا لافتة في مجال اكتشاف الأسعار ، والسيولة . نتيجة لذلك ، قد كان للأسواق المنظمة في الماضي قوة لا يستهان بها . فرضت قوة السوق هذه تهديداً إلى المتعاملين الذين يستخدمون السوق ، لأن المالكين للسوق كانوا يستطيعون استغلال تلك القوة في تقاضي أسعاراً احتكارية على سهولة الدخول إليها . كان الحل التقليدي لهذه المشكلة بالنسبة للمتعاملين أنفسهم أن يمتلكوا السوق . لذلك أنشئت معظم البورصات كمنظمات تعاونية غير ربحية خاضعة لتحكم أعضائها ، التجار المتعاملين . في معظم القارة الأوروبية ، كان الحل البديل أن تمتلك الحكومة البورصة .

مع المنافسة التي هدمت قوة السوق في الأسواق المنظمة ، لم يعد من الضروري حماية المتعاملين من الاستغلال الاحتكاري . نتيجة لذلك ، هيكل السيطرة على الأسواق المنظمة قد تغير . البورصات التي تمتلكها الحكومة في أوروبا قد تحولت جميعها إلى القطاع الخاص ( تخصصت ) . والبورصات التي يمتلكها أعضاء ( القطاع الخاص ) ، تحولت إلى شركات ربحية - تعرف هذه العملية بأنها تفكيك للبورصات كمنظمات تعاونية . في

الحالة النمطية ، يخصص نصف الأسهم في الشركة الجديدة للأعضاء المؤسسين ، والباقي يخصص أو يباع إلى الشركات المسجلة والمؤسسات المستثمرة . بدأت استكهولم الاتجاه في عام 1993 ، ومنذ ذلك التاريخ ، كل البورصات التعاونية التي يمتلكها أعضاء قد تم تفكيكها . في U.S. ، قد خططت NASDAQ لفعل هذا ، وقد استبعدت NYSE فقط . كانت العملية بطيئة بين بورصات المشتقات ، جزئياً ، لأن اللوائح التنظيمية ، قد حافظت على الكثير من قوتها كسوق .

للشركة كشكل عدد من المزايا تتفوق بها علي للمنظمة التعاونية . اتخاذ القرار أسرع ، عندما لا تكون هناك حاجة إلى تسوية المصالح المتصارعة للأعضاء . يوجد حافز قوي لتخفيض التكاليف التي تعتبر محورية للمنافسة بين الأسواق . إنه من السهل دمجها أو تملكها . ومن الممكن تجميع الأموال اللازمة للاستثمار في البنية التحتية بإصدار أسهم جديدة .

## التوحد

قد أدت ضغوط المنافسة إلى توحد الشركات المنشئة للأسواق داخل الأسواق المنظمة . في البيئة الأكثر تنافسية ، يمكن أن تجعل اقتصاديات الحجم الفرق بين الربح والخسارة . قد خفّض التوحد عدد الشركات المتخصصة من 54 في عام 1986 إلى 19 شركة في عام 2001 . أكبر ثلاث شركات متخصصة ( أحدها تملكها Fleet Financial ) ، تهيمن الآن على نصف دائرة الأعمال . تسير في نفس الاتجاه الآن عملية مماثلة في التوحد بين تجار عمولة العمليات الآجلة – السماسرة الذين يتلقون الأوامر من العملاء ، ويحولوها إلى بورصات المشتقات .

كان يوجد أيضاً اتجاه للتوحد بين الأسواق ذاتها . كما قد رأينا في أوروبا ، قد كان أساساً داخل البلدان ، بين المناطق المحلية وبين البورصات الصغيرة التي تمتصها البورصات الكبيرة . يوجد أيضاً بعض حالات الاندماج عبر الحدود ، كما في الولايات المتحدة NASDAQ تملك البورصة الأمريكية في عام 1998 . حدث أيضاً اندماج بين Eurex و Euronext .

يوجد الكثير من العقبات أمام صفقات التوحد . عندما تكون الأسواق المطلوب توحيدها لا تزال مملوكة للأعضاء ، عادة يكون من الصعب الحصول على موافقة أعضاء الجماعات ذوي المصالح المختلفة : تفكيك التعاونيات يجعل التوحد أسهل . في بعض الحالات تكون الحالات هي العقبة أمام الصفقات عبر الحدود . عادة هناك صعوبات تقنية في دمج نظم التعامل والتسوية . على الجانب الآخر ، تجعل التكنولوجيا التوحد أقل ضرورة ، لأنه من السهل نسبياً الآن الربط بين الأسواق ، بدون الدمج الفعلي بينها . يتمثل الدافع المهم للتوحد في ربط تدفق الأوامر ، ومن ثم ، تحسين جودة السوق . يعطينا هذا دورة كاملة . رأينا في بداية الفصل أن المركزية تتجه إلى خلق قوة السوق . قوة السوق تدعو إلى المنافسة في منابر التعامل التي يمكن أن تقدم تكاليف أقل . نتيجة هذه المنافسة تحويل السوق إلى شظايا متناثرة ، وهذا بدوره يؤدي إلى الإخلال باكتشاف السعر والسيولة . يخلق هذا ، مرة أخرى التحفيز نحو تجديد المركزية .

## التلخيص

- أسواق الجملة ، أسواق منظمة . توضع هياكلها لتسهيل التعامل .
- الأسواق المنظمة قد تكون داخل البورصات أو خارج البورصات OTC . قد تكون أسواق مزاد أو أسواق مضاربة . قد تكون مركزية أو لا مركزية .
- الأسواق احتكارات طبيعية : تدعم المركزية اكتشاف السعر ، تحسين السيولة ، وتخفيض تكاليف التعامل . ومع ذلك ، تخلق المركزية قوة السوق ، والتي يؤدي سوء استخدامها إلى أكثر من تحقيق التوازن للفوائد من السوق المركزية .
- تخفض أسواق الأوراق المالية المنظمة تكاليف التعامل بتقييد سهولة الدخول ، ووضع القواعد ، بمعايرة التعاملات ، بتوفير إطار عمل لحل الصراعات ، وبضمان الإتمام .
- أمر السوق عبارة عن تعليمات للشراء أو البيع بالأسعار السائدة في السوق . أمر الحد ، أمر بالشراء ، يحدد الحد الأقصى للسعر المقبول ، أو أمر بالبيع ، يحدد الحد الأدنى للسعر المقبول .
- في مزاد الدعوة يحدث التعامل فقط في مواعيد سبق تحديدها . يوجد السعر للاستجابة لأكثر عدد ممكن من الأوامر المجمعة .
- إنها أوامر الحد التي تسمح لنا لوضع السعر . المتعاملون الذين يدخلون أوامر الحد هم أساساً تجار معلومات . إنهم يوفرّون السيولة للمتعاملين الذين يدخلون أوامر السوق .
- في مزاد الدعوة ، يوفر التجميع التراكمي للأوامر جودة اكتشاف السعر والسيولة أثناء الجلسة ، ولكن لا يوجد سعر أو سيولة بين الجلسات .

- في المزاد المستمر تستوفى الأوامر من دفتر أوامر الحد بحسب ترتيب وصولها .
- مع المزاد المستمر الأسعار متاحة باستمرار ، ويمكن تنفيذ التعامل في الحال . ولكن ضحالة السوق تعجل بآلية للتدعيم .
- تتضمن آليات التدعيم الممكنة : تجار المعلومات ، الاختصاصيين ، حدود السعر ، توقعات التعامل ، المفاوضات من أجل الأوامر الكبيرة. جزئياً ، المدى الأقصى لهذه الآليات التدميمية يتمثل في سوق المضاربة .
- لكي تعمل على وجه صحيح ، تتطلب أسواق الأوراق المالية ائتماناً في كل من الأموال والأوراق المالية ، معظم الإقراض في أسواق الأوراق المالية تعاوني .
- يتطلب المضاربون والمضاربون المحتملون معلومات . الأسواق المنظمة تجمع ، تبث ، وتبيع المعلومات حول قوائم الأسعار والتعاملات المحققة .
- تعتمد الأسواق المنظمة بصورة متزايدة على وحدات ATS لتنفيذ الأوامر . الموضوع الأساسي مع هذه النظم ، يتمثل في كيفية توفير الدعم لتلك الأسواق المستمرة . يستخدم الكثير من الأسواق الجمع بين وحدات ATS والتعامل من خلال الوساطة البشرية .
- الميزة الكبيرة في وحدات ATS التكاليف . إنها توفر أيضاً إمكانية الاتصال عن بعد ، ويمكنها أيضاً تحسين كفاءة التشغيل وشفافية السوق .
- يتضمن إتمام التعامل مخاطر المبلغ الأصلي ، مخاطر الإحلال والسيولة . وبصفة عامة ، تزداد المخاطر مع زيادة حالات التأخير .

- يتضمن إتمام التعامل المقاصة والتسوية . تسبق المقاصة التسوية ، وتتكون من مقارنة التوازن والتشبيك . التسوية تعني التبادل الفعلي للأوراق المالية مقابل النقدية .
- لدى الأسواق المنظمة غرف مقاصة ومؤسسات إيداع لتسهيل المقاصة والتسوية غرف المقاصة تقارن وتشبك التعاملات . مؤسسات الإيداع تجمد حركة الأوراق المالية لكي تسمح بالتسوية من خلال نظام القيد الدفترى .
- يمكن التخلص من مخاطر المبلغ الأصلي عن طريق DAP أو بضمان غرفة المقاصة . لكي تحمي نظم التسوية ذاتها فإنها تقصر سهولة الاتصال على أعضاء المقاصة الموثوق بهم .
- يمكن التخلص من مخاطر الإحلال باستخدام طرف مقابل مركزي . يخفض التأمين وإقراض الأوراق المالية مخاطر السيولة .
- قد تغيرت الأسواق المنظمة تحت ضغط الأهمية المتزايدة من المؤسسات المستثمرة ، ومن العولمة ، ومن التكنولوجيا الجديدة ، ومن تغيير التنظيم اللائحي .
- التنظيم اللائحي الذي توفره الحكومة قد حل محل التنظيم اللائحي الذي توفره الأسواق ، ومن ثم ، تخفيض قوة السوق . قد جعلت التكنولوجيا المنافسة أسهل .
- قد واجهت NYSE منافسة متزايدة من بورصات أخرى ومن أسواق الدرجة الثالثة والرابعة . قد تنافست NASDAQ من أجل حالات التسجيل .

- تتنافس أسواق الأرقام القياسية للعمليات الآجلة والخيارات مع NYSE حول حجم التعامل . ونتج عن وجودها أيضاً ، أرقام قياسية لموازنة سعر الصرف ، وتعاملات البرنامج .
- قد أدت المنافسة في أسواق الأسهم الأوروبية إلى تفكيك اللوائح التنظيمية ، إلى تقديم التكنولوجيا الجديدة ، وإلى التوحد .
- تواجه بورصات المشتقات الأمريكية ، منافسة قوية من البورصات عبر البحار .
- قد أدى تآكل قوة السوق في الأسواق المنظمة إلى تغيير في السيطرة من المؤسسات التعاونية أو المملوكة للدولة إلى الشركات الربحية .
- قد أدت المنافسة إلى تحويل المؤسسات المالية إلى شطايا متناثرة ، مما أدى إلى خلق حوافز للعودة إلى المركزية .

#### أسئلة للمناقشة

- 1 - قارن وقابل بين الطرق التي توفر بها أسواق الأوراق المالية ، والمؤسسات الوسيطة السيولة . ما هي مزاياها وعيوبها النسبية ؟ ما الخطأ الذي يمكن أن يحدث في كل حالة ؟
- 2 - قارن وقابل اكتشاف السعر في كل من أسواق المضاربة وأسواق المزادات . في كل حالة ، من الذي يختار ما يجب أن يكون عليه السعر ؟ ما الحوافز التي يمتلكونها لوضع السعر بصورة صحيحة ؟
- 3 - تكاليف التعامل ( كنسبة من السعر ) منخفضة كثيراً في أسواق الأوراق المالية المنظمة . لماذا ؟ ما الطرق التي تستخدمها أسواق الأوراق المالية لتخفيض تكاليف التعاملات ؟ ما الحوافز التي لديها لتخفيض تكاليف التعاملات ؟

- 4 – تتكون التكنولوجيا الأساسية للنظام المالي من التفويض ، الاستبدال الائتماني ، التجميع التراكمي ، والتشبيك . ما الدور الذي تقوم به كل من هذه التكنولوجيات في أسواق الأوراق المالية ؟
- 5 – لماذا الائتمان مهم للأداء الصحيح لأسواق الأوراق المالية ؟ كيف يمكن أن يلحق الأذى بسوق الأوراق المالية ، إذا لم يكن الائتمان متوفراً ؟ ماذا سوف يحدث ؟
- 6 – لماذا NYSE تحت كل هذا الحجم من الضغوط ؟ ما أنواع المنافسة التي تواجهها NYSE ؟
- 7 – ما هي اقتصاديات الحجم واقتصاديات المجال في أسواق الأوراق المالية ؟
- 8 – ما مزايا سوق مزاد الدعوة مقارنة بالمزاد المستمر ؟ ما العيوب ؟
- أ – كيف تقارن في مجال السيولة ، اكتشاف السعر ، وتكاليف التعامل .
- ب – ما الذي يجعل من السهل التعامل بعيداً عن البورصة ؟
- ج – كيف يعتمد اختيار مزاد الدعوة مقابل المزاد المستمر على كمية التعامل وحجم الأوامر ؟
- د – أيهما أفضل بالنسبة لتجار السيولة ( أولئك الذين يتعاملون لأسباب غير مرتبطة بالسعر الحالي ) ؟ وبالنسبة لتجار المعلومات ( أولئك الذين يعملون للربح من تحركات السعر ) ؟
- 9 – قارن تنفيذ التعاملات في سوق الأوراق المالية الحكومية كما جاءت في الفصل الثاني ، مع التنفيذ في سوق الأسهم . ما الفرق ؟ لماذا التسوية بهذه السرعة في سوق الأوراق المالية الحكومية ؟ هل يمكن أن يتبنى سوق الأسهم إجراءات سوق الأوراق المالية الحكومية ؟

10 – يتضمن تقصير فترة التسوية حالة أخذ وعطاء . اشرح مخاطر الإحلال ، مخاطر السيولة ، مخاطر المبلغ الأصلي . كيف يمكن تحسين حالة الأخذ والعطاء ؟

11 – ما الطرق المختلفة التي يحدث بها التعامل في أسهم الشركات في U.S. اليوم ؟ ما المزايا والعيوب لوجود مثل هذا العدد الكبير من منابر التعامل المنفصلة ؟ ماذا تتوقع أن يحدث ؟

12 – يحدث الآن في البورصات ، بصورة متزايدة إحلال نظم التعامل ATS ، بدلاً من التعامل وجهاً إلى وجه على أرضية البورصة ، حيث تطابق وحدات ATS الأوامر مباشرة ، وهي تواجه منافسة من البورصات الإلكترونية التي تقدم تطابق خارج البورصة OTC .

أ – " في السوق الإلكتروني ، يجري تطابق الأوامر بسرعة أكبر وأرخص منها في حالة الأسواق القائمة على الأداء البشري". كيف يمكن أن يؤثر غياب الأسواق القائمة على العنصر البشري على أداء السوق ؟ ماذا يفعل الأفراد المنشئون للأسواق ؟ هل يمكن تشغيل هذه الأسواق إلكترونياً ؟ لماذا تعتقد أن Posit تطابق الأوامر مرتين يومياً ؟ كيف تتناول Primex هذا الموضوع ؟

ب – ما حدود وحدة ATS ؟ ماذا يمكنك أن تتوقع تناولها للأوامر الصغيرة مقابل الكبيرة ؟ ما المزايا التي لدى Instinet بهذا الخصوص ؟

ج – ما المزايا المحتملة لوحدة ATS ؟

- 13 – أنشئت معظم البورصات كمنظمات تعاونية يملكها السماسرة الذين يعملون فيها ( الباقي أنشأته وتملكته الحكومات ) .
- أ – لماذا أنشئت بهذه الطريقة ؟
- ب – ما الذي تغير حتى يجعل تفكيك التعاونيات جذاباً ؟
- ج – ما مزايا هذا التفكيك ؟

## BIBLIOGRAPHY

## المراجع

- Abken, Peter A. "Globalization of Stock, Futures, and Options Markets." *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, July-August 1991, 1-22.
- Cybo-Ottone, A., et al. "Recent Developments in the Structure of Securities Markets." *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 2000, 223-282.
- De Long, J. Bradford. "Did J. P. Morgans Men Add Value? A Historical Perspective on Financial Capitalism." Working paper no. 3426, National Bureau of Economic Research, August 1990.
- Domowitz, I., and R. Lee. "The Legal Basis for Stock Exchanges: The Classification and Regulation of Automated Trading Systems." Working paper. Northwestern University, Evanston, IL, 1996.
- Domowitz, I., and B. Steil. "Automation, Trading Costs, and the Structure of the Securities Trading Industry." *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 1999, 33-81.
- Jarrell, Gregg A. "Change at the Exchange: The Causes and Effects of Deregulation." *Journal of Law and Economics* 27 (October 1984), 273-312.
- Lee, R. *What Is an Exchange? The Automation, Management, and Regulation of Financial Markets*. New York: Oxford University Press, 1998.
- McAndrews, James J. "Where Has All the Paper Gone? Book-Entry Delivery-Against-Pay merit Systems." *Business Review of the Federal Reserve Bank of Philadelphia*, November-December 1992, 19-30.
- Michie, R. C. "Friend or Foe? Information Technology and the London Stock Exchange Since 1700."
- Macey, J., and H. Kanda. "The Stock Exchange as a Firm: The Emergence of Close Substitutes for the New York and Tokyo Stock Exchanges." *Cornell Law Review IS imd*-1007.
- Macey, J. R., and M. O'Hara. "Globalization, Exchange Governance, and the Future of Exchanges." *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 1999, 1-31.
- Journal of Historical Geography* 23, no. 3 (July 1997): 304-326.
- Pardy, R. "Regulatory and Institutional Impacts of Securities Market Computerization." Working paper, The World Bank, 1992.
- Parkinson, Patrick, et al. "Clearance and Settlement in U.S. Securities Markets." Special study no 163, Board of Governors of the Federal Reserve System, March 1992.
- Perold, A. F. "The Payments System and Derivatives Instruments." In *The Global Financial System: A Functional Perspective*. Edited by D. B. Crane et al. Boston: Harvard Business School Press.
- Sarkar, A., and M. Tozzi. "Electronic Trading on Futures Exchanges." *Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance* 4, no. 1 (January 1998).
- Scarlata, Jodi G. "Institutional Developments in the Globalization of Securities and Futures Markets." *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, January-February 1992, 17-30.