

ما هي أسواق المال؟



هي وسيلة لتلبية الاحتياجات المالية قصيرة الأجل للمقرضين والمقرضين

راندا دود

إلى

أن طفت المشكلات على السطح أثناء الأزمة المالية العالمية، كان من المسلم به أن أسواق المال شرائح بسيطة من النظام المالي ومنخفضة التقلب.

وغالبا ما تتيح أسواق المال للمتعاملين في المال — البنوك ومديري النقد ومستثمري التجزئة — وسيلة للاستثمارات السائلة والأمنة على المدى القصير، وتتيح للمقرضين — البنوك، وشركات السمسرة، وصناديق التحوط، والشركات غير المالية — إمكانية الحصول على أموال بتكلفة منخفضة. وتمثل عبارة سوق المال مظلة تندرج تحتها عدة أنواع من الأسواق، تختلف حسب احتياجات المقرضين والمقرضين.

وكان أحد الآثار المترتبة على الأزمة المالية تركيز الاهتمام على الفروق بين مختلف شرائح أسواق المال، نظرا لأن بعضها ثبتت هشاشته بينما أبدت أسواق أخرى قدرا جيدا من الصمود.

في الأجل القصير

توصف هذه الأسواق بعبارة "أسواق المال" لأن الأصول تشتري وتباع فيها في الأجل القريب — مع تراوح آجال الاستحقاق بين يوم وسنة — ويمكن في الظروف العادية تحويلها بسهولة إلى نقد. وتتضمن أسواق المال أسواقا لتداول أدوات مثل الحسابات المصرفية، بما في ذلك شهادات الإيداع لأجل؛ والقروض المتداولة بين البنوك؛ وصناديق الاستثمار المشتركة لأسواق المال؛ والأوراق التجارية؛ وأذون الخزانة، واتفاقات إقراض وإعادة شراء الأوراق المالية (الريبو). وتتضمن هذه الأسواق حصة كبيرة من النظام المالي — ففي الولايات المتحدة، تمثل نحو ثلث جميع الائتمان، وفقا لمسح "تدفق الأموال" الذي أجراه مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.

وتختلف أدوات الأسواق المالية، التي يتمثل عدد كبير منها في الأوراق المالية، في طريقة تداولها وتتبعها في إطار القوانين التنظيمية المالية وكذلك في مدى اعتماد المقرض على قيمة الضمان الأساسي، وليس على تقييم المقرض.

أما الأدوات الأكثر شيوعا في أسواق المال فهي الودائع المصرفية، وهي لا تعتبر أوراقا مالية، وإن كانت شهادات الإيداع تُتداول أحيانا وكأنها أوراق مالية. وينظر المودعون إلى الجدارة الائتمانية للبنك الذي يقرضونه المال، وكذلك إلى البرامج الحكومية للتأمين على الودائع المصرفية.

ولا تُستخدم الضمانات لتأمين القروض بين البنوك، ولذلك ينظر المقرض حصرا إلى جدارة المقرض الائتمانية لتقييم احتمالات السداد. وتمثل انجلترا أكثر أسواق التداول بين البنوك خضوعا للمراقبة،

حيث يحدد يوميا سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن (ليبور) والذي يمثل متوسط السعر الذي تكون البنوك الكبرى راغبة في إقراض بعضها البعض به. وقد ثبت أن تلك السوق ليست مصدر تمويل موثوق أثناء الأزمة. فقد ارتفعت أسعار ليبور بحدة مقارنة بأسعار أسواق المال الأخرى بمجرد التشكك في الجدارة الائتمانية للبنوك. وعلاوة على ذلك، تناقص حجم الإقراض بدرجة كبيرة مع المحاولات الشاقة للبنوك لتمويل أصولها القائمة وتناقص اهتمامها بتقديم قروض جديدة. وقد ساعدت القروض الطارئة المقدمة من البنوك المركزية على تعويض انكماش مصدر التمويل هذا. وأدت التحقيقات التي أجرتها مؤخرا السلطات التنظيمية إلى التشكيك في نزاهة عملية التسعير التي تحدد بها أسعار ليبور.

وتمثل الورقة التجارية سندا إذنيا (دينا غير مؤمن) تصدره بنوك ذات تصنيف مرتفع وبعض الشركات غير المالية الكبرى. ونظرا لأن هذه الأداة غير مؤمنة (هي مجرد وعد بالدفع، مثلما يدل اسمها)، فلا ينظر المستثمرون إلا في الجدارة الائتمانية لجهة إصدارها لسداد مدخراتهم. وتصدر الأوراق التجارية وتتداول مثل الأوراق المالية. ولكن نظرا لأنها قصيرة الأجل في طبيعتها ولا يشتريها مستثمرو التجزئة، فإنها معفاة من معظم القوانين المتعلقة بالأوراق المالية. ففي الولايات المتحدة على سبيل المثال تصدر الأوراق التجارية بأجال استحقاق تتراوح بين يوم و ٢٧٠ يوما، وبفئات تفوق طاقة مستثمرين التجزئة (مليون دولار غالبا، ولكن في بعض الأحيان تصغر إلى حد ١٠ آلاف دولار).

الاستثمار الأكثر أمانا

أذون الخزانة، التي تصدرها الحكومة، هي أوراق مالية بأجال استحقاق تقل عن سنة. وتعد أذون الخزانة الأمريكية، التي تباع بخصم عن قيمتها الاسمية وتشتري وتباع بصورة نشيطة بعد إصدارها، الأداة الأكثر أمانا لإيداع مدخرات قصيرة الأجل. وتتسم أسواقها بالعمق والسيولة، ويخضع تداولها لقوانين الأوراق المالية. ولا تمثل أذون الخزانة الأمريكية أدوات ادخار فحسب، وإنما يمكن استخدامها في تسوية المعاملات. ويمكن إرسال أذون الخزانة، التي تصدر بصورة إلكترونية، داخل نظام المدفوعات بنفس سهولة النقود.

وتمثل اتفاقات إعادة الشراء (الريبو) شريحة كبيرة ولكن أكثر تعقيدا من أسواق المال. فهي تعرض أسعار فائدة متنافسة على عمليات الاقتراض والإقراض قصيرة الأجل، لفترة لا تزيد عادة على أسبوعين، وليلة واحدة في حالات كثيرة. ويقوم المقرض ببيع ورقة مالية يملكها مقابل نقد ويوافق على إعادة شرائها من المشتري (الذي يكون فعليا

مقرضا) في تاريخ محدد وبسعر يتضمن تكلفة الفائدة على مدى الفترة. وتكون الورقة المالية التي في قلب هذه المعاملة بمثابة ضمان للمقرض. وإضافة إلى أن أسواق الريبو وغيرها من أسواق إقراض الأوراق المالية تتيح عمليات الاقتراض والإقراض قصيرة الأجل في أسواق المال، فإنها تمثل عناصر حاسمة في البيع على المكشوف — عندما يوافق متداول على بيع ورقة مالية لا يملكها. ولكي يحصل هذا المتداول على الورقة المالية، يتعين عليه أن يقرضها أو يشتريها مؤقتا من خلال معاملة إعادة شراء. وعندما يحين موعد إعادتها إلى المقرض،

العمومية. وفي هذه الحالة، تقوم المنشأة بتأسيس كيان ذي غرض خاص يتولى شراء الأصول غير السائلة منها وتمويل عملية الشراء بإصدار أوراق تجارية مضمونة بأصول، تكون على عكس الأوراق التجارية العادية مؤمنة أو "مدعومة" بالأصول الأساسية. ويمكن أن يحصل هذا النوع من الأوراق التجارية على تصنيف ائتماني مرتفع إذا كان تصنيف الأصول مرتفعا وإذا كان لدى التسهيل الخاص قدر كاف من رأس المال وخطوط الائتمان. ويكون الهدف من توافر رأس المال تغطية الخسائر غير المتوقعة التي يمكن أن تحدث للأصول، ويكون الهدف من توافر خطوط الائتمان

أثناء الأزمة المالية، كانت صناديق سوق المال مهددة بخسائر على الأوراق التجارية ولاحقا على الأذون الصادرة عن مؤسسة ليمان براذرز.

يتعين عليه شراؤها أو اقتراضها مرة أخرى. فإذا انخفض السعر فإنه يحقق ربحا من هذه المعاملة.

أما صناديق الاستثمار المشترك في سوق المال فهي أوراق مالية تعرضها الشركات التي تستثمر في أدوات أخرى في سوق المال — من قبيل الأوراق التجارية، وشهادات الإيداع، وأذون الخزانة، واتفاقات إعادة الشراء. وتخضع هذه الصناديق للتنظيم بوصفها شركات استثمارية في الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي. وتقدم هذه الصناديق عائدا منخفض المخاطر على الاستثمار قصير الأجل لمستثمري التجزئة والمستثمرين المؤسسيين وكذلك للشركات. وفي أغلب الحالات، يستثمر الصندوق في الأدوات السائلة وقصيرة الأجل وذات التصنيف المرتفع. ورغم أن السعر غير ثابت أو مضمون، فإن الصندوق يدار بحيث يكون السعر ثابتا — أو بلغة الأوراق المالية، يحتفظ بقيمة مستقرة صافية للأصول، تكون عادة دولارا واحدا للسهم (على عكس صناديق الاستثمار المشترك الأخرى التي تستثمر في الأسهم أو السندات والتي تتغير فيها القيمة للسهم يوميا). وإذا زادت قيمة الأصول الأساسية للصندوق على دولار واحد للسهم، يدفع الفرق باعتباره فائدة. وحتى وقوع الأزمة العالمية، لم يكن يُسمح تقريبا عن صندوق استثمار مشترك في سوق المال تقل فيه القيمة الصافية عن دولار واحد للسهم. وفي المرات القليلة التي حدث فيها ذلك، استخدم مدير الاستثمار في الصندوق مواردهم الخاصة بهم للحفاظ على السعر في مستوى دولار واحد للسهم.

ولكن أثناء الأزمة المالية، كانت صناديق سوق المال مهددة بخسائر على الأوراق التجارية ولاحقا على الأذون الصادرة عن مؤسسة ليمان براذرز (مؤسسة السمسرة التي أفلست في سبتمبر ٢٠٠٨). ونظرا لأن هذه الصناديق عناصر فاعلة مهمة في أسواق المال الحيوية الأخرى، فقد تحركت الحكومة الأمريكية لمنع حدوث زعر كان من الممكن أن يؤدي إلى انتشار تقلص الائتمان. فقد ضمنت الخزانة الأمريكية الأصل وقام بنك الاحتياطي الفيدرالي بإنشاء تسهيل إقراض خاص للأوراق التجارية لمساعدة الصناديق على تجنب حدوث زعر من جانب المستثمرين.

الأسواق العاطلة

وهناك قطاعات أخرى من أسواق المال ليست بنفس القدر من البساطة. وتشمل هذه القطاعات الأوراق التجارية المضمونة بأصول وبعض معاملات الريبو الثلاثية.

ويمكن لمنشأة تملك أصولا مالية يصعب بيعها (غير سائلة)، مثل القروض أو الرهون العقارية أو المديونيات، أن تستخدم هذه الأوراق التجارية للاقتراض بتكلفة أقل وحذف هذه الأصول من ميزانيتها

مراعاة الصعوبة التي تواجهها المنشأة لدى بيع الأصول الأساسية لتلبية احتياجاتها النقدية.

وقد واجهت بعض الأجزاء من أسواق الأوراق التجارية المضمونة بأصول مشكلات أثناء الأزمة. وتقوم جهات إصدار الأوراق التجارية المعيارية — الشركات غير المالية الكبيرة والبنوك، بصورة شبه حصرية — بإيداع بيانات مالية ربع سنوية تتيح للمستثمرين تقييم وضعها الائتماني بسهولة. وكانت مخاطرة الائتمان على الأوراق التجارية المضمونة بأصول، تعتمد في جملة أمور على الطريقة التي أنشئ بها الكيان ذو الغرض الخاص، وتعزيزاته الائتمانية، ودعم السيولة المتوافر لها، وقيمة الأصول الأساسية — وكلها عوامل يرجح أن تكون أقل شفافية وأكثر تعقيدا من مثيلاتها المتعلقة بالأوراق التجارية المباشرة. وفي الولايات المتحدة، تقلص سوق الأوراق التجارية المضمونة بأصول بنسبة ٣٨٪ من أغسطس إلى نوفمبر ٢٠٠٨.

وأدى ذلك إلى ضرب سوق صناديق الاستثمار المشترك في سوق المال، التي تحوز أكثر من ثلث الأوراق التجارية القائمة. وعندما بدأ المستثمرون سحب أموال من هذه الصناديق، ابتعدت هذه الصناديق بشدة عن الأوراق التجارية المضمونة بأصول وركزت أنشطتها بدلا من ذلك في الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة وعن الهيئات.

وثبت أن موثوقية سوق الريبو الثلاثي تقل كثيرا عن سوق الريبو العادية للأوراق المالية الصادرة عن الخزانة والهيئات. وتدور سوق الريبو الثلاثية في فلك بنك أو اثنين من بنوك المقاصة التي تتولى حيازة الضمان ونقل الملكية من المقرض إلى المقرض ومنه مرة أخرى إلى المقرض عند سداد القرض. وقد ارتبكت سوق الريبو الثلاثية نتيجة انهيار أسواق الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية والصادرة عن جهات خاصة. فقد كانت هذه الأوراق المالية تشكل حصة كبيرة من الضمان في سوق الريبو الثلاثية. وبمجرد أن انخفضت القيمة السوقية والتصنيفات الائتمانية لهذه الأوراق المالية وتوقف التداول فيها، بدأت السوق الثلاثية تتضرر من كل من عمليات تخفيض الدين ضمانا للسداد (النسبة المئوية التي يقلل بها المقرض قيمة الورقة المالية لأغراض الضمان) اللازمة لموازنة التقلب في سوق الدين المورقة وصعوبة تسعير الضمان الذي لم يعد له سعر سوقي.

وقد أدى وقوع الأزمات في كل من سوق الأوراق التجارية المضمونة بأصول وسوق الريبو الثلاثية إلى نشر مشكلات التمويل إلى البنوك وشركات الأوراق المالية وصناديق التحوط التي كانت تستخدم هذه الأسواق لتمويل الاستثمارات. واليوم تقلصت هذه الأسواق بصورة هائلة. ■

راندال دود اقتصادي مالي في وزارة الخزانة الأمريكية.