

الأسواق التي تعمل

راندال دود
Randall Dodd



الاتجار خارج البورصة

وعلى خلاف البورصات، لم تكن الأسواق التي تعمل خارج البورصة «أماكن» البتة. إنها تتصف بطابع أقل رسمية، رغم أنها تكون عادة شبكات حسنة التنظيم من علاقات التداول التي تركز على وسيط أو أكثر. ويعمل الوسطاء كصناع للسوق عن طريق تحديد الأسعار التي يبيعون بها (طلب) أو يشترون بها (عطاء) إلى الوسطاء الآخرين وإلى عملائهم أو زبائنهم. ولا يعني ذلك أنهم يتقدمون بالضرورة للوسطاء الآخرين بنفس الأسعار التي يتقدمون بها للعملاء. وعلاوة على ذلك، يمكن للوسطاء في أوراق مالية خارج البورصة أن ينسحبوا من صنع سوق، مما يتسبب في نزوب السيولة - القدرة على شراء أو بيع ورقة مالية. وباختصار، فإن الأسواق التي تعمل خارج البورصة أقل شفافية وتعمل بقدر أقل من القواعد مما تعمل به البورصات. وكان يجري الاتجار في جميع الأوراق المالية والمشتقات التي انطوت عليها الأزمة المالية الراهنة في أسواق خارج البورصة.

يبلغ وسطاء الأسواق خارج البورصة عطاءاتهم ويطلبون عروض الأسعار المحددة ويتفاوضون حول أسعار التنفيذ على الهاتف، وبشكل متزايد من خلال المراسلات الفورية، رغم أن العملية كثيرا ما تتعزز من خلال استخدام لوحات الإعلانات الإلكترونية حيث يعرض الوسطاء أسعارهم المعلنة. وتعرف عملية التفاوض من خلال الهاتف، سواء كانت من زبون إلى وسيط أو وسيط إلى وسيط، باسم الاتجار الثنائي الأطراف لأن مشتركي اثنين في السوق فقط يلاحظان الأسعار المحددة أو التنفيذ. أما الآخرون في السوق فلا يكونون على علم بالمبادلة، رغم أن بعض الأسواق التي تقوم على السمسة تعلن عن أسعار التنفيذ وحجم المبادلة. غير أنه لا يتاح لكل امرئ سبيلا للاطلاع على شاشات السمسة، ولا يمكن لأي شخص في السوق أن يتاجر بذلك السعر. ورغم أن عملية المفاوضة الثنائية كثيرا ما تكون ذات طابع ألى مرتفع، فإن ترتيبات الاتجار لا تعتبر تبادلًا لأنها ليست مفتوحة أمام جميع المشتركين على قدم المساواة.

وهناك في الأساس بعدان للأسواق التي تعمل خارج البورصة. ففي سوق الزبون، يحدث الاتجار الثنائي بين الوسطاء وزبائنهم، مثل الأفراد أو صناديق لتغطية رأس المال المخاطر. وفي السوق المشتركة بين الوسطاء، يعرض الوسطاء الأسعار على بعضهم البعض ويمكنهم أن يحولوا بعض الأخطار التي يتكبدونها في الاتجار مع الزبائن إلى وسطاء آخرين بسرعة، مثل حيازة رصيد من ورقة مالية ما أكبر مما يريدون. ويمكن أن يملك الوسطاء خطوطا هاتفية مباشرة مع وسطاء آخرين ومع زبائنهم الرئيسيين، بحيث يمكن للمشارك في السوق أن يتصل بالمضارب لعرض سعر، ثم يغلق الخط ويتصل بوسيط آخر ثم بوسيط آخر، مستطعلا موقف العديد من الوسطاء في دقائق قليلة. ويمكن للمستثمر أن يجري مكالمات متعددة للحصول على رؤية عن السوق من جانب الزبون. إلا أن الزبائن لا يمكن أن يخترقوا السوق المشتركة بين الوسطاء.

وبعض الأسواق التي تعمل خارج البورصة، وبخاصة الأسواق المشتركة بين الوسطاء، لديها سماسة أسعار يساعدون المشتركين في السوق في الحصول على

المالية منظمات معقدة لها هيكلها الاقتصادية والمؤسسية الخاصة بها والتي تقوم بدور حاسم في تقرير كيفية تحديد الأسعار، أو «اكتشافها». كما أن هذه العوامل تشكل استقرار الأسواق وترتيبها. وكما تبين لمالكي التزامات الديون دون الممتازة المعززة بضمانات وبعض المشتقات في الأشهر التالية لمستهل الاضطرابات الراهنة في شهر آب/ أغسطس ٢٠٠٧، فإن بعض أنواع الأسواق تصبح غير مستقرة أو مضطربة أو معيبة بسرعة كبيرة.

هناك طريقتان أساسيتان لتنظيم الأسواق المالية - التي تعمل داخل البورصة وخارج البورصة - وإن كان بعض التسهيلات الإلكترونية الحديثة العهد يطمس الفروق التقليدية.

الاتجار في بورصة

بدأت البورصات، سواء أسواق الأوراق المالية أو بورصات المشتقات، كأماكن يجري فيها الاتجار. وأشهر البورصات بورصة نيويورك للأوراق المالية. ومجلس شيكاغو للتجارة يتاجر في العقود الآجلة منذ عام ١٨٥١، وقد خلق اندماجه الحديث العهد مع منافسه القديم، بورصة شيكاغو التجارية، أكبر بورصة للمشتقات في العالم. وهناك أكثر من ١٠٠ بورصة للأوراق المالية وبورصة المشتقات في كافة أنحاء العالم المتقدم والنامي.

غير أن البورصات أكثر من مجرد مواقع مادية. إذ أنها تحدد القواعد المؤسسية التي تحكم الاتجار وتوفر مسارا للمعلومات ومرافق للمقاصة يحدث الاتجار من خلالها وتستكمل فيها الأنشطة التالية للاتجار. وتضفي البورصة طابعا مركزيا على إبلاغ أسعار العطاءات والعروض لجميع المشتركين في السوق الذين يمكن لهم الاستجابة لذلك بالبيع أو الشراء بأحد الأسعار المعلنة أو بالرد بسعر محدد مختلف. وتبعا لنوع البورصة، يمكن أن تكون وسيلة الإبلاغ هي الصوت أو الإشارة باليد أو الرسالة الإلكترونية. وعندما يتوصل طرفان إلى اتفاق، يتم إبلاغ السعر الذي نفذت به المعاملة في كافة أنحاء السوق. ويسفر ذلك عن خلق مجال منافسة زهية يسمح لأي مشترك في السوق أن يشتري بأقل سعر، أو يبيع بأعلى سعر، مثله في ذلك مثل أي شخص آخر، طالما أن التاجر يتبع قواعد البورصة.

وكان مقدم التجارة الإلكترونية يعني أنه لا يتعين أن تكون البورصات مكانا ماديا. وفي الحقيقة، يجري إغلاق الكثير من صالات التداول التقليدية، ويجرى إبلاغ الأوامر وعمليات التنفيذ بصورة إلكترونية كلية. وبورصة لندن للأوراق المالية ونظام تحديد الأسعار الآلي التابع للرابطة الوطنية للمضاربين في الأوراق المالية (NASDAQ) يعملان إلكترونيا بالكامل، مثلما تعمل Eurex، وهي ثاني أكبر بورصة للعمليات الآجلة في العالم. وفيما تعمل بورصات كثيرة أخرى على التخلص التدريجي من صالات التداول، فإنها توفر الاتجار في الصالة والاتجار الإلكتروني معا. وقد اشترت بورصة نيويورك منصة الاتجار الإلكتروني Archipelago، مع تحركها بشكل متزايد صوب الاتجار الإلكتروني. وتحتفظ بورصات المشتقات، مثل بورصة BM&F في البرازيل ومجموعة CME بكل من الاتجار في المقصورة والاتجار الإلكتروني.

خارج البورصة: ما هي؟

السوق وأصبحت عديمة السيولة وتعانى خلالا وظيفيا. وقد أفضى ذلك إلى علتين جسيمتين: العجز عن تقدير قيمة ممتلكات المرء والعجز عن الاتجار فيها. وبدون وجود أسواق سائلة ومنظمة، فإنه لا توجد عملية لاكتشاف السعر، وهو ما يعنى بدوره عدم وجود طريقة سهلة وحاسمة لتقييم الأوراق المالية أو المشتقات. ومن بين المشاكل المستمرة فى المؤسسات المالية، مثل المصارف التجارية وشركات الاستثمار، صعوبة الوفاء باشتراطات الإفصاح والإبلاغ عندما لا تكون هناك أسعار سوق تستخدم فى تقييم مراكز الأصول والمشتقات. ولا يقتصر الأمر فقط على عدم وجود أسعار سوق، وإنما لا يوجد فى كثير من الأحيان أسعار قياسية (ألا وهى أسعار أصول مماثلة لتلك التى جرى تقييمها). ونتيجة لذلك، فإن الأصول التى كانت تقيم فى يوم من الأيام بأسعار السوق (أو على الأقل بسعر قياسي مماثل) تحتسب قيمتها الآن من نماذج بدون بيانات واقية. ويزيد الاعتماد المتزايد على مثل هذا التقدير للقيمة من تآكل الثقة فى السوق لأن المشترين يكونون غير واثقين من قيمة حياتاتهم وحيازات الأطراف الأخرى.

ينسحب الوسطاء الذين يواجهون ضائقة فى تمويل ميزانياتهم العمومية من ناحية ويحوزون كمية زائدة على الحد من الأصول عديمة السيولة من ناحية أخرى، من الأسواق. إن القفزة فى التقلب تجعل مواصلة صنع الأسواق مسألة خطيرة ومكلفة بوجه خاص. ولم يكن هناك، بدون وجود وسطاء، أى اتجار، وبخاصة فى أوراق مالية مثل التزامات الديون المضمونة، وسندات البلديات، والمشتقات الائتمانية. ولم يكن المستثمرون يستطيعون، مع عدم وجود مشتريين، أن يقللوا من خسائرهم بالتخلص من المراكز الخاسرة، ولم يكن بمقدورهم بيع تلك المراكز لتلبية المطالبات بتخصيص المزيد من الضمانات للقروض التى تمول حياتات أخرى. وبهذه الطريقة، أسهم عدم السيولة فى أسواق تعمل خارج البورصة فى تعميق الأزمة المالية واتساع نطاقها.

لم يعد الكثير من تلك الأسواق إلى ظروف الاتجار العادية. وقد أضافت المصارف المركزية أموالا إلى السوق (تمويل السيولة)، ولكنها لا تستطيع أن تعيد بشكل مباشر استعداد المشترين والباعه للاتجار فى الأوراق المالية (سيولة الاتجار). وما لم يتخذ صناع السياسات خطوات لتحسين ممارسات صنع السوق التى يقوم بها الوسطاء فى الأسواق التى تعمل خارج البورصة، فقد يضى وقت طويل قبل أن تهبئ الظروف العودة إلى مستوى سيولة الاتجار الذى كان سائدا قبل صيف ٢٠٠٧. ■

راندال دود مستشار لدائرة أسواق النقد ورؤوس الأموال فى صندوق النقد الدولي.

رؤية أوسع عن السوق. فيرسل الوسيط بأسعاره المحددة إلى السمسار الذى يتولى فعليا إذاعة المعلومة بواسطة الهاتف. وكثيرا ما يوفر السماسرة لوحة إعلانات إلكترونية لتوفير القدرة لزبائنهم (الوسطاء) على أن يعلنوا على الفور أسعارهم على كل وسيط آخر فى شبكة السمسار. وتبين لوحة الإعلانات كلا من العطاءات والطلبات، وأحيانا أسعار التنفيذ. وشاشات السماسرة ليست متاحة عادة للزبائن النهائيين، الذين لا تتوافر لديهم نتيجة لذلك معلومات كاملة عن التغييرات فى الأسعار والفروق بين العطاء وطلب الأسعار فى السوق المشتركة بين الوسطاء. ويستطيع الوسطاء فى بعض الأحيان أن يتاجروا من خلال الشاشة. وفيما عدا ذلك فإن الشاشات تكون مجرد وسيلة لنشر المعلومات، ويجب على الوسيط أن يتاجر من خلال السمسار أو أن يتصل بوسيط آخر مباشرة لتنفيذ عملية اتجار. ويمكن للوسطاء أيضا أن يتصلوا بالسمسار وبوسطاء آخرين مباشرة لتقديم أسعار محددة والاستفسار عن الأسعار المحددة غير المدرجة فى شاشات لوحة الإعلانات الإلكترونية الخاصة بالسماسرة.

وقد غيرت أوجه التقدم التى حدثت فى منصات الاتجار الإلكتروني من عملية الاتجار فى الكثير من أسواق خارج البورصة، وقد عمل ذلك فى بعض الأحيان على طمس الفارق بين أسواق خارج البورصة التقليدية وبين البورصات. ففى بعض الأحيان، تسمح منصة سمسرة إلكترونية للوسطاء وللبيع من غير الوسطاء بتقديم عروض أسعار مباشرة، وتنفيذ عمليات اتجار مباشرة من خلال النظام الإلكتروني. ومن شأن ذلك أن يكرر نموذج الاتجار متعدد الأطراف الذى يعد سمة مميزة للبورصة - ولكن ذلك يتيسر فقط للمشاركين المباشرين. وعلى خلاف البورصة، التى يتاح فيها لكل مشترك فى المبادلات وسيلة للنفاذ، فإن هذه الترتيبات الإلكترونية يمكن أن تعامل المشترين بطرق مختلفة استنادا إلى، مثلا، حجمهم أو جدارتهم الائتمانية. وعلاوة على ذلك، تظل عملية إجراء مقاصة وتسوية للمبادلات متروكة للبائع والمشتري، على خلاف معاملات البورصة التى تتولى فيها البورصة توفيق عمليات الاتجار وضمائها.

أسواق خارج البورصة والأزمة المالية

يساعد بنیان أسواق خارج البورصة على تفسير السبب فى أن التزامات الديون المعززة بضمانات (التي تقسم مخاطر الأصول المعينة إلى شرائح عديدة يتم بيع كل منها بشكل منفصل) وغيرها من الأوراق المالية المهيكلة قد واجهت مشاكل أثناء الأزمة الراهنة. كما واجهت المشتقات الائتمانية، والأوراق التجارية، وسندات البلديات، وقروض الطلاب المورقة، مشاكل أيضا. ولقد تم الاتجار فيها جميعها فى أسواق تعمل خارج البورصة، كانت كلها أسواقا سائلة وتعمل بشكل طيب فى أثناء الأوقات الطبيعية. غير أنها عجزت عن إظهار المرونة فى مواجهة اضطرابات