

المحاضرة الثانية+ المحاضرة الثالثة:

العمليات المبتكرة لتحسين الأداء

ساهمت الهندسة المالية في تحسين الأداء، وذلك من خلال زيادة سرعة تنفيذ العمليات وتخفيض تكلفتها، محققة منافع لجميع الأطراف المعنية، وبما يضمن الصمود والإستمرار لتلك العمليات المبتكرة، ولعل ما يميز الإبتكارات التي سيقترن عليها هذا الفصل هو عدم انطوائها على استخدام أنظمة إلكترونية، مثل التسجيل من الرف، الهندسة المالية لنشاط السمسرة، المتاجرة بالحزمة، الشراء بالهامش والبيع على المكشوف.

1- التسجيل من الرف (Shelf Registration):

معلوم أن أي شركة ترغب في إصدار وطرح أوراق مالية للإكتتاب العام عليها أن تبدأ أولاً بتقديم طلب تسجيل لسلطات البورصة والتي تتولى التأكد من أن البيانات المقدمة في طلب التسجيل كافية للحكم على مدى جودة الورقة المالية المراد طرحها للتداول، ولتحقيق هذا الهدف ألزم القانون الشركات بضرورة تقديم طلب تسجيل عند كل مرة ترغب فيها القيام بإصدار أوراق جديدة، ويتطلب التسجيل تزويد سلطات البورصة بكم هائل من البيانات والمعلومات¹ حول المنشأة الراغبة في الإصدار وكذا عن الإتفاق المبرم بينها وبين الوسيط المرافق (بنك الإستثمار، أو بنك تجاري) الذي يتولى القيام بكافى إجراءات عملية الإصدار*.

وواضح أن توفير تلك البيانات والمعلومات في كل مرة ترغب فيها الشركة في إصدار المزيد من ورقة مالية ما يتطلب الكثير من الجهد والوقت والتكلفة، هذا فضلا عن فترة الإنتظار كي تحصل الشركة على تأشيرة القبول من سلطات البورصة، إضافة إلى ذلك فإن السعر الذي تباع به الورقة المالية عادة ما يتحدد قبيل آخر خطوة من إجراءات التسجيل، وذلك حتى يتم التسعير وفقا لأحدث البيانات والمعلومات المتاحة، فإذا ما كان تقدير السعر سليما والظروف الاقتصادية مواتية والمركز المالي للشركة المعنية قوي والشركة معروفة ولها سجل تاريخي جيد، فمن المتوقع أن يتم تصريف ا إصدار بسهولة وفي وقت قصير، أما في حالة عدم توفر شرط أو أكثر من تلك الشروط فإن عملية تصريف ا إصدار قد تستغرق وقتا أطول وربما يعجز الوسيط المرافق حتى عن تصريف الحد الأدنى من الإصدار (وهذا في حاله لعبه دور المتعهد بتغطية الإكتتاب)، مما قد يكبده خسائر ضخمة، كما أنه وخلال فترة الإكتتاب لو حدثت ظروف معينة من شأنها تصعب من عملية تصريف الإصدار أو على الأقل الحد الأدنى الذي تنص عليه قوانين البورصة، فإن ذلك سيعرض الشركة المصدرة والوسيط المرافق لها لمخاطر عالية.

* حول تلك البيانات والمعلومات راجع: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر –الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات (الجزء 1: التوريق)، منشأة المعارف، الإسكندرية، دون سنة نشر، ص ص 224، 225.

إضافة إلى كل ما سبق فإن العلاقة بين حجم الإصدار وبين نصيب الورقة المالية الواحدة من تكلفة الإصدار (التكلفة الوحيدة) هي علاقة عكسية، وذلك لكون مصاريف تسجيل (طرح، قيد) الورقة المالية في البورصة -وهي تكاليف ثابتة- تمثل الجانب الأكبر من إجمالي تكلفة الإصدار، هذا يعني أن تعدد مرات التسجيل لإصدارات صغيرة سيصعبه ارتفاع في تكلفة الورقة المالية الواحدة من تكلفة الإصدار الإجمالية.

فسلطات البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية (ممثلة في لجنة الأوراق المالية والبورصة SEC) واعترافا منها بعبء التكاليف الثابتة للتسجيل سمحت في سنة 1982 للشركات التي تصدر أوراقا مالية من حين لآخر (وهي في العادة شركات كبيرة) بأن تقدم طلب تسجيل رئيسي يتضمن خطة زمنية لإصدار ورقة مالية ما على دفعات في المستقبل، فيقدم طلب التسجيل مصحوبا بالرسوم المقررة، وتلتزم الشركة بتحديث بيانات الطلب عند كل مرة تقرر فيها طرح إصدار جديد من الورقة المعنية، وهذا الإجراء يسمى بالتسجيل من الرف، حيث يبقى طلب التسجيل الرئيسي هذا ساري المفعول لمدة طويلة تمتد إلى سنتين.

فالتسجيل من الرف كإجراء الجديد يمثل ابتكارا ماليا بالنظر للمزايا التي يحققها لمختلف الأطراف ذات العلاقة، فمن جهة الشركة الراغبة في الإصدار فإنه يساهم في تخفيض نصيب الورقة المالية الواحدة من إجمالي تكاليف الإصدار، ويسهم أيضا في تخفيض الوقت الذي يمضي منذ اتخاذ الشركة قرار الإصدار الجديد إلى غاية الطرح الفعلي للإصدار في السوق، كما يخلق منافسة أشد بين بنوك الإستثمار (أو البنوك التجارية) الراغبة في تولي إجراءات الإصدار نظرا لضخامة حجمه، إضافة إلى كل هذه المزايا فإن التسجيل من الرف يتيح للشركة -في حالة عدم تمكنها من توزيع كامل الإصدار- الإنتظار ثم تحاول مرات أخرى لاحقا حتى تتمكن من تصريف الكمية المصدرة كلها، أو حتى تنقضي المدة المحددة في طلب التسجيل (والتي قد تصل إلى السنتين كما أشرنا)، ناهيك عن استطاعة الشركة تحديد تواريخ إصدارها بما يتماشى وحاجاتها لموارد مالية إضافية دون انتظار وقت طويل لإنهاء إجراءات الطرح في كل مرة. أما من جهة بنك الإستثمار فعلى الرغم من كونه قد يحصل على دخل صافي أقل مقارنة بالحالة التي تتم فيها الإصدارات (التسجيل) المتتالية بالطريقة التقليدية، إلا أنها ستستفيد هي الأخرى من مزايا هذا الإجراء الجديد كونها لا تحتاج في كل مرة يطرح فيها إصدار جديد من الورقة المعنية إلا لتحديث البيانات التي يتضمنها طلب التسجيل الرئيسي، ودون بذل أي مجهود أو تحمل وقت وتكاليف إضافية.

2- سمسرة الخصم (Discount Brokers):

لعله من الأفضل أن نتناول أولا عرض تاريخي لعمولة السمسرة في بورصة نيويورك، ثم بعد ذلك نتناول نشاط سمسار الخصم، وذلك للوقوف على مدى أهمية ومزايا هذا الإبتكار المالي.

فمنذ عام 1792 كان القانون ينص على أن يضاف لقيمة الصفقة التي تجرى بين متعاملين ليسوا من أعضاء البورصة، عمولة تحدد طبقا لجدول يضع حدا ادنى لها، حيث كانت معظم الصفقات في ذلك الوقت صفقات صغيرة تعقد لصالح مستثمرين أفراد؛ لكن مع ظهور مؤسسات متخصصة في الإستثمار زاد حجم الصفقات وبقي المبدأ المتبع في حساب العمولة دون تغيير، فإذا كانت صفقة تساوي ضعف صفقة ثانية فستدفع عنها عمولة مضاعفة وهكذا... أي دون الأخذ بعين الإعتبار لاقتصاديات الحجم في تحديد مقدار العمولة؛ ولما أحس السماسرة بثقل عبء العمولة على تلك المؤسسات اتبعوا سياسة التخلي (Give-Ups) والتي تقضي بتخلي السمسار عن جزء من العمولة لمكتب الدراسات الذي تستعين به تلك المؤسسات في أنشطتها الاستثمارية، حيث يقدم لها النصح والمشورة بخصوص القرار الاستثماري، ولم تعد المؤسسات في حاجة إلى خدمة الإستشارة التي كان يقدمها السمسار.

وفي عام 1970 اقترحت سلطات بورصة نيويورك إلغاء العمولة الثابتة، بل تتحدد على أساس التفاوض بين السمسار والعميل، وعارض أعضاء البورصة (السماسرة) هذه الفكرة خوفا من أن يؤدي ذلك إلى تخفيض مقدار العمولة التي يحصلون عليها، وكحل عادل لهذا الإشكال أصدرت سلطات البورصة في عام 1971 قانونا يقضي بأن تقتصر العمولة الثابتة على الـ 500 ألف دولار الأولى من قيمة الصفقة، والباقي من قيمة الصفقة تتحدد عمولته على أساس التفاوض، وفي عام 1972 إقتصر تطبيق العمولة الثابتة على الـ 300 ألف دولار الأولى فقط، وأخيرا وفي عام 1975 أصبحت العمولة كلها تخضع للتفاوض.

بعد كل هذه التغيرات التي طرأت بخصوص كيفية احتساب عمولة السمسرة، جاء المهندسون الماليون بابتكار مالي جديد بهدف إلى تخفيض تكلفة نشاط السمسرة، ويتمثل ذلك الإبتكار في سمسار الخصم، ويعني " بيت السمسرة الذي يقدم خدمات محدودة لعملائه، مستبعدا خدمات السمسرة الأكثر تكلفة ألا وهي تقديم المشورة للعملاء بخصوص قراراتهم الإستثمارية، فسمسار الخصم يقدم خدمات في حدها الأدنى، حيث تقتصر على الأعمال الكتابية الخاصة بأوامر البيع والشراء، فهذا الإبتكار (سمسار الخصم) سيناسب أولئك المستثمرين الذين يتخذون قراراتهم الاستثمارية بأنفسهم ودون حاجة لسمسار يساعدهم في ذلك.

وتجدر الإشارة إلى مختلف الخدمات التي يمكن أن تقدمها بيوت السمسرة جملة واحدة وتتقاضى مقابلها عمولة كاملة ، وتمثل تلك الخدمات في:

- حفظ وحماية محفظة العميل؛

- توفير المعلومات؛

- تقديم خدمة الإتجار؛
- تقديم التسهيلات الائتمانية؛
- تقديم النصح والمشورة وغيرها من الخدمات الأخرى.

وحتى تقلل بيوت السمسرة الكبيرة خطورة المنافسة من سمسرة الخصم، فقد قامت باستحداث نوعا خاصا من خدمات السمسرة، تحصل بمقتضاه على عمولة مقابل الأعمال الكتابية لإجراءات التعامل -كتلك التي يقدمها سمسار الخصم- كما تتقاضى عمولة منفصلة مقابل كل خدمة إضافية تقدم للعميل بطلب منه وذلك بدلا من أن تبيع (تقدم) الخدمة كحزمة واحدة.

كما استفادت البنوك التجارية في الولايات المتحدة الأمريكية من هذا الابتكار المالي، حيث ونظرا لكون القانون هناك يمنعها من ممارسة نشاط السمسرة، فقد لجأت هذه البنوك للتعاقد مع سمسرة الخصم أو بيت سمسرة ليتولى فقط تنفيذ أوامر عملاء البنك، على أن يقدم البنك لعملائه باقي الخدمات الأخرى.

فهذا الإبداع المالي يحقق مزايا لعديد الأطراف ذات العلاقة من سمسرة الخصم أنفسهم ومؤسسات مالية متخصصة في الاستثمار وبنوك تجارية، ناهيك عما يحققه من زيادة وتحسين في سيولة السوق والرفع من مستوكفاءته، وذلك نتيجة انخفاض تكلفة المعاملات والتي تمثل عمولة السمسرة الجزء الأكبر منها.

3- المتاجرة بالحزمة (Package Trading):

وتسمى أيضا بمتاجرة البرنامج (Program Trading)، فإلى عهد قريب كانت المتاجرة في أسواق الأوراق المالية تتم على أسهم فردية، أي أن أمر الشراء أو البيع يتضمن فقط أسهم شركة معينة دون غيرها، وفي عام 1975 ظهر ما يعرف بالمتاجرة بالحزمة كإبداع مالي، والتي تعني أن يتضمن أمر الشراء أو البيع تشكيلة من أسهم العديد من الشركات المتداولة في السوق، ويعد هذا الإبداع ملائما للمؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار- مثل صناديق الاستثمار-، إذ أن التعامل بالأسلوب التقليدي (أي على أسهم فردية) يعد في الكثير من الأحيان مكلفا من حيث المال والوقت.

فهذا الأسلوب تلجأ إليه تلك المؤسسات المالية المتخصصة عند رغبتها في تغيير تشكيلة محفظتها الاستثمارية، أو عندما تتغير الإدارة القائمة على المحفظة ورغبة الإدارة الجديدة في تغيير كل أو جزء كبير من مكونات المحفظة الحالية، كما يلجأ إلى هذا الأسلوب في حالة توفر موارد مالية إضافية والعزم على شراء تشكيلة جديدة من الأوراق المالية، أو في حالة سحب جزء من الموارد المالية المتاحة وبالتالي التخلص من جزء من التشكيلة القائمة.

كم تستخدم المتاجرة بالحزمة كأداة مساعدة للتغطية ضد المخاطر، فعند توقع المؤسسة المستثمرة انخفاض الأسعار فقد تقوم بتخفيض نسبة الأسهم ضمن إجمالي مكونات المحفظة، في مقابل زيادة نسبة السندات، أي أن المتاجرة بالحزمة تساهم في سرعة تحول الاستثمارات من سوق الأسهم إلى سوق السندات أو العكس.

فالمتاجرة بالحزمة تحقق مجموعة من المزايا لعدد الأطراف، حيث سهلت على المؤسسات المالية المتخصصة عملية بناء وتعديل تشكيلة محافظها الاستثمارية وفي وقت قصير، كما رفعت من مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية وتحسين أدائه.

لكن وبالرغم من تلك المزايا وغيرها، تبقى المتاجرة بالحزمة – حسب بعض المحللين- تمثل أحد العوامل التي تساهم في إحداث وتعميق الأزمات في أسواق الأوراق المالية، فالتعامل بالحزمة يعني تنفيذ أوامر بيع للعدد كبير من الأوراق المالية في لحظة واحدة، وذلك أثناء الأزمات، مما يؤدي إلى اتساع دائرة انخفاض الأسعار (إنهيارها)، لتنتشر الأزمة في أوقات قصيرة، ونتيجة لكل هذا فقد قررت لجنة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة الأمريكية إلى منع المتاجرة بالحزمة في أوقات الأزمات.

4- الشراء بالهامش (Margin Purchase):

المعروف والسائد من قبل هو أنه إذا ما رغب أحد المستثمرين في شراء أوراق مالية ولا يتوفر لديه المبلغ الكامل لذلك فإنه يلجأ إلى الإقتراض من بنك تجاري، غير أن هذه العملية قد تستغرق وقتا طويلا نسبيا، وهذا ما قد يضيع على المستثمر فرصا متاحة، كما أنه سيدفع فوائد عالية كخدمة للقرض، وأما هذه العقبات وغيرها، جاءت الهندسة المالية بمنتج جديد كحل لهذه المشكلة ألا وهو " الشراء بالهامش"، ويقصد به قيام المستثمر بتمويل جزءا من الصفقة نقدا من ماله الخاص، والباقي بقرض يحصله من السمسار، وهذا الأخير بدوره قد يقترض المبلغ من بنك تجاري لتغطية الفرق بين قيمة الصفقة وبين القيمة المدفوعة من قبل المستثمر كهامش، حيث يمثل المبلغ النقدي المدفوع من طرف المستثمر غطاءا لحماية المقرض (السمسار)، هذا وتسجل الأوراق المالية المشتراة باسم السمسار وليس باسم المستثمر.

فالشراء بالهامش على هذا النحو يمثل بديلا جيدا للممارسات التقليدية أين كان المستثمر يحصل على قرض من البنك وبضمان تلك الأوراق المشتراة، فهذا الإبتكار يتيح للمستثمر إمكانية اغتنام فرصة ملاءمة سعر الورقة المالية، وذلك بشراء كمية منها تزيد عن أمواله الخاصة بفضل قرض، وذلك بدلا من استخدام موارده الذاتية تلك في شراء كمية أقل من الأوراق المالية المعنية، ثم الحصول على قرض بضمانها في وقت الحق، علما أن عملية الإقتراض – حسب الأسلوب التقليدي- تستغرق وقتا طويلا نسبيا مما قد يضيع فرصة الشراء بالسعر المناسب، إضافة إلى أن سعر الفائدة على القرض قد تكون أكبر

من سعر الفائدة في الشراء بالهامش وذلك بسبب القوة التفاوضية للسمسار، وبالتالي فهذا الأسلوب التمويلي الجديد حقق مزايا لجميع الأطراف ذات العلاقة من مستثمر، سمسار وبنك.

5- البيع على المكشوف (Short Selling):

الأصل في المعاملات أن تشتري الورقة المالية أولاً ثم تباع فيما بعد، غير أن الهندسة المالية خالفت ذلك من خلال أحد ابتكاراتها وهو "البيع على المكشوف" أين أصبحت الورقة المالية تباع أولاً ثم تشتري فيما بعد حينما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي بيعت بها، ويتم كل هذا لما يتوقع المستثمر انخفاضاً في القيمة السوقية للورقة المالية محل الصفقة. فمن أهم ما يميز البيع على المكشوف كإبداع مالي أنه يتم في وقت لا يملك فيه المستثمر الأوراق المالية محل الصفقة، لذا فهو يقترضها من السمسار، سواء من مخزون الأوراق المالية المسجلة باسمه، أو يقوم السمسار هو الآخر باقتراضها من أحد تجار الأوراق المالية لحساب العميل على أن تودع حصيلة بيع تلك الأوراق المالية في حساب مقرضها كرهن (كضمان) مقابل الأوراق المقترضة.

وعادة ما يكون قرض البيع على المكشوف قابل للإستدعاء من أي من الطرفين، وفي أي لحظة يبدي فيها رغبته في ذلك، فإذا ما كانت الرغبة من المقرض فسيكون المستثمر ملزماً بضرورة رد الأوراق المقترضة إما بشرائها من السوق أو بإعادة اقتراضها من شخص آخر، وعادة ما يلعب السمسار دوراً في هذا الصدد، حيث يتولى البحث عن طرف آخر يقترض منه نفس الأوراق لحساب العميل.

وواضح أن البيع على المكشوف بهذه الصورة سيجعل جميع أطرافه سعداء من خلال ما يوفره لهم من مزايا.