

سيولة التوظيفات

د. زعييط نورالدين كلية علوم التسيير و الاقتصاد جامعة قسنطينة - 03-

مختصر المقال

يهدف هذا العمل إلى تبيان أثر سيولة منتجات السوق المالي على خيارات المستثمر بالبورصة، و توزيع أمواله الموظفة بين تحصيل سندات أو أسهم. إن السيولة هدف لا يمكن الجمع بينه و بين ربحية التوظيف، الأمر الذي يتطلب دراسة و تحليلاً للتوفيق بين التوفر على السيولة المرغوب فيها و تحقيق أكبر مردود يتناسب مع هذه الأخيرة. هذا الانشغال سوف يجد له جواباً في هذا العمل المترجم، الذي بشكل مستخرجاً من كتاب "النقود و المالية" لكاتبه جون لوي بيسون الصادر بديوان المطبوعات الجامعية.

Résumé de l'article

Ce travail a comme objectif de mettre en lumière l'effet de la liquidité sur les choix de l'investisseur en bourse. La liquidité est un objectif en contradiction avec celui de la rentabilité des placements, ce qui oblige de passer par une étude en vue de bénéficier de la liquidité voulue et de réaliser une grande rentabilité en cohérence avec le premier objectif. Cette préoccupation trouve une réponse dans ce travail qui présente un extrait traduit, de l'ouvrage de Jean-Louis Besson, intitulé : Monnaie et finance, édité par O.P.U.

تمهيد:

إن لم تكن التوظيفات المالية ذات سيولة مطلقة فهي غير مثبتة بصفة تامة كذلك. (موضوع المحور 1). و عليه فالأسواق المالية تتوقف بشكل كبير على متطلبات و نتائج سيولة السندات: تعتبر هذه الأخيرة حد و شرط في نفس الوقت للعمل الحسن للأسواق (موضوع المحور 2).

1. جذب الادخار

إن العارضين من الوزن الثقيل للأموال يتنازلون عن السيولة بهدف تحصيل دخل. لذلك فهم يحوزون أصولاً. فإذا وجدت سوقاً كان بالإمكان إعادة بيع هذه الأصول، بمعنى أن كل أصل يمكن أن يكون مخزناً للقيمة. لكن للاستفادة من هذا المخزن، يجب بيع الأصل، أي المرور على السوق و تحمل تكلفة الصفقة و خطر الرأسمال.

1.1. السوق و الصفقات

إن تكلفة الصفقة يمكن تخفيضها بتنظيم السوق. داخل سوق واسعة و منظمة بشكل جيد، يكون من السهل جداً إعادة بيع الأصول. فالأسواق المالية (البورصة) تهدف بالطبع إلى الرفع من قابلية تفاوض السندات. هذه الأسواق تجد لها وسطاء يسهلون التقاء العرض بالطلب مقابل عمولات محددة. هذه العمولات تدفع مقابل ربح الوقت و إمكانية التفاوض التي يتيحها هؤلاء الوسطاء.

1.1.1. مثال سوقي

فلنأخذ مثالا سوقيا: تريدون بيع سيارة، أي تحويلها إلى نقود. الحل الأول: تعلقون إعلانات على نفقتكم، تردون على طلبات الإعلام، تحددون مواعيد، الخ. فإذا وجدتم من يشتري، فإن الثمن المقبوض تستبعدون منه المصاريف (نقدا، وقتا و جهدا) التي تحملتموها. كل هذا لأنكم اخترتم التعامل مباشرة بالتراضي في سوق يلتقي فيها العرض و الطلب من قبل الصدفة.

الحل الثاني: تلجئون لوسيط؛ مستودع أو مأرب لبيع السيارات مثلا، نظرا لوضعيته كمنظم (بوجه نسبي) للسوق. تسددون له عمولة حتى تتخلصون من تبعات و انشغالات عملية البيع. يبقى أنكم تظلون غير متأكدين من إنجاز عملية البيع، من حيث مناسبة الوقت اللازم و كون الأسعار مقبولة. إن السعر يتوقف على القيمة الملازمة و الخاصة بالشيء الذي تعرضونه للبيع كما يتوقف على العلاقة القائمة لحظة البيع بين العرض و الطلب.

إن مسألة الزمن أي التوقيت المناسب تعد جد خفية: إن الوقت الذي يمر قبل إتمام عملية البيع يضيع لكم أموالا. فرضا أنكم تبيعون السيارة لشراء دراجة نارية: إذا كنتم لا تقبلون بتأجيل الشراء، و عليه تقترضون مبلغ 20000 فرنك بـ: 15 بالمائة تسددونه بعد البيع. إذا تمت عملية البيع بعد شهر سوف تتحملون فائدة قدرها 20000 . 12/1 . 15=0,15 250 فرنك. و عليه فكل شهر تأخر سوف يكلفكم 250 فرنك فوائد.

يمكننا أن نفكر بطريقة أخرى: تتوقعون تحصيل 50000 فرنك ثمنا لسيارتكم. فلو حصلتم عليها اليوم فبإمكانكم توظيفها بـ: 9 بالمائة مثلا. لكنكم لن تحصلوا على المبلغ إلا بعد فترة ما: و بالتالي فأنتم تضيعون ربحا يسمى (تكلفة الفرصة المناسبة) و الذي يعادل الفوائد التي تضيعونها. هذا الربح الضائع يساوي إلى 50000 . 0,09 سنويا بقسمته على 12 شهرا يكون مساويا لـ 375 فرنك.

2.1.1. خطر الرأسمال

إن إعادة تنظيم السوق تحسن من ظروف التفاوض لكنها لا تقي من خطر الرأسمال. بالتأكيد، فالعكس يمكنه أن يحدث ذلك، و في هذه الحالة تحققون فائض قيمة.

إن هذا الخطر يتوقف على تطور السوق: قد تشترون أراضي أو مباني. السوق تتراجع و الأسعار تنخفض: إذا قمتم ببيع تلك الأصول تخسرون. يجب أن تعلموا أن هذا الخطر يزداد كلما كانت حاجتكم إلى السيولة أكثر. إذا كان لكم الوقت (إذا كان بإمكانكم تحمل خطر الوقت)، يكفيكم أن تنتظروا حتى توفر السوق ظروف أحسن، أما إذا كنتم مستعجلين، و كنتم في حاجة ملحة إلى إعطاء الطبيعة النقدية لأصولكم تلك، لا بدا من قبول شروط السوق. و إذا كان من سوء حظكم أن الكثير من المتعاملين في نفس وضعيتكم، فإن المنافسة بين المعارضين تحصل عن طريق السعر، فكل واحد يقترح أسعارا أقل من الآخرين حتى يجد مشتري. قد يسفر ذلك عن انهيار مالي كما حصل في حالة وول ستريت عام 1987 و الذي أكبر يعد سوق دولي، حيث لم يكن هناك مشتر بكل بساطة.

3.1.1. تكلفة السيولة

إذا توفرت دائما على السيولة، أي إذا احتفظتم بأصولكم الجاهزة في شكل نقود، فلن تواجهوا هذه المشاكل على الإطلاق. و يكفيكم أن تستخدموا احتياطكم من القيمة. إن هذه السيولة التي تتمتعون بها لها تكلفة الفرصة المناسبة: فالأصول النقدية لا تكسبكم شيئا، و بالتالي فأنتم تخسرون ما كان ممكن أن تجنوه نتيجة توظيفكم لأموالكم تلك.

أما إذا قمتم بتوظيفها، فالعملية تكسبكم مداخيل: قد تشترون بناية (أو شقة) يمكنكم تأجيرها، و تستفيدون من الإيجارات؛ قد تقرضون النقود لأجل محدد، و تحصلون على الفوائد؛ قد تستثمرون بشركة ما، و تحصلون على نسبة من الأرباح.

إلى جانب هذه المداخيل العادية، يمكن أن تضاف لكم أرباحا في الرأسمال. بنايتكم أو شركتكم قد تزيد قيمتها، و يمكنكم بيعها بأكثر من تكلفة شرائها. في بعض الحالات، هذه الأرباح قد تمثل الدخل الوحيد المرتقب من التوظيف. إذا اشتريتم لوحة فنية بمزاد علني قد تكتفون بتعليقها على الجدران و تتمتعون بالنظر إليها. إن العملية في هذه الحالة لا تعد توظيفا بل تعتبر استهلاكاً. أما إذا تمثلت العملية في توظيف، فإنها لا تكسبكم شيئاً إلا الأمل في بيعها بسعر أزيد.

2.1. تجزئة التوظيفات

إن ضرورة تسهيل التقاء العارضين و الطالبين قادت من القديم إلى العمل على تجزئة التوظيفات.

1.2.1. الأسهم و السندات

إنها تمثل لشركة مالية إصداراً لأسهم و التي تعبر عن حصص من الرأسمال. فالمدخر الفرد، لا يمكنه على العموم شراء شركة: إنه يشتري، بما يتناسب مع أمواله، عدد من أسهم الشركة التي يصبح أحد الشركاء بها. تمثل الأسهم، أصولاً حقيقية لأنها تمثل جزءاً من الرأسمال. فمالكو الأسهم يعتبرون شركاء، لهم الحق في المشاركة في قرارات المؤسسة. أما مكافأاتهم (أرباح الأسهم) فتأتي من أرباح الشركة. فإذا لم تحقق الشركة أرباحاً أو حققتها و قررت عدم توزيعها وتخصيصها للتمويل الذاتي فلن يقبض الشريك شيئاً.

إن نفس تقنية الأسهم تطبق بخصوص القروض. فالمقترض الكبير الواسع السمعة يقوم بتقسيم قرضه إلى أجزاء. و كل مقترض شخصي، يقوم بإقراضه جزءاً من المبلغ الإجمالي. فإذا احتاج مقترض إلى مليون فرنك، بإمكانه البحث عن مقرض واحد لكامل المبلغ، لكنه سوف يجد بسهولة مقرضين يمنحه كل منهم جزءاً من المبلغ. و عليه يقسم القرض إلى مليون حصة بـ: 500 فرنك للحصة الواحدة مثلاً، أو يقسمه إلى 500000 حصة بسعر 1000 فرنك للحصة الواحدة إلخ. هذا الصنف من القروض يعرف بالقروض السندية. إنها تتميز بمبلغها الإجمالي، و بمبلغ كل حصة، مدة القرض، الفوائد الواجبة التسديد و إجراءات التسديد.

القرض "البريد" - 9 بالمئة - نوفمبر 1991.

سعر الفائدة الإسمي: 9 بالمئة

سندات بـ 5000 فرنك للسند

المدة 9 سنوات

الإهلاك في النهاية، بـ: 18 نوفمبر 2000.

القسيمة لأولى تسدد بـ: 18 نوفمبر 1992، إي 450 فرنك.

بشراء حصص (نقول اكتتاب) فإنكم تقرضون عددا من المرات مبلغ 5000 فرنك لمدة 9 سنوات. التسديد (الإهلاك) يكون في النهاية و تقبضون كل سنة فوائدكم (9 بالمائة لكل 5000 فرنك=450 فرنك). هذا المبلغ يسمى قسيمة.

إن مشتري السند (نقول عنه المكتتب) لا ينجز توظيفاً بنفس طبيعة توظيف مشتري السهم (و الذي نقول عنه بالمساهم). فالأول دائن للمقترض؛ أما الثاني فهو شريك للمالك. و عليه فالأول لا يخيفه إلا عدم السداد (خطر ضعيف في حالة مقترض له إمكانية دخول السوق)، بينما دخل الثاني يتوقف على نتائج المؤسسة.

السندات	الأسهم	
أصل مالي	أصل حقيقي	الطبيعة
محددة	غير محددة	المدة
شريك في الحق	شريك في الملكية	الحائز
أكيد	غير أكيد	الدخل

2.2.1. تعميم: شركات الاستثمار

تقنية التجزئة هذه (للملكية أو للسند) يمكن تطبيقها على كل أصناف التوظيفات. توجد على سبيل المثال توظيفات عقارية مجزئة: تشترون حصة لشركة تحوز حظيرة من المباني و ليس مبنى واحد. فلننظر حالا في تفسير، أخذ انتشارا كبيرا: إن عملية الادخار لا تعني مباشرة توظيفاً بل تفيد شراء حصص شركة استثمار. فالأمر يتعلق بشركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير: فهي يقال لها مفتوحة لأن المدخرين بإمكانهم الدخول أو الخروج (شراء أو بيع أسهم) بسهولة كبيرة.

نفس الشيء، قد تكون شركة تحوز مخزونا من المباني (أنتم شركاء بملكيتها)، أو تكون شركة استثمار تحوز مخزون سندات أنتم شركاء بها: يتعلق الأمر عموماً بحقوق و/ أو أسهم (وطنية و / أو أجنبية). إن منظمات التوظيف الجماعية للقيم المنقولة تشمل كل شركات الاستثمار بالقيم المنقولة، مهما كانت مفتوحة أو مغلقة. نميز اليوم بين منظمات التوظيف الجماعية للقيم المنقولة قصيرة المدى (أو للخزينة) و منظمات التوظيف الجماعية للقيم المنقولة للأسهم و السندات. من بين المجموعة الأولى و الأكثر شيوعاً تلك التي تحوز حقوقاً قصيرة الأجل و تجلب مداخيل قريبة من معدل السوق النقدي لدى تعرف بالنقدية.

إن الفائدة من التجزئة تتمثل في السماح للمدخرين الصغار بإمكانية الاستثمار بالتوظيفات الكبيرة (أي تمكين صغار المدخرين من تحصيل سندات المؤسسات الكبرى). هناك فائدة أخرى هي السماح بإتاحة تفاوض التوظيفات.

3.2.1. التجزئة وقابلية الطرح للتفاوض

تصوروا أن السيد بيسكو أقرض 3 مليار فرنك لتسع سنوات للبريد. و عليه أن ينتظر، 18 نوفمبر 2000 لتسدد له أمواله. في انتظار هذا التاريخ تعتبر أمواله مجمدة. حتى تصبح سيولة لا بدا له من أن يجد مقرضاً ثانياً لثلاثة مليار بفائدة محددة مقابل الحق الذي يحوزه. و نفس الأمر ينطبق على طرف هو شخصياً مالكا لشركة كبرى. إن حل التوظيف و التخلص منه يتطلب عملية بالتراضي صعبة التحقيق.

عكس ذلك، إذا كانت العملية قد جزئت، سوف يتيح ذلك عددا كبيرا من الشركاء، كل واحد يحوز مبالغ صغيرة. و عليه فهو ممكن أن ننشأ سوقا، حيث يقوم العارضين بطرح أسهمهم للبيع. إن سوق لفرصة هذه (تسمى بالسوق الثانوي، خلافا للسوق الأولي حيث يتم تداول السندات) تسمح لأي متعامل أن يسترجع ما وظفه عند الحاجة. إذا اشترى 10 سندات "البريد"، يمكنكم الإبقاء عليهم مدة 3 سنوات تحصلون أثنائها على فوائد محددة. إذا أعدتم بيعها، هذا يعني أن السوق يجد مقرضا آخر ينوب عنكم كحائز للحق (لسندات "البريد") مقابل استفادته من الفوائد.

2. السيولة وكفاءة الأسواق

يتمتع السوق بالكفاءة لما تعمل على تقييم السندات بطريقة سليمة وفقا للمداخل التي تمكن من جنيها: عند التوازن كل السندات يكون لها نفس العائد مقارنة بأسعارها. و لن يكون هناك داع لنقل رؤوس الأموال من استعمال لآخر. فكل عنصر يغير من عائد سند ما سوف يؤدي إلى تخصيص جديد للأموال.

1.2. التوظيف و المضاربة

1.1.2. الأسعار و القيمة الاسمية

إن سندات التوظيف لها سعر يتغير كل يوم تبعا للتوجهات العامة للسوق، منها توجهات خاصة بالسند، و أخرى و هي الأكثر تأثيرا خاصة بالعرض و الطلب. أنتم تحوزون سندات "البريد" بقيمة 5000 فرنك. إذا زاد الطلب على هذه السندات، فإن سعر تداولها يرتفع: إن سعر سند حصل به: 5000 فرنك على سبيل المثال يمكن أن يصل إلى 5250 فرنك. و عليه فأنتم تبيعون به: فرنك حق أكتسب به: 5000 فرنك.

إن سعر تداول السندات يتوقف على مقارنة سعر الفائدة الاسمي (الخاص بالسند) و سعر الفائدة الجاري. إذا كنتم اكتبت سندات بناء على سعر حدد بك 9 بالمائة: هذا السعر (السعر الاسمي) يحدد مرة واحدة عند طرح السندات لأول مرة للتداول. بعد ذلك، إذا حصل أن سعر الفائدة الجاري يرتفع، فرضا لـ 10.50 بالمائة، فإن السندات التي تطرح بهذا المعدل الجديد سوف تكسب صاحبها أكثر من التي تحوزونها، و عليه فإنكم تبيعون سنداتكم المكسبة لـ: 9 بالمائة لتشترون السندات التي تذر فائدة بمعدل 10.50 بالمائة. إن أسعار السندات الأولى تنخفض (تنافس البائعين) إلى حد تساوي مردودات (القسمة / السعر) السنتين.

و عليه فنحن نميز بين القيمة الاسمية للسند و سعر تداوله. إن القيمة الاسمية مكتوبة على السند، و هي لا تتغير (5000 فرنك لقرض "البريد" المعطى بالمثال): أما السعر و هي الأسعار التي تتبادل بها السندات فهي متغيرة. نفس الأمر، إن القيمة الاسمية للسهم تمثل مبلغ الحصة في الرأسمال الاجتماعي حسب القيمة المدونة بالميزانية. أما سعر السهم فتحده السوق. و عليه يمكن لسهم قيمته الاسمية 300 فرنك أن يصبح سعره 850 فرنك 1.

إن تسعير الأسهم يتم بالفرنك؛ بينما يتم تسعير السندات بنسبة تمثل العلاقة بين القيمة الاسمية والقيمة التي يتداول بها السند؛ فالسند الذي قيمته الاسمية 5000 فرنك و قيمة تداوله 5500 فرنك (10 بالمائة أكبر من القيمة الاسمية) تبلغ تسعيرته 110 أي 110 بالمائة أكبر من القيمة الاسمية. فإذا توفرت لنا المعلومة بشأن تسعيرة سند، يجب ضربها بالقيمة الاسمية لنحصل على ثمنه بالفرنك. مثلا: $(100/110) \times 5000$ فرنك = 5500 فرنك.

2.1.2. منطق التوظيف

إن منطق التوظيفات يأخذ بالاعتبار المداخل المتأينة من السندات (الفوائد أو أرباح الأسهم المتوقعة). و بالتالي فنحن نهتم، بمردود السندات أي بالعلاقة بين الدخل و السعر. إذا كان يلزمنا دفع 500 فرنك للحصول على دخل قدره 40 فرنك، معناه أنني أستفيد من دخل قدره 8 بالمائة. إذا فأنا أدرس مردود كل سند 2، و هي عملية سهلة إذا تعلق الأمر بالسندات. أما إذا تعلق الأمر بالأصول الحقيقية فالعملية تكون افتراضية أكثر. بعدها أقوم بشراء السندات التي تتصف بالمردود الأكبر خلال فترة التوظيف، و إذا تحققت فروقات جد مهمة تشجع على التعديل أبيع السندات التي تكسبني أقل و أشتري التي تحقق لي دخلاً أكبر. مبدئياً مثل هذه التحكيمات تعمل على إعادة التوازنات: فالسندات التي تطرح للبيع بشكل أوسع تنخفض أسعارها (تنافس العارضين) و إذا لم تتغير المداخل المرتقبة فإن مردودها سيرتفع؛ و يحصل عكس هذا للسندات المشتراة (ارتفاع الأسعار، و انخفاض المردود).

3.2.1. منطق المضاربة

إن تغيرات الأسعار تقود لصنف ثاني من العمليات: شراء السندات بغرض إعادة بيعها بأثمان أكبر و تحصيل أرباح في الرأسمال (فائض القيمة). فعمليات المضاربة هذه تهم بمداخل السندات بدرجة أقل من الاهتمام بتغيرات الأسعار، إنها تسهم في توازن السوق: إذا انخفض سعر سند لأن المعروض منه للبيع مرتفع، فإن المنافسة بين العارضين تنتهي بالاستقرار لأن ذلك الانخفاض يتيح إمكانيات جني أرباح على إثر المضاربات و هو ما يؤدي إلى زيادة عمليات الشراء. من جانب آخر، فالمنافسة بين المشتريين تؤدي إلى رفع أسعار السندات: حتى يحصل البعض على سندات، يجب أن يكون هناك آخرون يقبلون بالتخلي عنها. إن عملية الربح في الرأسمال هي التي وراء تحلي الحائزين للسندات عنها، و هو ما يؤدي إلى الحد من عملية الارتفاع.

4.1.2. مخاطر التراجع

بالتأكيد الخطر هو، كون هذا النوع من العمليات ينتهي بالتحكم في تطور السوق. في هذه الحالة، يرتبط تطور السوق أساساً بتوقعات تغيرات الأسعار. إذا اعتقد أن الأسعار سترتفع، رأينا المشتريين يتوجهون لشراء السندات (بهدف إعادة بيعها لما ترتفع الأسعار). إن زيادة الطلب تدفع بالتأكد بالأسعار للارتفاع، و هو ما يقود إلى موجات جديدة من عمليات الشراء. فنحن نكون أما ماستباقات تؤكد نفسها (إن التوقع بالارتفاع يقود لعمليات شراء ينجر عنها ارتفاع الأسعار) و تعالج نفسها بنفسها. هكذا، كان الارتفاع المعترف بدءاً من 1982 والذي قاد الأسواق إلى منطق المضاربة. بينما كان مردود السندات يتهاوى (تبعاً لارتفاع الأسعار)، ظل الطلب يرتفع.

هذا النوع من اللاتوازن ليس من غير آثار حقيقية: فالادخار يعاد توجيهه للاستخدامات غير المنتجة ذات المداخل الضعيفة، و قد يصل الأمر إلى رفض التوجه للمقترضين، لأن أرباح الرأسمال 3 تتيح مردودية أعلى (رغم أنها غير أكيدة). إنه حقاً لغز: إذا كانت عملية استثمار مادي تسمح بتحقيق مردودية نسبتها 5 بالمائة، و كانت السندات تكسب 10 بالمائة؛ إذا كانت هناك مبررات تسمح بالاعتقاد أن أسعار السندات تزيد بـ 35 بالمائة خلال السنة المقبلة، إلى أين يتوجه الادخار؟

2.2. محاكاة الأسواق

كينز، في أحد فصوله الأكثر أهمية بكتابه النظرية العامة (الكتاب 4، الفصل 12)، يفسر ثنائية الأسواق المالية: فالبورصة التي وظيفتها توزيع رؤوس الأموال تحدد أسعاراً لا تعكس المردودية الاقتصادية للاستثمارات.

إن السعر الذي تحدده السوق يعد اتفاقاً. لا يهم إن كان هذا السعر مبرراً أو لا بالمعطيات الأساسية، فإنه يفرض نفسه. بالتأكيد، إنه لا يوجد مستثمر أو مسير لحفظة مالية يقبل بسداد 250 فرنك لحيازة استثمار إذا كان يعتقد أن قيمته بالسوق هي 200 فرنك فقط. لا داعي لتحليل القيمة الذاتية الداخلية للتوظيفات، يكفي استباق تغيرات قيمها الاتفاقية.

إن هذا يشبه، يقول كينز، المسابقات التي تنظمها اليوميات حيث تقدم لكم صور عدة مقالات و يطلب منكم، ليس أي صورة هي الأجل، لكن أيهم تراها الأغلبية، التي تجيب، هي الأجل. فالإجابة لن تكون حسب تفضيلكم و لا حتى الفكرة التي ترونها توافق متوسط الرأي العام. إنه يتم البحث في الكشف عما يعتقد الرأي المتوسط أنه الرأي المتوسط. إنه نفس ما يحصل في الأسواق و بالخصوص لما يعمل المتعاملون على مدى جد قصير و هم أقل ثقافة اقتصادية و تاريخية 4.

إن النتائج جد معروفة: فالبورصة تصبح بمثابة دار للكمار حيث تخذ المراهنات. كينز دائماً: "عندما في بلد، يصبح تطور الأسهم منتوجاً ثانوياً لنشاط دار القمار، فإنه يوشك أن يقع في شروط معيبة." إن السوق تعمل وفقاً للمحاكاة و ليس على أساس المنطق: إنه يفتقر إذا للكفاءة لأنه لا يقيم بطريقة سليمة الأصول المسعرة بالبورصة. إن ظواهر التقليد هذه تفسر الفقاعات المالية أي الفترات التي تنفك خلالها السوق عن الحقيقة الاقتصادية، من غير أن يكون ذلك من دون تبعات. فلنأخذ مثلاً للفقعات، نستعيره من يومية المالية 5.

إن السيد ديون ورث لوحة صغيرة. وقد احتاج للنقد، فأقترح على صديقه بارنار أن يبيعها له حالا بـ: 2000 فرنك. عند العودة لبيته فكر أنه ما دام بارتان اشتراها بـ: 2000 فرنك فهي تستحق أكثر. فأعاد شراءها بـ: 3000. بنفس الطريقة فكر بارتان أن يستعيد اللوحة بـ 5000 فرنك. و تواصل الارتفاع. في يوم ما اقترح ديون أن يدخل طرف آخر في الدارة: ما من مشكلة أجاب بارتان، سوف نربح بما فيه الكفاية. بجدية أكثر فنحن نهتم بالفقاعة المالية التي تراجع انتفاخها في اليابان: إن ارتفاع الأصول (بالخصوص العقارية) يسمح للمؤسسات بالحصول على قروض هامة مرهونة بهذه الأصول، الأمر الذي يمكنها من شراء أصول جديدة. الأسعار ترتفع، قيمة الضمان تزيد، قروض جديدة كانت تمنح، الخ.

1.2.2. عقلانية المتعاملين لا عقلانية السوق

فلنمدد تحليل كينز، أورليون لاحظ بخصوص الانهيارات المالية "الهدف الأساسي الذي تلعبه هو ظاهرة العدوى و التقليد 6".

التناقض الحاصل هو أن "لا عقلانية" السوق تنتج عن تصرفات الأفراد. إن تحليل المعطيات الأساسية يقودني على سبيل المثال للتفكير أن السوق لا بدا أن تنخفض؛ لكنني أراها ترتفع (أي أن الآخرين يفكرون بارتفاعها)، ما الذي أفعله؟ لا بدا من الاختيار بين ما أقدره شخصياً و بين ما تقدره الأغلبية. إن الخيار يقوم على مستوى الثقة الذي أمنحه لتقديري للفترة المعينة. إن تغيرات معيار الثقة (التي يرمز لها أورليون س) هي التي تفسر لاعقلانية السوق. إذا كانت س لا نهائية، فهناك تداخل في الاستباقات.

السعر المتوسط يؤول إلى القيمة الأساسية و يكون على إثر ذلك السوق فعالا. إذا اقتربت س من الصفر، لا يعرف أحدا أين تكون السلامة، و كل واحد سوف يتصرف كما يتصرف الآخرون، و تصبح السوق غير فاعلة حيث قانون الأعداد الكبيرة لا يطبق. الكل يتوفر على المعلومات الأساسية دون أن يتمكن أي واحد من التفسير أو حتى أن يعتقد في تفسيره هو شخصيا.

"تحت حد حرج معين من المصادقية للإشارة الأساسية، فإن استعمال الرأي المتوسط كعنصر للتحديد في تكوين الاستباقات (التوقعات) يأخذ شكل ديناميكية تدعم نفسها بنفسها.

هكذا و حسب القيمة التي تأخذها س، نفس التصرفات الفردية تجلب عقلانية السوق (الكفاءة) أو تميل به نحو الفقاعة.

إن هذا بالتأكيد مقلق. حتى و إن بالإمكان طمأنة أنفسنا بالتفكير أنه في الفترات الطويلة تنعدم هذه الزيادات، يبقى أنه في لحظة معينة لن تلعب السوق دورها. إلى ماذا نرجع هذا النقص؟

2.2.2. ثنائية السوق

لقد لاحظ كينز أنه إذا كانت الاستثمارات تظل لاصقة بتوظيفها، فإنه يكون أكثر إلزاما أن نفكر على المدى الطويل. إذا كان إلزاما أن تبكون على أسهمكم التي اشتريتم، عشرون سنة، فسوف تنشغلون و تتساءلون عن القيمة الحقيقية لاستثماركم. يبقى أنه في ظل هذه الشروط سوف يكون هناك قليل من المستثمرين. من أجل ضمان استثمار الأموال لا بدا من ضمان سيولة التوظيفات (أي قابلية مفاوضاتها).

"إن الاستثمارات الثابتة من منظور المجتمع قد صارت سائلة ن المنظور الفردي."

إذا هناك أشخاص يبيعون و آخرون يشترون: إن تغيرات العلاقة عرض/ طلب تنعكس بتغيرات الأسعار. و انطلاقا من وجود إمكانية ربح الصفقة (البيع بسعر أعلى)، فإنه يكون من العبث أن نفكر أن الأشخاص يرفضون أو لا يأخذون ذلك بعين الاعتبار. فالأسعار، إذا تعد مضللة.

"هذه هي النتيجة التي لا يمكن تجنبها لوجود الأسواق المالية الهادفة لتحقيق ما اتفقنا على تسميته بالسيولة.

2.2.2. وهم السيولة

أن هذه السيولة تمثل وهما. مهما بلغ تحسين قابلية السند للتداول نتيجة تطور و تحسين الأسواق، فإنه من غير الممكن ضمان سيولة السوق. لا أحد يمكنه ضمان أن كل البائعين يجدون مشترين للكمية التي يقترحونها و بالسعر الذي يطلبونه. ففي فترات الارتفاع، يخلق وهما جماعيا: ارتفاع الأسعار و ما تتسبب فيه من زيادة الصفقات (و زيادة على هذا يحقق ربحا). و ينتهي الأمر إلى عدم التفرقة بين السندات و النقود. يوم الانهيار، يزول وهم السيولة. أكثر من ذلك، فانخفاض الأسعار يزيد فجأة من تفضيل السيولة. المتعاملون يقبلون على عمليات البيع، الأمر الذي يزيد خطورة الانخفاض الخ. هذا السباق باتجاه السيولة لا يمكن وقفه من قبل البنك المركزي، الذي بفتحه لقنوات الائتمان، يمتص عطش السوق للسيولة.

الهوامش

- 1) في حال السندات، السعر يقترب من القيمة المحينة للسند، أي مجموع التدفقات المستقبلية للمداخيل (قسائم ستحصل أو تسديدات) المحينة بسعر الفائدة الجاري. إن عدم التأكد من المداخيل المرتقبة، يجعل من الصعب جدا حساب القيمة المتضمنة داخليا.
- 2) مردود صافي من الضرائب، لأن مردود التوضيفات يخضع للضريبة. فالجباية تلعب دورا في حال كون مختلف السندات لا تخضع للضريبة بنفس الطريقة.
- 3) مع بقائها خضوعا للضريبة من المداخيل.
- 4) كينز: " إن التقييم الاتفاقي ثمرة لنفسية كتلة عدد كبير من الأفراد الجهلة. " بالنسبة للمهنيين هيبار (الرئيس الحالي للقرض الليوني) و الذي هو ليس أكثر ليونة: "إن مستوى الثقافة الاقتصادية و المالية لبعض عشرات الآلاف من الأشخاص التي تشكل رأي الأسواق المالية تبدو قريبة من آراء أصحاب المقاهي و التجار " (ذكر ذلك جوربي).
- 5) دوفلوكس، مارجوليسي، تأملات إضافية بخصوص رجل البورصة الماهر، يومية المالية، 8 فيفري 1992.
- 6) أوندري أورليون، "دور تأثيرات الأشخاص في تحديد أسعار البورصة" المجلة الاقتصادية، 1990/5. سوف نجد تمثيلا مختصرا للمشكلات الاقتصادية، رقم 2231 (26 جوان 1991)، تحت عنوان " فوضى البورصة و تصرفات المستثمرين ".