

أشكال التداول المعَمَى

راندا ل دود
Randall Dodd

لا تؤدي كل
الابتكارات المالية
إلى رفع الكفاءة.
ونذكر هنا ثلاثة
منها آثارها محل
تساؤل

طلبات الشراء والبيع والتي كانت هي نفسها قد قدمت من خلال الكمبيوتر، وكانت عمليات التداول في الأوراق المالية ومبادلات المشتقات من خلال الاتصالات الشخصية في قاعة البورصة قد ألغيت في كل الأسواق فيما عدا أكبرها وأكثرها شهرة كبورصة نيويورك للأوراق المالية، وحتى في تلك الأسواق تتعايش عمليات التداول في قاعة البورصة مع عمليات التداول الإلكترونية. فأنظمة التداول البديلة هي نظم للتوفيق أليا بواسطة الكمبيوتر بين الطلبات، توفر فرصا للتداول شبيهة بالبورصة بتكلفة أقل ولكنها تخضع في كثير من الأحيان لمتطلبات أقل بخصوص الإفصاح وقواعد تجارية مختلفة.

التداول عالي التواتر

يستخدم التداول عالي التواتر، والذي يسمى أيضا تجارة الصندوق الأسود، حاسبات عالية السرعة يحكمها خوارزميات (أو تعليمات للكمبيوتر) لتحليل البيانات، وتحديد فرص الاستثمار، وإدارة تدفق الأوامر إلى الأسواق. فبإمكان شركة للتداول عالي التواتر أن تقدم ألف طلب في دقيقة إلى البورصة وأن تلغيها بالسرعة نفسها وتقدم غيرها. وتشير التقديرات إلى إلغاء ٩٠٪ من الأوامر التي يقدمها التداول عالي التواتر. فعلى سبيل المثال، إذا كان مطلوباً شراء سهم بسعر ٩.٩ دولار وكان هناك عرض للبيع بسعر ١٠ دولارات، فإن شركة التداول عالي التواتر تحاول الحصول على ربح صغير ولكنه قليل المخاطر برفع سعر الشراء إلى ٩.٩١ دولار وتخفيض سعر البيع إلى ٩.٩٩ دولار (يفرق ٨ سنتات) إذا ما رأى حساب المنوال أن الاحتمالات كافية لأن تطلق هذه التغييرات إشارة لإتمام صفقات فورية. وإذا ما أسفرت عروض الأسعار المحسنة هذه عن صفقات فورية، فإن شركة التداول عالي التواتر تكسب فرقا بين سعري الشراء والبيع قدره ٨ سنتات على كل سهم يتم بيعه بهذه الطريقة. وتكمن المخاطرة في أن مرحلة واحدة من الصفقة ستفقد فوراً، مع تأجيل تنفيذ المرحلة الثانية لما بعد حدوث تغيير في أسعار السوق مما نجم عنه خسارة. فإذا ما اشترت شركة تداول عالي التواتر بسعر ٩.٩١ دولار

ثلاثة ابتكارات في التداول الإلكتروني **احتلت** في الأوراق المالية والخيارات عناوين الصحف مؤخراً: وهي التداول عالي التواتر والتداولات بسرعة الوميض ومجمعات التداول المستمر. ومن المفترض عادة أن مثل هذه التحسينات الفنية تزيد من الكفاءة، ولكن هذه الابتكارات تدحض مثل هذه الافتراضات وقد تثير بعض المخاوف على الصالح العام بسبب تأثيرها في الاستقرار.

ومن خلال دراسة الهياكل الصغرى للأسواق تتضح العمليات التي تتحدد من خلالها الأسعار. فكثيراً ما تبدو الأسواق كصناديق سوداء سحرية، ويوضع العرض والطلب داخل الصندوق وتسحب يد خفية السعر - الأمر الذي يشبه كثيراً الساحر الذي يخرج أرنباً من القبعة. ولكن تحدث أشياء مهمة داخل هذه الصناديق. ففي حالة التداول الإلكتروني في الأوراق المالية والمشتقات، يتضمن الهيكل الأصغر بداخل الصندوق آليات لتقديم أوامر الشراء والبيع (أي عروض أسعار الشراء والبيع) إلى السوق، وقيام المشاركين في السوق باستعراض عروض الأسعار، وإجراء عمليات التداول بالتوفيق بين طلبات الشراء والبيع. فإذا ما تم ذلك بطريقة فورية وشفافة، فسيمكن لكل المشاركين في السوق أن يروا الأسعار نفسها ويجروا تداولاتهم بها، وعندئذ يقترب الواقع من المثل الأعلى لفرضية السوق الكفؤة. وعندما تصبح الأسواق مجزأة ومزايا المعلومات مدمجة في آليات السوق، فإن ذلك يؤدي إلى تعطيل الكفاءة وتقويض العدالة.

ويبحث هذا المقال قضايا السياسات المالية هذه لتوضيح كيفية تأثيرها في كفاءة التسعير على مستوى الهيكل الأصغر للأسواق، ومناقشة كيف يمكن للتنظيم التصحيحي أن يحسن الكفاءة.

ويستمد التداول عالي التواتر والتداولات بسرعة الوميض ومجمعات التداول المستمر أصولها، من ابتكارين أساسيين في الأسواق - التداول الإلكتروني ونظم التداول البديلة وثيقة الارتباط. وقد وصل التداول الإلكتروني إلى حد السيطرة سريعاً على التداول التقليدي في كل من البورصات والأسواق غير الرسمية. وتوفيق أنظمة الكمبيوتر أليا بين

ومن مصادر القلق أن شركات التداول عالي التواتر تجعل ساحة المباراة أقل تنافسية، مما يجعل وسطاء التداول (المعروفين أيضا بصناع السوق أو الاختصاصيين) في وضع أقل مواتاة بالمقارنة ببقية السوق (المعروف بالعملاء). فالأوامر التي يصدرها العملاء لها أولوية على تلك التي يصدرها وسطاء التداول. ويرجع أساس هذه الأولوية إلى شريعة أن الأسواق قامت بالدرجة الأولى من أجل العملاء، وأن دور وسطاء التداول هو أن يتدخلوا فقط عندما يقتضي الأمر منهم توفير سيولة تجارية أو للحفاظ على سوق ذات جانبيين لعروض أسعار الشراء والبيع. والمشكلة هي أن أوامر شركات التداول عالي التواتر تعمل أحيانا بنفس طريقة صناع السوق بتوفير السيولة وفرق ضيق بين سعر الشراء والبيع، ولكن القائلين بتداول عالي التواتر يمكن أن ينسحبوا من سوق غير مستقرة أكثر من اللازم أو التي تتم فيها عمليات التداول ببطء أكثر مما يجب. وبهذه الطريقة، فإنهم يأخذون الصفقات من وسطاء التداول في الأوقات الطبيعية عندما تكون المخاطر طبيعية ويتركون لوسطاء التداول الالتزام بصنع الأسواق عندما تكون أكثر خطورة وأقل ربحا - خاصة في ظل سوق يسودها عدم النظام.

تداولات بسرعة الوميض

تتكون تداولات البورصة المعتادة من أمر للشراء (أو البيع)، إما بالسعر السائد (سعر السوق) أو بسعر شبه محدد سلفا (مقرر). ويقدم الأمر إلى بورصة أو إلى أنظمة التداول البديلة حيث يتم توفيقه مع عرض قائم أو أمر قادم للبيع. وقد يأتي أمر البيع الذي يجري توفيقه مع أمر الشراء الأصلي من بورصة أخرى أو من أنظمة التداول البديلة التي تشكل جزءا من نظام السوق الوطنية. وعلى أي حال، فإن كل الأوامر - وأي معاملات تنتج عن هذه الأوامر - علنية ويمكن أن يلاحظها بالدرجة نفسها كل المشاركين في السوق.

وهذا ليس الحال مع التداولات بسرعة الوميض، التي تحدث عندما يتم الكشف (عندما يعطي وميضا) عن أمر وارد لأحد أنظمة التداول البديلة أو البورصات لجزء من الثانية قبل إرساله لنظام السوق الوطنية. إذا ما استطاع متداول في موقع تلقي الوميض أن يحقق توفيقا أفضل للشراء والبيع في النظام، عندئذ يستطيع المتداول أن يلتقط ذلك الأمر قبل أن تراه بقية السوق. والنتيجة هي تداول بسرعة الوميض. وقد اعتادت بورصة نيويورك السماح لوسطاء التداول المعينين بها، الذي يطلق عليهم الاختصاصيون، بالاستفادة من إلقاء نظرة قبل غيرهم على الأوامر الواردة، ولكن البورصة أوقفت هذه الممارسة لصالح إعطاء كل المشاركين في السوق فرصة متساوية للاطلاع على عروض الأسعار.

وتمثل التداولات بسرعة الوميض جزءا مهما من نموذج أنشطة الأعمال في بعض البورصات، وقد حظرت بورصة نيويورك هذه الممارسة لأنها لا تتفق مع

للسهم ثم لم تجد مشتر للعرض بسعر ٩.٩٩ دولار، وانخفض سعر السوق إلى أقل من ٩.٩١ دولار، فستعرض لخسارة في الأجل القصير.

وتتعامل شركات التداول عالي التواتر في مبالغ ضخمة. وتقدر مجموعة «تاب» (TABB)، وهي شركة لبحوث الأسواق المالية، أن أرباح شركات التداول عالي التواتر بلغت ٢١ مليار دولار في عام ٢٠٠٨ - وهي لم تكن سنة سهلة بالنسبة للأسواق المالية. ويستثمر أكبر سماسرة الأوراق المالية والتجار الوسطاء في تداولاتها مثل «غولدمان ساكس» (Goldman Sachs)، وأكبر صناديق التحوط مثل «سيتاديل» (Citadel)، والشركات المستقلة مثل «غتغو» (GETGO)، بشكل كبير في أجهزة الكمبيوتر الفائقة والبرمجيات المصممة لهذه الأعمال. وتفسر التكلفة العالية الدعاوى القضائية نائعة الصيت التي رفعت في الصيف الماضي بعدما اتهمت شركة «غولدمان ساكس» موظفا سابقا بسرقة شفرة الكمبيوتر الخاصة بمنوال تداولاته. وتحتدم المنافسة حول أنشطة التداول عالي التواتر المربحة لدرجة أن الشركات تدفع الكثير ليكون موقع الحاسبات الخاصة بها في أقرب مكان ممكن من البورصات وأنظمة التداول البديلة لتقليل أي «تباطؤ» أو تأخير في الاتصالات. والبعض يدفع الكثير ليكون موقعه في المكان نفسه الذي توجد فيه آلات التوفيق بين أوامر التداول. فأى تأخير لجزء من المليون من الثانية في تقديم أمر التداول قد يعني الفرق بين صدارة الصف - وتنفيذ الصفقة - وآخر الصف بأمر تداول قابل للتنفيذ لم ينجز. وقد يكون المكسب في كل صفقة صغيرا - تشير تقديرات شركة «روزنبلاط للأوراق المالية» (Rosenblatt Securities) إلى أن متوسط الدخل لشركات التداول عالي التواتر في الأسهم يتراوح بين ٠.٠٠١ دولار و ٠.٠٠٢ دولار في السهم - ولكن حجم التداول هائل وبعض البورصات وأنظمة التداول البديلة تمنح حسما لشركات التداول عالي التواتر لزيادة الحجم. وقد تلقت شركات التداول عالي التواتر ٣.٧ مليار دولار في مثل هذه التخفيضات في عام ٢٠٠٨. واليوم تولد شركات التداول عالي التواتر ما يقدر بنسبة ٧٣٪ من إجمالي حجم التداول في أسواق الأوراق المالية الأمريكية ونحو ٢٠٪ في بورصات عقود الخيارات.

وهناك مخاوف على الصالح العام من شركات التداول عالي التواتر. إذ يجادل بعض النقاد بأن الوتيرة السريعة لأقصى حد في هذا التداول تسفر عن تغيرات أكبر ومفاجئة بدرجة أشد في أسعار السوق استجابة لأحداث وأخبار مهمة. وتشبه هذه المخاوف تلك التي ثارت عقب انهيار سوق الأوراق المالية في عام ١٩٨٧. عندما أصبح الاهتمام منصبا على عمليات التداول المبرمج التي كانت تولد بصورة آلية أوامر للبيع في عمليات تداول على عقود مستقبلية مربوطة بمؤشر لأسعار الأسهم في بورصة شيكاغو التجارية كلما انخفض سعر الأوراق المالية ذات الصلة في بورصة نيويورك.

سياسة البورصة للمعاملة المتكافئة. إلا أن بعض أنظمة التداول البديلة تتنافس على أساس من المساواة مع البورصات المستقرة على حجم التداول، وقد تبنت استخدام التداولات بسرعة الوميض لجذب أعمال التجارة بعيدا عن البورصات. وهناك مخاوف عديدة على الصالح العام من التداول بسرعة الوميض. فهي تسمح لشريحة تتمتع بامتيازات خاصة في السوق بإجراء صفقات قبل بقية السوق أو أن يقوم بعملية تداول ولديه معلومات عن تدفقات الأوامر تسبق السوق كلها. وهذا انتهاك لمبادئ الإنصاف في السوق - المنصوص عليها، على سبيل المثال، في قوانين الولايات المتحدة - والكفاءة التي تحققها. وهي أيضا تثبط همة صناع السوق عن طرح عروض أسعار تعرضهم للمخاطر دون أن تضمن لهم أولوية في عمليات التداول. وعلى الرغم من أن جزءا من الثانية قد لا يبدو كبيرا، فإنه وقت طويل نظرا لأن اتخاذ القرار وإرسال الأمر في البورصات وأنظمة عمليات التداول يتم في أقل من جزء صغير من الثانية.

مجمعات التداول المستتر

مجمعات التداول المستتر هي أنظمة تداول إلكترونية يستخدمها السماسرة - وسطاء التداول، والمستثمرون المؤسسيون، وصناديق التحوط للتفاوض حول معاملات ضخمة للأوراق المالية خارج قواعد التداول الرسمي في البورصة - بما في ذلك القواعد التي تتطلب إذاعة عروض أسعار الشراء والبيع على السوق بأكملها. وبدلا من ذلك، فإنه باستخدام مجمعات التداول المستتر، يستطيع المشاركون أن يعلنوا على نطاق ضيق (لجمهور محدود) «إشارة للفائدة» من شراء أو بيع كمية معينة من الأوراق المالية بسعر محدد أو بسعر سيتم تحديده. فعلى سبيل المثال، قد يبدي مشارك في مجمع تداول مستتر اهتمامه بشراء ٤٠ ألف سهم من شركة «أي بي إم» (IBM) بسعر الساعة ٢ ظهرا أو بسعر الإغلاق في ذلك اليوم. وبهذه الطريقة يستطيع المشاركون في مجمع التداول المستتر أن يرتب عملية شراء كبيرة بمخاطرة أقل لرفع الأسعار من جراء ذلك. وهناك طرق أخرى لإجراء عمليات كبرى للشراء أو البيع. إذ يستطيع المرء أن يجزئ المعاملة إلى معاملات صغيرة عديدة ويجري عليها عملية تداول في السوق المفتوحة بطريقة لا تدل على الحجم الكامل لقرار الاستثمار. وهذا الأسلوب يبعد مخاطر تحريك السعر التي يمكن أن تؤدي إليها صفقة شراء أو بيع كبيرة. وهناك خيار آخر هو إجراء «صفقة بالجملة» يتم التفاوض عليها بين طرفين بعيدا عن البورصة ولكن يتم إبلاغها على الفور للبورصة لتقليل خسائر الشفافية لأدنى حد. وتقتضي العملية التقليدية للتفاوض على صفقة بالجملة مزيدا من العمل، وتكون العملية أقل سيولة أيضا.

وتستخدم مجمعات التداول المستتر - التي تملكها البورصات، أو السماسرة - وسطاء التداول، أو قد تكون مستقلة - منصة للتداول الإلكتروني أكثر كفاءة للتفاوض على صفقات كبيرة ولا تحتاج إلى أن تعرف الشركة نفسها أو الأسعار التي ترغب في التعامل بها. والصفقات التي تتم خلال مجمعات التداول المستتر تسجل باعتبارها غير رسمية، وليست كصفقات للبورصة، ولا يتم الإفصاح للملأ عن الحجم والسعر والوقت الذي تمت فيه.

وتسمح عمليات التداول في مجمعات التداول المستتر للشركات بإتمام صفقات ضخمة دون المخاطرة بأن تحرك طلباتها الكبيرة أسعار السوق بعيدا عن الأسعار التي تفضلها. في عمليات التداول المفتوحة، تفصح الشركات عن طلباتها - أي تفصح عنها للملأ عندما تعرض من خلال البورصات. وعندما يتم كشف طلبات ضخمة، يستطيع المشاركون أن يردوا برفع عروضهم للبيع أو تخفيض أسعار شرائهم. لقد زادت التداولات عالية التواتر من سرعة استجابة أسعار السوق الجديدة.

وهناك مخاوف عديدة على الصالح العام من مجمعات التداول المستتر أيضا، أحدها هو أن حجم التجارة وكذا الإفصاح عن أسعار أوامر الشراء والبيع يتم حجبهما بما يمنع عملية اكتشاف الأسعار التي تحدث في البورصات وأنظمة التداول البديلة المرتبطة بها. ويجزئ هذا النشاط أيضا السوق ويسمح لأولئك المشاركين في مجمعات التداول المستتر بملاحظة «النية» التي لا تظهر باعتبارها عروضاً للأسعار في الأسواق العامة. ويخلق هذا تمييزاً في الحصول على معلومات السوق ذات الصلة. وهو يسلب نظام السوق العامة من العمق الكامل لاستعداد السوق للشراء أو البيع. وعلاوة على ذلك، فإن التجارة في مجمعات التداول المستتر تملص من سلطات الإشراف التي تراقب نشاط التجارة.

إمالة كفة الميزان

يمكن أن توفر الابتكارات الفنية، خاصة في مجال التداول الإلكتروني (أي معالجة البيانات)، وسيلة قوية لزيادة الإنتاجية. ولكن التغييرات التي تجلبها مثل هذه الابتكارات يمكن أيضا أن تجعل القواعد المؤسسية وترتيبات السوق السابقة متقادمة. وقد تغير الطرق الجديدة لإدارة الأعمال بصورة عميقة ميزان القوة

يمكن أن توفر الابتكارات الفنية، خاصة في مجال التداول الإلكتروني (أي معالجة البيانات)، وسيلة قوية لزيادة الإنتاجية.

في السوق وترجع كفة على كفة. وتعد التداولات عالية التواتر أيضا مباراة بين الإنسان والآلة. وعلى الرغم من أنها لا تخلق هي نفسها عدم تماثل أو عدم تكافؤ في الفرص - وتضيف بالفعل لسبب السوق - فإن التداولات عالية التواتر يبدو أنها تضع وتيرة التفكير المتروكي للإنسان في وضع غير موافق. ويمكن أن تقلل التداولات عالية التواتر من فوائد طلبات التوقف بالنسبة إلى المستثمرين العاديين الذين يستخدمونها كوسيلة لإدارة مخاطرتهم. ويمكن أن تحول خطأ ما، كأمر بيع كبير خاطئ، إلى حادث يشيع الاضطراب بصورة منهجية عن طريق إثارة ردود فعل آلية أخرى نتيجة الخطأ الأول وفي اللحظة نفسها تقريبا. وقد يكون للتفاعل بين برامج التداولات عالية التواتر المتنافسة عواقب غير متوقعة.

وتخلق التداولات بسرعة الوميض فرصا مميزة للحصول على معلومات معينة لجزء من السوق، تخلق مثيرات بالنسبة لوسطاء التداول لتحديد الأسعار أو تحديدها بشكل مقدم. ولا تولد أوامر التداول بسرعة الوميض فائدة خاصة إلا لأنظمة التداول البديلة التي تسعى للحصول على حجم أعمال من مواقع أخرى. وتنشأ تجارة مجمعات التداول المستتر من جهود مدروسة لتفادي الشفافية في كشف عروض أسعار الشراء والبيع في السوق العامة.

وقد بدأت السلطات التنظيمية، التي كان بعضها يرحب بهذه الابتكارات منذ سنوات قليلة، في إخضاعها للفحص الدقيق. وتقترب لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية قواعد لمنع التداول بسرعة الوميض وإخضاع تجارة مجمعات التداول المستتر لمتطلبات أكبر للإفصاح. وقد أفادت اللجنة الأمريكية للتجارة في العقود الآجلة للسلب بأنها مستمرة في دراسة هذه التطورات التجارية وأنها تبحث ردود الفعل التنظيمية المناسبة إزاءها لضمان أن تتوافر لكل المستثمرين فرص عادلة للدخول في السوق وألا يتعرض الاستقرار لتهديد.

راندال دود كبير خبراء القطاع المالي في إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية في صندوق النقد الدولي.