

المحاضرة العاشرة

بنوك الاستثمار

Investment Banks

الصفحة	محتويات المحاضرة	المحاضرة العاشرة
2	أولاً: ماهية بنوك الاستثمار	
3	ثانياً: كيفية اختيار بنك الاستثمار	
3	ثالثاً: المهام الرئيسة لبنك الاستثمار	
5	رابعاً: تدريب	

المحاضرة العاشرة

بنوك الاستثمار

(Investment Banks)

أولاً: ماهية بنوك الاستثمار:

- يطلق على الوسيط التقليدي في السوق الأولية، بنك الاستثمار، ويتمثل النشاط الرئيسي لبنك الاستثمار في مقابلة البائعين بالمشتريين، أي يساهم في خلق السوق الأولي.
- يقصد بالسوق الأولي: السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقاً مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية، وتسمى عادة هذه المؤسسة بنك الاستثمار أو المتعهد الذي عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة، مثل مار لنش، ومؤسسة بوسطن الأولى، ومروجان ستانلي في الولايات المتحدة.
- برزت فكرة إنشاء بنوك الاستثمار والشركات المالية المتخصصة بعد أن اتضحت الحاجة إلى تجميع عدد كبير من الكفاءات والمؤهلات ذات الخبرة الواسعة في مجال الأعمال المالية والمصرفية في مؤسسة مالية واحدة.
- في الدول التي تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر، قد تتولى بعض المصارف التجارية العاملة فيها مهمة الإصدار.
- ويتمثل دور بنك الاستثمار كوسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة وبين الجهة التي قررت إصدارها.
- يقدم بنك الاستثمار المساعدة للجهة المعنية لكي يتم إصدار الورقة، كما قد يقوم بتمويل شراء الإصدار من أجل إعادة بيعه للجمهور.
- فعندما تريد شركة مساهمة الحصول على أموال عن طريق إصدار أدوات دين طويلة الأجل (سندات) أو أدوات مالية (أسهم) فإنها عادة تستعين ببنك استثمار لتسهيل إصدار وبيع أوراقها المالية.
- وبالتالي فإن بنك الاستثمار لا يمارس نشاطاً مصرفياً بالمعنى المعروف (بنك الاستثمار ليس بنكاً عادياً وسيطاً يقبل الودائع ويمنح القروض)، إنما هو بنك يقوم بتمويل شراء إصدار من شركات بالكامل وإعادة بيعه للجمهور، وتسمى هذه العملية بالتعهد لضمان الإصدار "Under Writing".
- كما أن تمويله لشراء الإصدار لا يمثل استثماراً دائماً، بل هو استثمار مؤقت ينتهي بمجرد نجاحه في التخلص من الإصدار بالبيع.
- إن بنك الاستثمار ليس السبيل الوحيد لإصدار وتصريف الأوراق المالية، حيث يوجد طريقتان أخريان هما:
- الأول: الأسلوب المباشر: ويتمثل بقيام الجهة المصدرة للورقة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين، مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تبيع لها الأسهم أو السندات التي أصدرتها.
- الثاني: أسلوب المزاد: وهو أسلوب تتبعه وزارة الخزانة الأمريكية لتصريف ما تصدره من أوراق، حيث يتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شرائها وسعر الشراء. ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل فالأقل، إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار.

- إلا أن الأسلوب السائد في إصدار أسهم وسندات منشآت الأعمال هو الاعتماد على بنوك الاستثمار.

ثانياً: كيفية اختيار بنك الاستثمار:

- قبل اختيار بنك الاستثمار هناك قرارات رئيسية ينبغي أن تتخذها المنشأة المعنية، وهي:
 - أ. تحديد حجم الأموال المطلوب الحصول عليها
 - ب. توقيت الإصدار
 - ت. نوع الورقة التي ينبغي إصدارها سواء أكانت سهماً أو سنداً. وتعتبر هذه القرارات مبدئية، حيث يمكن إعادة النظر فيها، بناء على نصيحة بنك الاستثمار الذي سيتم اختياره.

■ وتقوم المنشأة باختيار بنك الاستثمار بأحد الأسلوبين:

- أ. الأول: التفاوض المباشر (Direct Negotiation): في ظل هذا الأسلوب لا يتوقع أن يكون عدد البنوك التي يجري معها التفاوض كبيراً، نظراً لأن التفاوض عادة ما يكون مع أحد بنوك الاستثمار الذي يكون له خبرة سابقة مع الشركة مالكة الإصدار (المنشأة). كما أن بنوك الاستثمار ذاتها متخصصة في تصريف أنواع معينة من الأوراق المالية أو في تصريف أوراق مالية لشركات تعمل ضمن قطاع اقتصادي معين.
- ب. الثاني: أسلوب العطاءات (Competitive Bid): في ظل هذا الأسلوب يتنافس عدد من بنوك الاستثمار، لكي يرسو عليها عطاء الإصدار. وتتم المفاضلة بين العطاءات على أساس التكاليف التي تتكبدها المنشأة. ففي حالة السندات يتم اختيار البنك الذي يتضمن عطاؤه أقل معدل كوبون ممكن، بينما في حال الأسهم تكون المفاضلة على أساس السعر الذي يدفعه البنك لشراء الإصدار أو على أساس نسبة الإصدار التي يضمن تصريفها.
- تشير بنوك الاستثمار إلى أن التفاوض المباشر يخدم مصلحة المنشأة بشكل أفضل، نظراً لأن البنك يخصص من البداية وقت أطول ومجهود أكبر لوضع برنامج متكامل لتسويق الإصدار، وهو أمر لا يمكن تحقيقه في ظل أسلوب العطاءات، طالما أن البنك لا يضمن رسو العطاء عليه.
- كما أن المفاضلة في ظل أساليب العطاءات تتم على أساس التكاليف التي تتكبدها المنشأة، وليس على أساس جودة الخدمة المقدمة، خاصة في مجال النصح والمشورة.

ثالثاً: المهام الرئيسية لبنك الاستثمار:

- يتطلب قيام بنك الاستثمار بوظيفته على أكمل وجه الاضطلاع بعدة مهام رئيسية هي:
 - 1) تقديم النصح والمشورة (Advisory):
 - تتمثل هذه المهمة في قيام بنك الاستثمار بتقديم النصح والمشورة للشركة المعنية (مالكة الإصدار) فيما يتعلق بحجم الإصدار، ومدى ملائمة توقيته، وتحديد إمكانية وجود وسائل تمويل بديلة أكثر ملائمة، وهذا يعني إمكانية إعادة النظر في القرارات المبدئية التي سبق أن اتخذتها المنشأة في هذا الشأن.
 - إن معظم الشركات لا تصدر أوراق مالية في السوق المالي بشكل متكرر، حيث أن جزء كبير من حجم تمويل مشروعاتها الجديدة يكون من خلال الأرباح المحتجزة. ونتيجة لذلك فإن المدراء الماليين في معظم الشركات قد لا يكون لديهم الخبرة الكافية للتعامل مع الإصدارات الجديدة.

- أما بنوك الاستثمار والتي تتعامل بشكل دائم مع السوق المالي والتي اكتسبت خبرة كبيرة في هذا المجال، تستطيع أن تقدم النصيحة والمشورة للشركات التي تنوي إصدار أوراق مالية، فمثلاً قد لا تعرف الشركة أي نوع من الإصدار أفضل لها للحصول على أموال، هل إصدار أسهم أم سندات؟
- والنصيحة الثانية تتعلق بتوقيت الإصدار، فمثلاً إذا أصدرت شركات منافسة تقارير مالية تشير إلى انخفاض أرباحها، إذن من الأفضل للشركة أن تؤجل إصدار أو بيع أوراق مالية جديدة لها، لأنه من المحتمل أن يكون الطلب على هذه الأوراق المالية ضعيفاً، وبالتالي لا تستطيع الشركة الحصول على سعر جيد لأسهمها.

(2) الإجراءات التنفيذية (Administrative):

- أي القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة، وما يتضمنه ذلك من اتصالات بجهات أخرى، مثل لجنة الأوراق المالية والبورصة.
- حيث يقوم بنك الاستثمار بمساعدة الشركات في تسجيل الوثائق المطلوبة لدى هيئة البورصة. وتقوم الشركة بعد استكمال إجراءات التسجيل لدى هيئة البورصة بإصدار تلك الأوراق بإحدى الطريقتين التاليتين:
أ. طرح أو اكتتاب عام
ب. اكتتاب خاص

والاكتتاب العام يتم من خلال بنوك الاستثمار، حيث يتم بيع هذه الأوراق المالية للجمهور من خلال البورصة. أما الاكتتاب الخاص فإنه يتم من خلال بيع الإصدار مباشرة إلى عدد محدد من المستثمرين بدلاً من بيعها للجمهور.

(3) التعهد بالتغطية (Underwriting):

- ويقصد بها تعهد بنك الاستثمار بتصريف كل أو حد معين من الكمية المقرر إصدارها. ويمكن أن يدفع البنك للجهة صاحبة الإصدار مقدماً قيمة الكمية التي تعهد بتصريفها. وفي بعض الحالات قد يقتصر تعهد البنك على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار من دون أن يلتزم بتصريف قدر محدد منه، وذلك في مقابل عمولة. وإذا ما تبقى جزء لم يتم تصريفه يرد على الجهة صاحبة الإصدار.
- يقوم متعهدو التغطية بشراء الأوراق المالية من مصدرها سعياً لإعادة بيعها بسعر أعلى، لقاء استلامهم رسوم عن تقديم هذه الخدمة. ويتحمل المتعهد بالتغطية مخاطر عدم بيع الإصدار بالكامل، ولهذا فإن جزءاً من رسوم التغطية يمثل مخاطر عدم البيع والجزء الآخر يعبر عن أتعاب إدارة وتسويق الإصدار.
- ويعتمد اتخاذ المنشأة لقرار التسويق بأسلوب التعهد بالتغطية على مدى النجاح الذي تتوقعه في اكتتاب الجمهور بالأوراق المالية التي تصدرها. فإذا كانت توقعات المنشأة غير مشجعة في هذا الشأن، فإنها تسعى إلى أن تتعهد جهة معينة بالاكتتاب بإصدارها كاملاً.

(4) أفضل الجهود (Best Effort):

- وكما ذكرنا من قبل، أنه في بعض الحالات قد يقتصر تعهد المصرف على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار من دون أن يلتزم بتصريف قدر محدد منه. وذلك في مقابل عمولة، وإذا ما تبقى جزء منه لم يتم تصريفه، يرد إلى الجهة صاحبة الإصدار لتتولى المهام التسويقية.
- بالتالي يتم بموجب هذا أسلوب "أفضل الجهود" عقد اتفاقية بين المنشأة المصدرة للأوراق المالية والجهة مديرة الإصدار، بحيث تلزم الأخيرة أدبياً ببذل قصارى جهدها ببيع أكبر كمية ممكنة من الإصدار، والجزء غير المباع في نهاية الفترة يعاد إلى مصدره.

- ويلاحظ أن هذا الأسلوب يتجاوز المخاطر المرافقة لأسلوب التعهد بالتغطية حيث تعتبر الجهات التي تقدم خدمة "أفضل الجهود" غير ملزمة بالاكتراب بالأوراق المالية في حالة عدم بيعها بالكامل، ولهذا فإن رسوم تقديم هذه الخدمة تعتبر منخفضة مقارنة برسوم التعهد بالتغطية.
- ومن الجدير بالملاحظة أن هذا الأسلوب يقترن بكل من المنشآت ذات المخاطر المنخفضة والمنشآت التي تتميز بارتفاع درجة المخاطر لديها على حدٍ سواء.
- فالمنشآت ذات درجة المخاطر العالية تواجه صعوبة في قبول المنشآت المالية "بنوك الاستثمار" للتعهد بتغطية إصداراتها نظراً لاحتمال عدم بيعه بالكامل. حيث سيضطر المتعهد بالتغطية إلى الاكتراب بالجزء غير المباع منه، وتحمل ما قد ينجم عن ذلك من مخاطر انخفاض قيمته السوقية مستقبلاً.
- وعلى العكس من ذلك فإن المنشآت ذات المخاطر المتدنية تتوقع إقبالاً كبيراً من جانب المستثمرين للاكتراب بالأوراق المالية التي تصدرها، وتبعاً لذلك فهي تفضل أسلوب أفضل الجهود لانخفاض تكاليفه مقارنة بأسلوب التعهد بالتغطية.

(5) التوزيع (Distribution):

- تتمثل هذه المهمة في التوزيع الفعلي للإصدار، وذلك ببيعته للجمهور أو لعملاء البنك الذين درجوا على التعامل معه من خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه.
- وتعتبر هذه المهمة المحور الأساسي لعملية الإصدار، إذ يبدأ التمهيّد لها منذ التفكير في إصدار الورقة. ففي البداية يتم التفاوض بين المنشأة وبنك الاستثمار على حجم الإصدار، ونوعه أي ما إذا كان أسهم أو سندات، ثم يبرم اتفاق يتضمن كافة الشروط عدا السعر الذي ستباع به الورقة، وكلها أنشطة تلعب دوراً أساسياً في التأثير على مهمة التوزيع.
- هذا ويطلق على المصرف الذي أبرم العقد مع المنشأة بالبنك المنشئ.
- في حالة الإصدارات الكبيرة، عادة ما يبرم البنك المنشئ عقد مشاركة مع بنوك استثمار أخرى، تتعهد فيه بالمساهمة في توزيع وتمويل شراء الإصدار. كما تتحمل مع المصرف المنشئ مخاطر الفشل في التسويق، وذلك في مقابل الحصول على جزء من عمولة الإصدار التي عادة ما تتراوح نسبتها ما بين ١٠ % و ١٥ % من حصيلة بيع الإصدار.
- وعادة ما يتحدد السعر الذي تباع به الورقة قبيل آخر خطوة في إجراءات التسجيل، لكي يتم التسعير وفق أحدث المعلومات المتاحة.
- وإذا ما كان تقدير السعر سليماً، والظروف الاقتصادية مواتية، والمركز المالي للمنشأة المعنية قوي، حينئذٍ يتوقع أن ينفذ الإصدار في فترة قصيرة (أيام معدودة أو ربما في بضع ساعات). أما إذا لم يتوفر واحد أو أكثر من الشروط السابقة فقد يتطلب الأمر أسابيع أو شهوراً قبل أن يتم التخلص من الإصدار. بل وربما يعجز البنك عن تصريف الحد الأدنى المتفق عليه، مما يعني تكبده لخسائر قد تكون ضخمة.

رابعاً: تدريب:

س1: أجب بنعم أو لا:

- قد تعيد المنشأة النظر في قراراتها المبدئية الخاصة بالتمويل بناء على نصيحة بنك الاستثمار.
- يتعهد بنك الاستثمار بتصريف الإصدار.

س2: من مهام بنك الاستثمار: التعهد بالتغطية وبذل أقصى الجهود، قارن بينهما.

س3: يتم اختيار المنشأة لبنك الاستثمار في حالة الإصدارات الجديدة وفق أسلوبين، وضح ذلك، مبيناً الأسلوب الأفضل للمنشأة؟

س4: ما المخاطر التي يتعرض لها بنك الاستثمار في بيع الإصدارات الجديدة؟