

التوسع في الترميز الرقمي: مكتسبات في الكفاءة ومواطن ضعف مستجدة

تقرير الاستقرار المالي العالمي أكتوبر ٢٠٢٦ - الفصل ٣: التوسع في الترميز الرقمي: مكتسبات في

الكفاءة ومواطن ضعف مستجدة

الترميز الرقمي - أي تمثيل الأصول المالية والخصوم في دفاتر الحسابات الرقمية اللامركزية القابلة للبرمجة - يمكن أن يُحدث تحولاً في الأسواق المالية من خلال نقل عمليات الإصدار والتداول والمقاصة والتسوية والخدمة وإبلاغ البيانات إلى بنية تحتية مشتركة. ومن خلال الحد من الحاجة إلى جهات وساطة متعددة لمطابقة دفاتر الحسابات المنفصلة، يمكن للترميز الرقمي أن يقلل الاحتكاكات التشغيلية، ويزيد الشفافية، ويدعم الأتمتة، ويتيح أشكالاً جديدة من تصميم الأسواق.

وقد شهدت السوق العامة لأصول العالم الحقيقي المُرمَّزة، ما عدا اتفاقات إعادة الشراء، نمواً سريعاً فوصلت إلى نحو ٦٥ مليار دولار. وأصبحت أنشطة إعادة الشراء المُرمَّزة كبيرة أيضاً، حيث بلغ حجم المعاملات حوالي ٣٠٠ مليار - ٣٥٠ مليار دولار، انعكاساً لقبول الترميز الرقمي في إدارة الضمانات. ومع ذلك، لا تزال أسواق الأصول المُرمَّزة صغيرة مقارنة بأسواق رأس المال التقليدية. فضلاً على ذلك، بينما يتركز الإصدار في عدد قليل من المناطق الجغرافية، فإن التداول مجزأ إلى حد كبير عبر المنصات والشبكات وترتيبات التسوية.

ويحدد الفصل أربعة قيود رئيسية تعوق اعتماد الترميز الرقمي على نطاق أوسع، وهي اليقين القانوني، والوضوح التنظيمي، وقابلية التشغيل البيئي، والتسوية الآمنة السليمة القابلة للتوسع. وتحتاج الأطراف المشاركة في السوق إلى الوضوح بشأن حقوق الملكية، وإتمام التسوية النهائية، وخدمات أمناء الحفظ، ومعاملة حالات الإعسار، وقابلية الإنفاذ عبر الحدود. ويتعين على الجهات التنظيمية تطبيق مبدأ "نفس النشاط ونفس المخاطر ونفس النتيجة التنظيمية"، مع تهيئة الأطر حيثما وُجدت صعوبة في تطبيق القواعد المعمول بها على دفاتر الحسابات الرقمية اللامركزية، والعقود الذكية، وخدمات أمناء الحفظ، ومسك السجلات، والتسوية. وقابلية التشغيل البيئي ضرورية لمنع محاصرة السيولة في شبكات معزولة، غير أن الجسور وغيرها من الترتيبات عبر الشبكات يمكن أن تتطوي أيضاً على مواطن ضعف سيبرانية وتشغيلية. ولا يزال دور عملية التسوية أساسياً، فبدون أصول تسوية آمنة ومقبولة على نطاق واسع، قد لا تحقق أسواق الأصول المُرمَّزة مكاسب الكفاءة المأمولة.

وتشير الأدلة التجريبية المبكرة على الأسهم المُرمَّزة إلى أنها واعدة مع وجود من الأسباب ما يدعو إلى الحذر. فأكثر من نصف النشاط يجري خارج ساعات التداول العادية في الولايات المتحدة، مما يدل على وجود طلب حقيقي على التداول المستمر. ويجري تداول أقل من سهم واحد في نحو ٨٠٪ من عمليات التداول، وهو مما يشير إلى الطلب على التجزئة. ويبدو أيضاً أن أسعار

الأسهم المُرْمَزَة تتضمن معلومات ذات صلة بالأسواق التقليدية، حيث تستوعب الأصول التقليدية جزءا كبيرا من حركة الأسعار المُرْمَزَة لليلة واحدة مباشرة بعد فتح السوق. ولكن الأسواق ذاتها لا تزال أقل سيولة بكثير من الأماكن التقليدية، وخاصة في البورصات اللامركزية، كما أنها أكثر تقلبا بنحو ١,٥ مرة. وتظل الأسعار عموما قريبة من أسعار الأسواق التقليدية، ولكن انحرافات الأسعار تكون أكبر في الأسواق ذات أحجام التداول الأقل.

ولا تزال المخاطر النظامية محدودة حتى الآن بسبب صِغَر حجم الأسواق المُرْمَزَة. ولكن الترميز الرقمي يمكن أن يغير طريقة تراكم مواطن الضعف وانتشار الصدمات. ويمكنه كذلك زيادة ثَقُل المخاطر التشغيلية والمخاطر على الحوكمة والبنية التحتية المرتبطة بالشبكات اللامركزية، فضلا على تضخيم المخاطر التقليدية التي تهدد الاستقرار المالي – مثل استفاد السيولة، والبيع البخس، والترابط، وأثر العدوى، والرفع المالي، والحد من الرفع المالي المسامر للاتجاهات الدورية – من خلال التسوية بوتيرة أسرع، وزيادة حراك الضمانات، وأتمتة استخدام هامش التغطية، والتداول المستمر، وقابلية التركيب والتشغيل البيئي للبروتوكولات عبر المنصات.

ولدعم تطوير الأسواق بشكل آمن وكفاء، ينبغي لصناع السياسات اعتماد منهج محايد الأثر على التكنولوجيا، فيزيل القيود غير الضرورية أمام الترميز الرقمي مع حماية الاستقرار المالي. وينبغي للسلطات إزالة الحواجز غير الضرورية من خلال توفير اليقين القانوني، والوضوح التنظيمي، ومعايير قابلية التشغيل البيئي، وترتيبات التسوية الآمنة، مع تعزيز ضمانات الاستقرار المالي. وتتضمن الأولويات مراقبة أوجه الاعتماد في التشغيل والبنية التحتية، وتقييم انعكاسات التسوية الذرية على السيولة، ومراقبة الروابط بين الأسواق المُرْمَزَة والتقليدية. وفي حالة الأسواق الصاعدة، قد يكون الترميز الرقمي مكملا لتطور أسواق رأس المال، لكنه لا يمكن أن يكون بديلا عن الإصلاحات الأساسية مثل قواعد المستثمرين العميقة، والتسعير المعياري، وسيولة السوق الثانوية، والأطر القانونية والرقابية القوية.

للاطلاع على التقرير الكامل، يرجى الرجوع إلى النص الإنجليزي عبر الرابط التالي:

<https://www.imf.org/en/publications/gfsr/issues/2026/10/13/global-financial-stability-report-october-2026>