

إصلاح تعوقه العراقيل

جون كيف

تسبب

التداول خارج البورصة في المشتقات — أدوات مالية تتصل في جملة أمور بأوراق مالية وأرقام قياسية ومؤشرات وسلع أولية أخرى، بل وحتى مشتقات أخرى — في الأزمة المالية العالمية الأخيرة، أو في زيادة حدتها على الأقل، حسب تفسير شائع ولكن غير مقبول من الجميع.

ولكن سواء كانت المشتقات المتداولة خارج البورصة أحد الجناة الرئيسيين في الأزمة العالمية أم لا، فلا يوجد خلاف بين معظم المحللين على أن هذه الأسواق — التي يتم فيها تداول الأدوات بصورة مباشرة بين طرفين بدلا من تداولها في بورصة — نمت كثيرا من حيث الحجم والأهمية إلى حد أنه أصبح من الضروري إخراجها إلى العلن وإخضاعها لقواعد تنظيمية أكثر إحكاما.

وفي قمة بيتسبرغ المعقودة في عام ٢٠٠٩، دعا قادة الاقتصادات المتقدمة واقتصادات الأسواق الصاعدة لمجموعة العشرين إلى إصلاح شامل لهذه الأسواق، كان من المقرر الانتهاء منه بنهاية عام ٢٠١٢. ويفترض أن تؤدي الإصلاحات إلى زيادة سلامة التداول في المشتقات وشفافيته (بتمكين السلطات والمستثمرين من قياس تراكم الضغوط التي يمكن أن تنداعى وتتسبب في مشكلات مالية أوسع نطاقا).

ولكن بعد مرور أكثر من عامين على الموعد النهائي، لم تقم أي منطقة اختصاص بتنفيذ أي من الإصلاحات بالكامل، وبعض البلدان لم تبدأ حتى الخطوة الأولى. وتتضمن الإصلاحات التي تؤيدها مجموعة العشرين تغيير الطريقة التي يتعامل بها كل طرف (التي يطلق عليها بشكل جماعي، الأطراف المقابلة) في معظم عقود المشتقات مع الآخر. فبدلا من أن تكون العلاقة ثنائية بحتة، تريد مجموعة العشرين علاقة يتم فيها وضع طرف مقابل مركزي بين الطرفين في عملية تسمى مقاصة مركزية. ودعت مجموعة العشرين أيضا إلى نقل التداول خارج البورصة في كثير من المشتقات إلى البورصات أو منصات التداول الإلكتروني (نظم لتداول الأدوات المالية عن طريق شبكة الإنترنت). وبالنسبة للعقود التي لا تطبق عليها المقاصة المركزية، اقترح قادة مجموعة العشرين زيادة رأس المال المصرفي الإلزامي.

وقد تأخرت هذه الإصلاحات في حالات كثيرة لأنه قد تبين أن العمليتين التشريعية والتنظيمية اللازمتين لتنفيذها — بما في ذلك التنسيق عبر الحدود — أكثر تعقيدا مما كان متوقعا. وتترتب بعض الدول إلى أن تقوم أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية بتنفيذ الإصلاحات وتنقيحها. ويعنى هذا المقال بتقييم حالة عملية الإصلاح والاحتكاكات عبر الحدود التي نشأت.

نكبات ومخاطر كثيرة

تأتي المشتقات في أشكال كثيرة، حسب الأصل الذي تتصل قيمتها به وحسب خصائصها الهيكلية. والمشتقات في صميمها هي عقود، مثل العقود الآجلة والعقود المستقبلية، تتيح لطرف مقابل أن يشتري أو يبيع أصلا ما — قمحا أو نقداً أجنبيا أو نفطا — بسعر محدد في وقت معين لتثبيت الأسعار المستقبلية أو أسعار الصرف. إلا أن بعض المشتقات

إصلاح أسواق
المشتقات المتداولة
خارج البورصة
ماضٍ إلى الأمام
ولكن بخطوات
متأخرة عن الجدول
الزمني المقرر



متداولون في مجلس شيكاغو للتجارة (بورصة شيكاغو للسلع الأولية)، شيكاغو، الولايات المتحدة.

تكون عقود معقدة تتضمن مسببات ونتائج كثيرة، وفي بعض الأحيان متداخلة وشرطية.

ويمكن أن يكون للمشتقات دور اقتصادي مفيد. فعلى سبيل المثال، يمكن أن تستخدم الشركات والحكومات مشتقات تسمى مبادلات لتوسيع فرص الاستثمار والاقتراض وتحسين إمكانية التنبؤ بإيراداتها ونفقاتها. ويمكن لشركات الموارد الطبيعية والمزارعين تثبيت الأسعار باستخدام عقود آجلة للسلع الأولية. ويمكن أن تعتمد شركات الخطوط الجوية على مشتقات أساسها الطاقة للتحوط من تقلب أسعار الوقود. وتشمل هذه الأنواع من أنشطة الاستخدام النهائي معظم التداولات في هذه السوق التي يبلغ حجمها نحو ٧٠٠ تريليون دولار (راجع الرسم البياني).

ويتم تداول الغالبية العظمى من المشتقات خارج البورصة (راجع الجدول) عندما يقاس حجم التداول بالقيم الاسمية القائمة. والقيمة الاسمية هي قيمة الأصل الذي يتضمنه عقد المشتقات، والتي يتم التحكم فيها عادة بدفع مبلغ أقل بكثير في البداية يكون في العادة نسبة مئوية من القيمة الاسمية. وتعكس القيمة الاسمية أيضاً قيمة وسعر الأصول التي ستسلم في حالة عقود المستقبلات والعقود الآجلة. وعلى سبيل المثال، عند تحرير عقد أجل ينص على تسليم ١٠ آلاف غالون من وقود الطائرات بسعر ٣ دولارات للغالون يثبت سعر الشراء بمبلغ ٣٠ ألف دولار بغض النظر عما يحدث لأسعار الوقود على مدى عمر العقد. وبالنسبة لأنواع المشتقات الأخرى، كالمبادلات، تكون القيمة الاسمية الأساس الذي تطبق عليه أسعار الفائدة لحساب التزامات المدفوعات الدورية.

وإضافة إلى المخاطر السوقية المتصلة بالأصل الأساسي، يكون مستخدمو المشتقات منكشفين لمخاطر الطرف المقابل، أي احتمال توقف الطرف المقابل عن السداد عندما تتجاوز قيمة التزاماته للطرف المقابل غير المتوقع عن السداد القيمة المستحقة عليه لهذا الطرف. وتتغير قيمة هذه الالتزامات عندما تتغير أسعار الفائدة أو الأسعار أو المؤشرات الأساسية. وبالنسبة للمشتقات المتداولة في البورصات، تكون القيم قابلة للرصد بصورة مباشرة، ولكن في حالة المشتقات خارج البورصة، والتي لا تعلن في الغالب، يجب تقدير القيم باستخدام نماذج رياضية.

وعلاوة على ذلك، إذا كان لدى طرفين مقابلين عدة عقود فيما بينهما، فإنه يتعين على الطرف غير المتوقع عن السداد مواصلة

الوفاء بالتزاماته فيما يتعلق ببقية العقود مع الطرف المقابل المتوقع عن السداد. ويمكن تخفيف حدة هذه المخاطر بتغطية جميع المعاملات باتفاق شامل يسمح بتصفية «الإقفال» إذا توقف أحد الطرفين المقابلين عن السداد — أي تنتهي جميع التزامات الدفع التعاقدية للطرفين المقابلين، وتوازن القيم الموجبة والسالبة للعقود بعضها البعض للحصول على قيمة صافية واحدة تكون هي قيمة التسوية. ويمكن الحد من مخاطر الطرف المقابل بدرجة أكبر بإدراج شرط في العقد يلزم ذلك الطرف بإيداع ضمان (يسمى هامش) مقابل مخاطر الانكشاف والقيمة المتبقية (دراسة IMF، 2010). يمكن أن يتغير يومياً. وعادة يتكون الهامش من نقد أو سندات حكومية قابلة للتداول.

المقاصة المركزية

تمثل المدفوعات العادية والأنشطة المختلفة لإدارة المخاطر أثناء عمر عقد المشتقات عناصر ما يسمى «مقاصة». وفي العقود الثنائية، تحدث أنشطة المقاصة مباشرة بين الطرفين المقابلين، وفي المعاملات التي تتم فيها المقاصة مركزياً، تكون هناك مؤسسات مالية متخصصة، تسمى أطرافاً مقابلة مركزية، تضع نفسها بين الطرفين المقابلين (يطلق على كل منهما تعبير عضو المقاصة). ويستعاض عن العقد بين الطرفين المقابلين الأصليين بعقدين جديدين مع الطرف المقابل المركزي، يتخذ مكان كل من جانبي المعاملة. ويمكن أن تحسن الأطراف المقابلة المركزية سلامة وكفاءة النظام المالي. فهي تزيد من سلامة المعاملات من خلال إنفاذ أفضل الممارسات في مجال إدارة المخاطر — مثل إعادة تقييم العقد يومياً واشتراط إيداع هامش — وتسمح بمعالجة الحالات التي يتوقف فيها أعضاء المقاصة عن السداد بسلاسة أكبر. وإضافة إلى ذلك، تتيح الأطراف المقابلة المركزية التصفية متعددة الجوانب (مقابل التصفية الثنائية الموصوفة أعلاه)، التي يمكن أن يحد من الانكشاف لمخاطر الطرف المقابل النظامية. وفي حالة توقف أحد الطرفين المقابلين عن السداد، يمكن للأطراف المقابلة المركزية أن تحتوي مخاوف السوق من انتشار (عدوى) التوقف عن السداد بتيسير نقل مراكز أعضاء المقاصة الذين عجزوا عن السداد وأموال الهامش إلى أعضاء المقاصة ذوي الملاءة (دراسة Gregory، 2014).

وكان دور الطرف المقابل المركزي في احتواء العدوى أحد الأسباب الرئيسية التي جعلت مجموعة العشرين تدعو إلى إخضاع جميع عقود المشتقات ذات الأحكام والشروط الموحدة للمقاصة المركزية وليس الثنائية. ويمكن أيضاً أن تزيد المقاصة المركزية من سهولة إبلاغ معاملات المشتقات إلى مستودعات بيانات التداول، التي تقوم بجمع وتسجيل تفاصيل التداولات في المشتقات

عقود كثيرة

يتسم سوق المشتقات العالمية بالضخامة.

(القيم الاسمية للعقود القائمة، بمليارات الدولارات، ٣٠ يونيو ٢٠١٤)

عقود أسواق الفائدة	مداولة خارج البورصة	مداولة في البورصة
٦٥,٦٢٤	٥٦٣,٢٩٠	٦٥,٦٢٤
٣٧٩	٧٤,٧٨٢	٣٧٩
غير متاح	١٩,٤٦٢	غير متاح
٧,٤٦٠	٦,٩٤١	٧,٤٦٠
غير متاح	٢,٢٠٦	غير متاح
غير مخصصة	٢٤,٨١١	غير متاح
٧٣,٤٦٣	٦٩١,٤٩٢	٧٣,٤٦٣

المصدر دراسة BIS (2014).

ملحوظة: القيم الاسمية هي مجموع قيمة الأصل الذي يتضمنه عقد المشتقات. وتكون التداولات خارج البورصة ثنائية بين المشتري والبائع. وتحدث تداولات البورصة في سياق رسمي، وعادة ما يتم وضع هيئة مقاصة مركزية بين المشتري والبائع. والقيمة المخصصة هي تقدير بنك التسويات الدولية لمراكز المتعاملين غير المشاركين في المسح نصف السنوي الذي يجريه.

النمو بمعدلات سريعة للغاية

ظلت المشتقات المتداولة خارج البورصة تنمو بمعدلات سريعة للغاية على مدار العقد ونصف العقد الماضيين، باستثناء تباطؤ محدود أثناء الأزمة المالية العالمية.

(عقود المشتقات القائمة، بالقيم الاسمية، بتريليونات الدولارات)



المصدر دراسة BIS (2014).

ملحوظة: القيم الاسمية هي مجموع قيمة الأصل الذي يتضمنه عقد المشتقات. وتكون التداولات خارج البورصة ثنائية بين المشتري والبائع. وتحدث تداولات البورصة في سياق رسمي، وعادة ما يتم وضع هيئة مقاصة مركزية بين المشتري والبائع.

وأدى تضارب القواعد التنظيمية والاحتكاك بين البلدان أيضا إلى خلق صعوبات لم تكن متوقعة. وطلب قادة مجموعة العشرين من السلطات القطرية أن يجدوا سبلا للرجوع إلى القواعد التنظيمية لبعضها البعض، إلا أن الهيئات التنظيمية في الاتحاد الأوروبي اعترضت على فكرة قيام الأطراف المقابلة في الاتحاد الأوروبي باستخدام أطراف مقابلة مركزية موجودة في الولايات المتحدة، وتريد الهيئات التنظيمية في الولايات المتحدة أن تتداول المعاملات التي تتضمن أطرافا مقابلة أمريكية على منصات تداول تأذن بها الولايات المتحدة. ومع ذلك، فإن كثيرا من الإصلاحات ماض بنجاح. فأكثر من نصف جميع مشتقات أسعار الفائدة وحوالي ٤٠٪ من مشتقات الائتمان التي توجد لها أطراف مقابلة مركزية نشطة تطبق عليها المقاصة المركزية (دراسة FSB, 2014a). ويجري حاليا إبلاغ تقريبا جميع تداولات المشتقات لأسعار الفائدة والائتمان التي تتم خارج البورصة إلى مستودعات بيانات التداول.

البطء على جبهات كثيرة

إلا أن الأمور تمضي ببطء في أماكن أخرى. وعلى سبيل المثال، كان نقل التداولات إلى منصات إلكترونية أبطأ من نقلها إلى أطراف مقابلة مركزية، وهو ما يعزى جزئيا إلى هذه الخطوة تتطلب عددا كبيرا جدا من القواعد الجديدة. ولا يزال من الضروري الاتفاق على المعايير بشأن عبارتي «حسبما ينطبق» و «موحد» على مستوى وضع المعايير العالمية. وتوجد حواجز قانونية تعوق إعداد التقارير وتبادل المعلومات في عدد من مناطق الاختصاص. وتشمل هذه الحواجز قوانين الخصوصية وسرية البنوك ونظم حماية البيانات. ويمكن أن يؤدي انتشار مستودعات بيانات التداول إلى إيجاد صعوبات في الحصول على رؤية مجملية للسوق وترابطاته. وقد أدت هذه الصعوبة إلى توجيه دعوات لزيادة توحيد التقارير وإنشاء مركز موحد للبيانات تجمع فيه البيانات من مستودعات بيانات التداول المصرح بها حاليا والتي يقارب عددها ٢٤ مستودعا (دراسة FSB, 2014b).

ويجب أن ننظر السلطات إلى ما هو أبعد من مصالحها الوطنية حتى يتسنى لها السيطرة على المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي العالمي. ويعتمد النجاح على قيام البلدان بالرجوع إلى القواعد التنظيمية المعمول بها في كل منها إذا كانت تحقق نتائج متشابهة، وعلى التوصل إلى حلول توفيقية، بما في ذلك فيما يتعلق بقوانين الخصوصية وغيرها من القوانين التي تعوق تبادل المعلومات عبر الحدود. ■

جون كيف خبير أول في القطاع المالي في إدارة الأسواق النقدية والراسمالية بصندوق النقد الدولي.

المراجع:

Bank for International Settlements (BIS), 2014, "OTC Derivatives Market Activity in the First Half of 2014," Statistical Release (Basel).

Financial Stability Board (FSB), 2014a, "OTC Derivatives Market Reforms: Eighth Progress Report on Implementation" (Basel: Bank for International Settlements).

—, 2014b, "Feasibility Study on Approaches to Aggregate OTC Derivatives Data," Consultation Paper (Basel: Bank for International Settlements).

Gregory, Jon, 2014, Central Counterparties: Mandatory Central Clearing and Initial Margin Requirements for OTC Derivatives (Hoboken, New Jersey: Wiley Finance).

International Monetary Fund (IMF), 2010, "Making Over-the-Counter Derivatives Safer: The Role of Central Counterparties," Global Financial Stability Report, Chapter 3 (Washington, April).

خارج البورصة. (دعت مجموعة العشرين أيضا إلى إبلاغ معاملات المشتقات خارج البورصة إلى مستودعات بيانات التداول). ويمكن أن تساعد إتاحة هذه السجلات الهيئات التنظيمية والسلطات المعنية بتحقيق الاستقرار المالي على كشف تراكم الانكشافات الخطيرة للمخاطر وأثار الانتشار التدريجي المحتملة في حالة توقف أحد الطرفين المقابلين عن السداد. ويركز شرط المقاصة المركزية على توحيد العقود، لأنه يصعب على الأطراف المقابلة المركزية تقييم عقود المشتقات المطوعة لأغراض مخصصة وترصيدا بالرجوع إلى عقود أخرى.

ودعت مجموعة العشرين أيضا إلى أن يتم تداول جميع العقود ذات الشروط والأحكام الموحدة في بورصات أو منصات للتداول الإلكتروني، حسبما يكون مناسباً (مثلا عندما يكون حجم التداول كافيا). وترى

يفترض أن تؤدي الإصلاحات إلى زيادة سلامة التداول في المشتقات وشفافيته

مجموعة العشرين أن المعاملات التي تفتقر إلى الشفافية، كتلك التي تتضمن تداولات ثنائية، تنتقص من موثوقية الأسواق وتعرضها لمخاطر متزايدة، لا سيما في حالات الضغوط. ويمكن أن يؤدي عدم الشفافية أيضا إلى صعوبة أكبر في تحديد قيمة المعاملات، وهو ما يمكن أن يؤثر على إدارة المخاطر. وهناك هيئة عالمية أخرى، هو مجلس هيئة الاستقرار المالي، التي كلفها قادة مجموعة العشرين بمهمة مراقبة تنفيذ الإصلاحات، دعت أيضا إلى تحسين معايير إدارة المخاطر، بما في ذلك إيداع هامش، بالنسبة للمشتقات التي لا تتم فيها المقاصة مركزيا.

وبوجه عام، تحدث عملية الإصلاح على مستويين:

- مستوى الأطر والمبادئ الشاملة التي تقررها الهيئات العالمية المعنية بوضع المعايير، والتي تكفل تنفيذ التغييرات بطريقة متسقة دوليا وغير تمييزية.

- مستوى السلطات الوطنية، التي تضع القوانين واللوائح المناسبة. وتوشك عملية وضع المعايير العالمية على الاكتمال، إلا أن بعضا من الأجزاء المتبقية لا تزال شائكة بوجه خاص. وعلى سبيل المثال، تم الانتهاء من إعداد مبادئ إدارة المخاطر والمبادئ التنظيمية للأطراف المقابلة المركزية، لكن لم يتم بعد الانتهاء من وضع القواعد التي تحدد المنتجات الموحدة بالقدر الذي يؤهلها للمقاصة المركزية الملزمة. ورغم أن معظم المبادئ التنظيمية العالمية لإبلاغ التداولات قد وضعت، فلا يزال العمل مستمرا على توحيد معايير التحديد على مستويي الأطراف المقابلة والمنتجات لضمان وجود مسمى واحد للمعاملات المتشابهة.

إلا أن التقدم على المستويات الوطنية متأخر في الكثير من الجبهات. وقد قطعت الولايات المتحدة أطول الأشواط. فقد نفذت تقريبا جميع القواعد التنظيمية المتعلقة بالمشتقات التي تقع ضمن الاختصاص التنظيمي العام للجنة تداول العقود المستقبلية للسلع الأولية. إلا أن الولايات المتحدة لم تبدأ في إخضاع المشتقات للوائح هيئة الأوراق المالية وعمليات البورصة إلا في الآونة الأخيرة. والتقدم الذي أحرزته أوروبا متأخر عن التقدم الذي أحرزته لجنة تداول العقود المستقبلية للسلع الأولية في الولايات المتحدة لأن عملية الإصلاح تتضمن التنسيق بين ٢٨ بلدا عضوا والهيئات التنظيمية لهذه البلدان. وعلاوة على ذلك، تمثل القوانين واللوائح التي تغطي شرط منصة التداول جزءا من عملية إصلاح شاملة للقواعد التنظيمية التي تحكم خدمات الاستثمار. وتنتظر بعض البلدان الأخرى، إما لتقييم أثر الإصلاحات على أسواقها أو لاستكمال العمليتين الجاريتين في الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة.