Economic Researcher Review
ISSN: 2335-1748 EISSN: 2588-235X
VOL 13, N^{O} 1 (Year 2025)
Available online at https://www.asjp.cerist.dz/en/PresentationRevue/85

أثر الإصلاحات التنظيمية على سوق المشتقات المالية المتداولة في الأسواق غير المنظمة

Impact of regulatory reforms on the OTC derivative market

زيات عادل [1]
[1] *جامعة سطيف 1 فرحات عباس*
adel.ziet@univ-setif.dz
0000-0002-1519-4085

دومي سمرة [2]
[2] *جامعة سطيف 1 فرحات عباس*
sdoumi@univ-setif.dz
0009-0007-7004-346X

تاريخ الاستلام: 14-03-2025 **تاريخ القبول:** 20-06-2025 **تاريخ النشر:** 30-06-2025

ملخص :
تحاول الدراسة تناول أثر الإصلاحات التنظيمية على سوق المشتقات المالية المتداولة في الأسواق غير المنظمة، خاصة في ظل تعدد وتنوع الأزمات المالية في المدة الأخيرة. وتبرز أهمية الموضوع في محاولته التعرف على مدى مساهمة هذه الإصلاحات في تعزيز الاستقرار المالي وتقليل المخاطر النظامية الناتجة عن الاستخدام المفرط لهذه الأدوات المالية المعقدة. ولقد اعتمدت الدراسة على منهج وصفي تحليلي، حيث تم استعراض مختلف الإصلاحات التي طبقت على سوق المشتقات المالية المتداولة خارج البورصة، مثل متطلبات الشفافية، وتطبيق معايير الإبلاغ، وزيادة دور هيئات الرقابة ثم تم تحليل بيانات سوق المشتقات المالية قبل وبعد الإصلاحات لتقييم فعاليتها. ولقد أظهرت النتائج أن هذه الإصلاحات ساهمت في تحسين الشفافية وتقليل مخاطر التعرض للطرف المقابل، إلا أن بعض التحديات لا تزال قائمة، مثل التكيف مع الأطر التنظيمية الجديدة وتأثيرها على سيولة السوق. توصي الدراسة بضرورة التوازن بين الرقابة والمرونة لضمان سوق أكثر استقرارًا وكفاءة.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المتداولة خارج البورصة؛ الأزمة المالية؛ الإصلاحات التنظيمية؛ المخاطر النظامية؛ الشفافية.

تصنيف JEL : F39؛ G18؛ P11.

Abstract
This study aims to examine the impact of regulatory reforms on the over-the-counter (OTC) derivatives market, particularly in response to the complexity of financial crises in recent years. The topic's significance lies in its attempt to demonstrate how these reforms contribute to enhancing financial stability and reducing systemic risks arising from the excessive use of these complex instruments. Adopting a descriptive and analytical approach, the study reviews the various reforms implemented in the OTC derivatives market, including transparency requirements, the enforcement of reporting standards, and the strengthening of regulatory oversight. It then analyzes market data before and after these reforms to assess their effectiveness. The findings reveal that these reforms have significantly improved transparency and reduced counterparty risk exposure. However, challenges persist, particularly regarding market participants' adaptation to new regulatory frameworks and their impact on market liquidity. The study underscores the need for a balanced approach that ensures both robust oversight and sufficient flexibility to maintain a stable and efficient market.

Keywords OTC derivatives; financial crisis; regulatory reforms; systemic risks; systemic risks.

Jel Classification: F39, G18, P11.

Cite this article
زيات، ع.، دومي، س. (2025). أثر الإصلاحات التنظيمية على سوق المشتقات المالية المتداولة في الأسواق غير المنظمة. مجلة الباحث الاقتصادي، 13(1)، 147-162.

This article is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license

1- تمهيد :

إن الأزمات والتقلبات والنمو والركود من مميزات الاقتصاد الرأسمالي التي يصعب التنبؤ بها ولا يمكن التخلص منها. ولقد عرف العالم عدة أزمات، لعل أهمها وأشهرها أزمة الكساد في ثلاثينيات القرن الماضي، وأزمة الرهن العقاري في سنة 2008. ويصنف الاقتصاديون الأزمة الأخيرة على أنها الأعنف منذ تعافي الاقتصاديات الرأسمالية من الآثار الجسيمة لأزمة 1929 بسبب حجم الخسائر التي ترتبت عنها، والعدد الكبير من الدول الذي تضرر منها. وهي بذلك تختلف عن بقية الأزمات في العديد من الجوانب، لعل أهمها الدور السلبي الذي لعبته المشتقات المالية.

إن الاستخدام الواسع لهذه المنتجات، ونزعة الساسة الأمريكيين إلى تحرير الاقتصاد الأمريكي من كل أنواع القيود والرقابة، تسبب في انحراف وول ستريت عن مساره السليم وتحوله إلى سوق يقوم فيه المتعاملون بالمضاربة والرهان، وجني الأرباح العالية في البداية، ثم خلق فقاعة وهمية سرعان ما تنفجر مسببة انهيارا كبيرا وخسائر طائلة. وقد تطرق توماس فريدمان لهذه الفقاعة في مقال نشره في جريدة نيويورك تايمز، وأرجع أسبابها إلى الجشع والمخاطرة والمضاربات ومغريات الإثراء السريع والتمادي بشكل مبالغ فيه في محاولة الحصول على العوائد المالية العالية.

لقد دفعت الخسائر الضخمة التي نتجت عن الأزمة قادة العالم، إلى التفكير في كبح جماح المضاربة والرهان في سوق المشتقات المالية. وتم التأكد بعد تقييم واقع الحال، أن الخلل يكمن في دعائم النظام الحالي. وبالتالي فإن الحل الجذري الوحيد للإصلاح، هو الاستبدال بهذه الدعائم دعائم أخرى أكثر قوةً وثباتاً واستقراراً، والبناء فوقها من جديد، أو ببساطة تغيير طبيعة هذا النظام بشكل كامل، وإلا سيبقى عرضةً للأزمات بمختلف أنواعها، مع كل ما يترتب عنها من تبعات. ولقد تم وضع خارطة طريق في قمة بيتسبورغ المنعقدة في سبتمبر 2009 لإصلاح سوق المشتقات المالية المتداولة في الأسواق غير المنظمة.

1.1- إشكالية البحث :

بعد عشر سنوات من بداية تطبيق هذه الإصلاحات، وفي ظل المستجدات الدولية الحالية التي طغت عليها الأزمة الصحية الناتجة عن فيروس كورونا وتداعياتها السلبية على اقتصاديات كل دول العالم، جاء هذا المقال لمعالجة إشكالية مدى نجاح الإصلاحات في تأمين العالم من مخاطر المشتقات المالية المتداولة في الأسواق غير المنظمة. ولقد تم تقسيم التساؤل السابق إلى التساؤلات الفرعية التالية:

-ما طبيعة الإصلاحات المطبقة في سوق المشتقات المالية؟

-ما هو واقع تطبيق هذه الإصلاحات في أهم المراكز المالية التي يتم فيها تداول المشتقات؟

-كيف كان أداء سوق المشتقات المالية أثناء أزمة كوفيد 19.

2.1 – فرضيات البحث :

للإجابة عن التساؤلات السابقة تم وضع الفرضيات التالية:

- تم تصحيح العديد من الاختلالات التي يعاني منها سوق المشتقات المالية.

- تفاعلت الدول بشكل إيجابي مع الإصلاحات المقترحة.

-لم يتأثر سوق المشتقات المالية بأزمة كوفيد 19.

3.1. – أهداف البحث :

تتمثل أهداف الدراسة في:

التعرف على الإصلاحات التي تم فرضها في السوق غير المنظم للمشتقات المالية.

التعرف على سيرورة تطبيق دول العالم لهذه الإصلاحات.

التعرف على أداء سوق المشتقات أثناء أزمة كوفيد.

4.1. – أهمية البحث :

تستمد الدراسة أهميتها من:

-أهمية استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر.

-الضجة التي أحدثتها أزمة 2008 حول المشتقات المالية.

-تخوف بعض السلطات النقدية من المشتقات المالية المتداولة في الأسواق غير المنظمة.

5.1. – الدراسات السابقة:

أخذ موضوع المشتقات المالية حيزا كبيرا من البحوث والدراسات سواء على المستوى الدولي أو المحلي، لما له من انعكاسات على درجة خطورة النشاط الاقتصادي. فسوق المشتقات المالية عرف تطورا هائلا خلال العشريتين الماضيتين، وذلك دلالة كبيرة على أهمية منتجاته ودورها في رفع الإبهام عن حالات عدم التأكد التي تحيط بمعظم الممارسات التجارية والمالية. في هذا الإطار، تناول كل من مقدم وقدال إحصائيات مهمة جدا حول تطور سوق المشتقات المالية، وخلصت دراستهما إلى محافظة السوق على نسب نموه ووصوله إلى أرقام كبيرة جدا تعدت 1.4 تريليون دولار كتداول يومي سنة 2017. كما قدم الباحثان تفصيلا عن أهم أنواع المشتقات المالية وترتيبها من حيث حجم التداول. فنجد من خلال هذه الدراسة أن مشتقات معدلات الفائدة تأتي في الرتبة الأولى متخطية مشتقات الصرف بنسب كبيرة (مقدم و قدال، 2019، الصفحات 166-182). رغم أهمية هذه الدراسة التي حاولت تقديم أرقام عن السوق وتحديد أهم الأسواق النشطة في هذا المجال، إلا أنها تبقى دراسة وصفية لم تعالج أحد أهم إشكاليات سوق المشتقات والمتمثل في استخداماتها ودورها في التحوط من المخاطر. النقطة السابقة تمت معالجتها في البحث المقدم من قبل كل من نسيلي ونشنش، واللتان حاولتا من خلاله تبيان أهمية العقود المشتقة في إدارة المخاطر، دون إهمال الجوانب السيئة لتلك العقود في حالة الاستخدام غير الملائم. وقدمتا خلال بحثهما بعض الإحصائيات عن الخسائر التي تكبدتها بعض المؤسسات بسبب المضاربة بالمشتقات. كما تناول البحث دور المشتقات المالية في تعقيد الأزمة المالية لسنة 2008، وخلص إلى أن المشتقات المالية كأدوات ابتكاريه حديثة في إدارة المخاطر، يمكن أن تتحول إلى قنابل موقوتة أثناء الأزمات خصوصا إذا أسيء استخدامها (نسيلي و نشنش ، 2020، الصفحات 525-541). نفس هذه النتائج تقريبا وصل إليها قبلهم جاب الله سنة 2016، حيث توصل الباحث إلى أن بعض خصائص المشتقات المالية، وغياب الشفافية كان سببا في تفاقم أزمة الرهن العقاري وعاملا أساسيا في انتشارها في العالم. وأضاف في مقاله، أن عدم إدراك المتعاملين بمدى خطورة الابتكارات المالية وتركيبتها وسوء التقدير غير البريء لمؤسسات التصنيف الدولي، جعلها تلعب دورا مخالفا للدور الذي كان من المفروض أن تؤديه. فساهمت بالتالي في زعزعة استقرار الأسواق عوض تهدئتها (جاب الله، 2016، الصفحات 137-154). ما حدث من نقاشات حول ضرورة إصلاح سوق المشتقات، خصوصا تلك التي يتم تداولها في الأسواق غير المنظمة، كان محور البحث المقدم من قبل Salifu، الذي أبرز أولا الدور السلبي للمشتقات المالية أثناء أزمة 2008، وعرض حالات عديدة من الفشل المالي لبعض المؤسسات، ثم انتقل إلى الإصلاحات التي جاءت بعد الأزمة. ومن بين الإصلاحات التي قام بعرضها في بحثه، نذكر تبني نظام المقاصة المركزية في السوق الحر والتداول ضمن أنظمة تداول الكترونية والتوحيد القياسي للمنتجات المتداولة في الأسواق الحرة، إلى جانب رفع متطلبات رأس المال (Salifu, 2018, pp. 53-76). آثار الإصلاحات في أرض الواقع، ومدى التزام السلطات المعنية في دول العالم بالإصلاحات المقترحة، كان محور التقرير الصادر عن مجلس الاستقرار المالي (FSB).

ولقد أوضح التقرير التزام معظم الدول بالإصلاحات، وبين أن أغلبها وصل إلى مستويات متقدمة. ولقد توصل البحث إلى نتيجتين هامتين: الأولى، أن هناك تغيرات إيجابية حدثت في سوق المشتقات غير المنظمة خصوصا فيما يتعلق بهيكل السوق وآليات الرقابة فيه. الثانية، تتمثل في أن الإصلاحات أدت إلى تحسن سيولة السوق وإلى زيادة قدرة المتعاملين على التحوط من المخاطر (FSB, june 2017, pp. 1-56). ويعتبر التقرير المعد من قبل الجمعية الدولية لعقود المبادلة والمشتقات (ISDA) ذو أهمية كبيرة، باعتبار أنه يقدم نتائج أول اختبار حقيقي لأداء سوق المشتقات المالية غير المنظمة أثناء الأزمة. فالتقرير بين أن أداء السوق تحسن ولم يتأثر كثيرا بالتداعيات الاقتصادية والمالية لأزمة كوفيد 19، والأهم من ذلك، أنه لم يؤدي دورا سلبيا أثناء الأزمة، وهو ما يعني حسب التقرير زيادة مناعة السوق أثناء الأزمات. وأرجع التقرير هذا الأداء المتميز إلى الإصلاحات التي بدأ العالم في تطبيقها منذ عشر سنوات (ISDA, 2021, pp. 1-26) .

2. الأزمة المالية ودور المشتقات المالية:

بدأت أزمة 2008 في سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم انتقلت بسرعة كبيرة إلى بقية النظام التمويلي من خلال شبكة معقدة من المشتقات المالية المترابطة، فزاد نتيجة لذلك الغموض وعدم التأكد في اتخاذ القرار، وأسفر عن وقوع خسائر فادحة.

1.2. لمحة عن أزمة الرهن العقاري: عرف سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية ازدهارا كبيرا في النصف الأول من العشرية الماضية بسبب محاولة المستثمرين تجنب المخاطرة من خلال اللجوء إلى التعامل في الأصول العقارية الآمنة، نتيجة للأحداث المالية التي سبقت وأعقبت تفجيرات 11 سبتمبر 2001. ونتيجة لكثرة الطلب على العقارات، ارتفعت أسعار المساكن في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وانتقلت قيمتها من 30 تريليون دولار عام 2001 إلى 70 تريليون دولار عام 2005 (قصبة، 2012، صفحة 535). ولقد ترافقت هذه الزيادة مع ارتفاع كبير في المعروض من العقارات، وزيادة كبيرة في حجم سندات الرهن العقاري المرتبطة بها على اختلاف أنواعها، وخاصة السندات ضعيفة الجدارة الائتمانية. وهو ما دفع شركات الرهن العقاري والبنوك الاستثمارية للتوجه بقروضهم إلى شريحة أكبر من العملاء، لتصبح تشمل من لا يتمتعون بسجل ائتماني جيد. ومع استمرار الارتفاع المطرد في أسعار العقارات، لم يتردد المقترضين على الوفاء بالتزاماتهم. فالقادرين على السداد استمروا في دفع أقساطهم، أما غير القادرين على السداد، فقد قاموا بالتعاقد على قروض جديدة تمنح على أساس إعادة تقييم العقارات المرهونة، واستخدموا القروض الجديدة للوفاء بأقساط القرض القديم،

وحتى تتمكن البنوك من توزيع المخاطر، وزيادة السيولة ورفع الأرباح، زادت نشاطها في عمليات التوريق، فقامت في إطار ذلك، بتجميع كميات كبيرة من السندات التي تحمل علامات تصنيف ائتمانية متفاوتة، وبيعها ككتلة واحدة (حزم السندات) لأحد كبار المستثمرين في الأسواق المالية الثانوية. وتمادت البنوك في هذه العمليات بسبب أنها، أولا مسجلة خارج الميزانية وعدم خضوعها للرقابة والمتابعة، ولا تدخل بالتالي في تقييم الوضع المالي للمؤسسة. وثانيا، بسبب القبول والرواج الكبير الذي لقيته لدى المستثمرين الدوليين لما تتميز به من خصائص، كارتفاع العوائد وانخفاض المخاطر والسيولة العالية التي تتمتع بها (بلانشار، 2009، صفحة 38).

ولعبت شركات التصنيف العالمية دورا كبيرا في التأثير على القرارات الاستثمارية لكبار المستثمرين الدوليين، حيث أن درجات التصنيف العالية التي منحت لهذه الحزم، كانت بمثابة الضوء الأخضر لرؤوس الأموال للاستثمار فيها. ولم تكن هذه السندات متداولة في سوق المال الأمريكي فحسب، بل انتشرت في كل الأسواق المالية العالمية، وهو ما ساعد فيما بعد إلى انتقال الأزمة من الاقتصاد الأمريكي إلى معظم المراكز المالية العالمية. ولقد لعب سلوك المؤسسات المالية دورا رئيسيا في نقل جزء كبير من المخاطر إلى الأسواق المالية، وتمركزها لدى عدد قليل من المستثمرين الكبار، فزادت بالتالي المخاطر النظامية التي عجلت في حدوث الأزمة.

بقيت الأمور على ما هي عليه، إلى أن قرر البنك الفدرالي الأمريكي رفع معدلات الفائدة (انتقل من 1% في أواخر 2004 إلى 5.25% في بداية عام 2007) لمواجهة التضخم، ونتج عن هذا القرار، ارتفاع تكلفة الاقتراض وزيادة الأقساط المطلوبة من المقترضين، مما جعل عددا متزايدا منهم يتوقفون عن الوفاء بالتزاماتهم. ومع تزايد حالات التعثر المالي، بدأت البنوك في إجراءات نزع الملكية وبيع السكنات المرهونة، مما

أدى إلى زيادة الضغوطات في السوق العقارية من جهة، والى تدني أسعار سندات الرهن العقاري وتكبد كل من يمتلكها خسائر كبيرة من جهة أخرى وهو ما أدى الى إفلاس العديد منهم كبنك ليمون براذرز، الذي يعد إفلاسه الحدث الأبرز والبداية الفعلية للأزمة (منظمة المؤتمر الإسلامي، 2009، صفحة 4).

ورغم نجاح السلطات في الولايات المتحدة الأمريكية من إنقاذ أكبر شركة تأمين في العالم AIG، إلا أن ذلك لم يمنع حدوث هزات عنيفة في السوق المالية الأمريكية من خلال انخفاض مؤشر داون جونز الصناعي من 14198 نقطة أواخر عام 2007، إلى 6547 نقطة منتصف 2009، وتبع ذلك انخفاض الناتج المحلي الإجمالي وزيادة معدلات البطالة (قصبة، 2012، صفحة 546)..

2.2. أسباب الأزمة: يمكن تحديد أسباب الأزمة في النقاط التالية:

–منح القروض العقارية بمخاطر عالية: لقد كان ازدهار سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية ومحاولة تعظيم الأرباح، سببين كافيين لإقدام البنوك والمؤسسات المالية الأخرى على منح القروض العقارية بدرجات مخاطرة مرتفعة، دون ان تحصل على ضمانات كافية للسداد.

–التدخل الحكومي: خلافا لما يعتقد البعض بأن الأزمة كان سببها رفع القيود، هناك أدلة ميدانية موثوقة تثبت أن تدخل السلطات الأمريكية بشكل مباشر في سوق العقار وعلى وجه الخصوص في إجراءات الإقراض للبنوك الخاصة، كان له دورا هاما في خلق الشروط الموضوعية لنشوب الأزمة (رزاق، 2009، صفحة 1).

–التوريق: أدت عمليات التوريق إلى إدراج السندات ضمن مجموعات بعد إعطاء كل سند تصنيفا ائتمانيا معينا عن طريق وكالات التصنيف، ثم تقسيم كل مجموعة إلى عدة شرائح وفقا لتصنيفها الائتماني. ومع زيادة سرعة تداولها زاد تركز المخاطر فيها، وفقدت جزء كبير من قيمتها عند التصفية (قصبة، 2012، صفحة 551). وبتزاوج المديونية المفرطة مع المجازفات غير محسوبة المخاطر في معظم الأسواق المالية، تشكل ما يعرف بالهرم المقلوب، حيث أن حجم الكتلة النقدية المتداولة مضافا إليها حجم الديون المقدمة من قبل البنوك التجارية، وتلك الناشئة عما يسمى بتوريق الديون، أدى إلى مضاعفة وسائل الدفع الكامنة، فأصبحت الديون في علاقة غير تناسبية مع حجم الثروة الحقيقية للدول (بوجلال، 2010، صفحة 67).

–ندرة المعلومات الموثوقة وسيطرة عدم الثقة في الأسواق: فقدت حزم القروض المشكلة معلومات قيمة تتعلق بالمخاطر الكامنة في هذه الأوراق المالية الجديدة المركبة والمعقدة جراء لجوء البنوك إلى عمليات التوريق، والتعامل المكثف بالمشتقات المالية. كما أن سوء الأداء المالي وإفلاس بنك ليمان برذرز، دفع باتجاه عدم الثقة في الأسواق وفي المنظومة المالية والاقتصادية، واتجه المودعون بكثافة نحو سحب ودائعهم من البنوك، وأثر ذلك على سيولة القطاع البنكي والمؤسسات المالية الأخرى. ولم تنجح تدخلات البنوك المركزية في معالجة مشكل السيولة بسبب عدم حيازتها على المعلومات الملخصة لدرجة المخاطرة التي تهدد القطاع المالي (أبو فارة، 2015، صفحة 145).

–التعامل بالمشتقات المالية: أثبت الواقع أثناء أزمة 2008، أن المشتقات المالية عبارة عن أدوات مالية سامة تحمل في طياتها مخاطر مالية كبيرة يصعب تقديرها والتعامل معها، على أساس أن أصولها تتمثل في حزم قروض (عملية التوريق) توزعت بفضل العولمة المالية في كل الأسواق المالية العالمية، وتنقلت من مستثمر إلى آخر، ومن مؤسسة مالية إلى أخرى، وبلغت قيمتها ستة أضعاف القيمة السوقية للرهون العقارية. وبعد أن ارتفعت نسبة التخلف عن السداد، زادت مشكلة السيولة لدى البنوك التي قامت بمنح القروض للقطاع العقاري وانفجرت الفقاعة المالية في شكل أزمة ثقة، سيولة وجهة مقابلة.

–الفساد المالي: يعتبر الفساد الذي استشرى على حد سواء في المؤسسات الخاصة أو الهيئات الرسمية، أحد مسببات الأزمة المالية العالمية التي انفجرت عام 2008. ومع تفاقم هذه الظاهرة، وتزايدها خصوصا في مجال الأسواق المالية والمؤسسات المالية، زادت مساهمتها في

حدوث الأزمة المالية. ومن بين قصص الاحتيال، تلك التي قام بها برنارد مادوف الذي تمكن من الاحتيال على عدد كبير من رجال الأعمال ومؤسسات بمبلغ يزيد عن 50 مليار دولار (النجار، 2008، صفحة 60).

–رفع القيود التشريعية: إن إيمان الإدارات الأمريكية المتتابعة خلال العقود الماضية بقيم الحرية الاقتصادية وعدم تدخل الدولة التي أرساها آدم سميث، جعلها تسارع في رفع التشريعات التي تقيد عمل القطاع المالي. غير أن قوى السوق، لم تستطع كما كان متصورا أن تنظم السوق، فحدثت الكارثة بسبب تطبيق الفكر الليبرالي الجديد (عبد السلام، 2010، صفحة 35). فالإفراط في الثقة في الأسواق، وفي قدرتها على التوازن، هو الذي جعل الجهات الرقابية غير قادرة على التقييم الدقيق لحجم المخاطر الكامنة في النظام، وبالتالي أصبحت غير قادرة على اتخاذ الإجراءات التصحيحية الملائمة.

3.2. دور المشتقات في تعقيد أزمة الرهن العقاري: إن الطبيعة المعقدة للمشتقات المالية، وغياب الشفافية في المعاملات والصفقات وعدم تصريح المتعاملين بكل المعلومات المتعلقة بالصفقات، أدت إلى زيادة تمركز المخاطر في النظام المالي وزيادة كبيرة في خطر الجهة المقابلة. هذه النتائج تم إثباتها أثناء أزمة 2008، أين ساهمت بعض المشتقات المتداولة في الأسواق غير المنظمة بشكل كبير في تعقيد الأزمة، وإلى زيادة سرعة انتقال العدوة من اقتصاد إلى آخر من خلال مساهمتها في تراكم المخاطر النظامية في السوق. ولقد تم تفسير عدم قدرة السلطات النقدية على التدخل بشكل فعال لتصحيح الأوضاع آنذاك، إلى عدم حيازتها على المعلومات والبيانات الكافية حول المراكز المكشوفة لمختلف المتعاملين في السوق وعلى وجه الخصوص صناع السوق. فغياب الشفافية في السوق، كان عاملا حاسما في تقييد حركة السلطات المختصة لتصحيح الاختلال الملاحظ ورصد تجاوزات المتعاملين والتصدي لها. ويرجع السبب الرئيسي لضعف الشفافية، إلى قصور نظام تدفق المعلومات والمعطيات في السوق، وعدم قدرته على توفير المعلومات ونشرها على مختلف المتعاملين في الوقت المناسب.

ومن أبرز المشتقات التي سلط عليها الضوء أثناء الأزمة، عقود مبادلة التعثر الائتماني (CDs (credit default swap، وهي أدوات مالية تم ابتكارها في سنة 1997 من قبل بنك جي بي مورغن ستانلي تشاس، وتعرف بأنها عقود مالية مشتقة يتم التعاقد عليها من قبل طرفين، الطرف المشتري لها يدفع للطرف البائع مدفوعات دورية ثابتة على أن يتلقى منه مبلغا محدد من المال في حالة تخلف المدين عن سداد سند الدين المضمون جزئيا أو كليا (قصبة، 2012، صفحة 552). بصيغة أخرى، فهي اتفاقية بين طرفين، يدفع بموجبها الأول كوبون دوري ثابت طيلة حياة الاتفاقية المقررة، بينما لا يقدم الثاني أية دفعات ما لم يحصل حدث ائتماني محدد (كالإفلاس)، وعند وقوع الحدث يدفع الطرف الثاني للأول ويتم إنهاء المبادلة (عثمان، 2013، صفحة 89).

ويمكن اعتبار هذه العقود بأنها عقود مقامرة، لأن البائع لا يُشْتَرَط فيه أن يكون شركة تأمين أو مؤسسة مالية، كما أن المشتري لا يشترط أن يكون مالكا للأصل المعرض للخطر، ولا معرض أصلا لخطر التعثر الائتماني. ولزيادة سيولة هذه العقود، تم استحداث سوق ثانوي يتم فيه تبادل عقود مبادلة التعثر المالي. ونتيجة للتسهيلات سابقة الذكر، وخصائص هذه العقود، عرفت نموا كبيرا منذ نشأتها حيث أن حجم السوق انتقل من 900 مليار دولار سنة 2000 إلى أكثر من 58 تريليون دولار في أواخر 2007 (BIS, 2014).

إن الاستخدام الواسع للمشتقات المالية، ونزعة الساسة الأمريكيين إلى تحرير الاقتصاد الأمريكي من كل أنواع القيود والرقابة، تسبب في انحراف وول ستريت عن مساره السليم وحوله إلى كازينو للقمار، يقوم المتعاملون فيه بالمضاربة والرهان، وجني الأرباح العالية في البداية، وتحويله إلى فقاعة وهمية تبدأ في الانفجار شيئا فشيئا، ثم تبدأ الانهيارات والخسائر. وقد تطرق توماس فريدمان لهذه الفقاعة في مقال نشره في جريدة نيويورك تايمز، وأرجع أسبابها إلى الجشع والمخاطرة والمضاربات ومغريات الإثراء السريع والتمادي بشكل مبالغ فيه في محاولة الحصول على العوائد المالية العالية، وشبه ما حدث في وول ستريت بما يجري في كازينوهات لاس فيغاس.

ومهما يكن من أمر، يمكن القول أن المقامرة في الكازينوهات أقل ضررا من المقامرة في سوق المشتقات المالية، وذلك أن اللاعبين في الكازينوهات يقامرون بأموالهم الخاصة، بينما على العكس نجد في الأسواق المالية البنوك والمؤسسات المالية تقامر بأموال المودعين والمستثمرين

والمقرضين، وبأموال مؤسسات أخرى وتؤثر الخسائر التي يتكبدونها بأضعاف مضاعفة على هذه المؤسسات وعلى إجمالي الاقتصاد القومي والدولي، لأن حجم الديون المراهن عليها تكون أضعاف حجم الرهن الحقيقي. فعلى سبيل المثال نجد أن حجم الديون العقارية التي تم الرهان عليها في مجازفات سوق المشتقات بلغ 62 تريليون دولار في نهاية عام 2007، مع أن حجم الرهن العقاري لم يتعدى 10.5 تريليون دولار وقيمة الرهن العقاري منخفض الملاءة قد بلغ 1.3 تريليون دولار فقط (مسعود، 2010، صفحة 63). كل ما سبق يدل، على أن أزمة الرهن العقاري قد اندلعت نتيجة لرغبة المستثمرين غير المحدودة لتحقيق أعلى الأرباح على حساب المعايير السوقية المتعارف عليها، وذلك من خلال تدوير البنوك للقروض مرة تلو الأخرى للحصول على المزيد من الأرباح ومن خلال المضاربات التي تغلغلت في الأسواق المالية بدرجة غير مسبوقة فاقت أي اهتمامات أخرى للاستفادة من فروقات الأسعار، وتوسعت مجالاتها وأدواتها وأصبحت من أهم الأنشطة الجاذبة لرؤوس الأموال بعيدا عن الرقابة والتشريعات الناظمة للأسواق، وبعيدا عن أي تفاعل بين العمليات المالية والاقتصاد الحقيقي. غير أن مجريات الأمور هبت عكس ما يشتهيه المضاربين، فأصبحت الأرباح المفترض تحقيقها مجرد سراب، شكل فقاعة حملت في طياتها مسببات الأزمة.

يعمل إضفاء الشرعية على عمليات المجازفة من خلال السماح بابتكار أساليب وآليات وأدوات مالية حديثة باعتبارها منهجا علميا على ضبط السوق والاقتصاديات، قد أدت إلى إحداث تغييرات جذرية على الهيكل التمويلي للمؤسسات والشركات، وسمحت بإخفاء أجزاء كبيرة من التزامات المؤسسات المالية والبنوك الاستثمارية بعيدا عن الرقابة والتدقيق. ومع زيادة حصة أنشطة المؤسسات المالية في الأسواق من خلال عمليات التوريق أو التعامل بالمشتقات وابتعادها أكثر فأكثر عن عمليات الإقراض الكلاسيكية، وجدت نفسها تتعامل في منتجات مبهمة لا يمكن تحديد درجة مخاطرها. فعمليات التوريق أنتجت حزما من ألاف الديون التي يمكن تداولها في الأسواق المالية دون التمكن من معرفة صاحب الدين الأساسي، ومقدرته على الدفع المنتظم لتسديد التزاماته. هذا ما بينه بنك يو بي إس السويسري المصنف كثالث أكبر بنك في أوروبا والأول عالميا في إدارة الثروات الخاصة، حيث أعلن بأن سوء تقديره لدرجات المخاطرة المحتملة في المعاملات المعقدة المرتبطة بمضاربات الرهن العقاري، وعدم تمتع صناديق التحوط الأمريكية التي تعامل معها بالشفافية الكاملة، كانت من أهم أسباب خسارته الفادحة التي أدت إلى شطب أكثر من 40 مليار دولار من أصوله (مسعود، 2010، صفحة 67).

3. إصلاحات سوق المشتقات المالية:

لقد أثبتت التجربة العملية خلال الأزمة أن المشتقات المالية التي ظهرت في السوق على هيئة تشكيلة واسعة من العقود كأدوات مبتكرة لإدارة المخاطر، أصبحت في غياب الضوابط الرقابية قنابل موقوتة تكتنفها مخاطر مالية معقدة. فالإحصائيات المتوفرة بينت أن أزمة 2008 تسببت في خسائر كبيرة للمؤسسات وفي شل اقتصاديات الدول وهو ما دفع مجموعة العشرين إلى بداية البحث عن حلول جذرية لمسببات الأزمة.

1.3. البيان الختامي لقمة بيتسبورغ: تم الاتفاق بين قادة مجموعة العشرين في إطار القمة المنعقدة في سبتمبر 2009 لتقييم أزمة 2008، على تبني مجموعة من الحلول العلاجية الوقائية التي قد تكون السبيل الوحيد للوصول إلى نظام مالي دولي مستقر، ومحصن ضد الأزمات. ولقد تم تلخيص هذه المبادئ في البيان الختامي للقمة الذي نص على أن "كل العقود المشتقة الموحدة قياسيا والمتداولة في الأسواق غير المنظمة يجب أن يتم تداولها في سوق الأوراق المالية أو في منصة التداول الالكترونية، كما يجب أن يتم تقاصها بشكل مركزي حتى نهاية 2012 كآخر أجل. ويجب إشعار المستودعات المركزية للبيانات بكل الصفقات التي يتم الاتفاق عليها. بالنسبة للعقود التي لا يمكن تقاصها بشكل مركزي بسبب التوحيد القياسي غير المتوفر فيجب أن تخضع لمتطلبات رأس المال أكثر صرامة" (Mfecane, 2014, p. 335)

2.3. مبادئ الإصلاح: من خلال البيان الختامي لقمة بيتسبورغ نلاحظ أن جهود الإصلاح ترتكز على خمسة أسس ومبادئ:

– ضرورة الوصول إلى درجة عالية من التوحيد القياسي للمنتجات المتداولة في الأسواق الحرة والتي تعتبر مرحلة ضرورية وحاسمة لتوفير شروط التقاص المركزي،

– تطبيق نظام المقاصة المركزية على كل المنتجات التي أثبتت درجة عالية من التوحيد القياسي.
– تحفيز تداول المنتجات المشتقة الموحدة قياسيا في سوق الأوراق المالية أو في منصات التداول.
– المنتجات المشتقة التي تبقى غير موحدة قياسيا يجب أن يطبق عليها متطلبات مرتفعة من رأس المال.

– المبدأ الأخير يرتبط بنظام المعلومات وكيفية التقرير، وفي هذا الصدد فإن الإصلاحات ترى من أجل زيادة الشفافية وإعطاء صورة واضحة عن كيفية توزيع المخاطر في السوق، ضرورة أن يتم إلزام المتعاملين بالمشتقات المالية، سواء كانت موحدة قياسيا أو غير ذلك، بالابلاغ بكل المعلومات المتعلقة بالصفقات التي يعقدونها، وتقديم تقارير دورية عن مراكزهم المالية.

3.3. أهداف الاصلاح: إن الأهداف المراد تحقيقها من خلال تطبيق المبادئ المذكورة أعلاه هي زيادة الشفافية، التخفيض من المخاطر النظامية والتصدي للتجاوزات في السوق، ويمكن تلخيص هذه الأهداف والإصلاحات المقترحة لتحقيقها في الجدول التالي:

جدول1. أهداف إصلاح سوق المشتقات المتداولة في السوق الحر حسب مخرجات قمة بيتسبرغ.

الإصلاحات المبرمجة / الأهداف المسطرة	المقاصة المركزية	الإشعار بالصفقات	التداول في المنصات أو أسواق الأوراق المالية	متطلبات رأس المال والهوامش
تحسين الشفافية		✓	✓	
التخفيض من المخاطر النظامية	✓			✓
الحماية من التجاوزات في السوق		✓	✓	

Source : Mark Carney : " **La mise en œuvre complète du programme de réforme lancé par le G20 en vue de renforcer les marchés des produits dérivés de gré à gré**", Revue de la stabilité financière, N° 17, Avril 2013, Banque de France, p11.

من الجدول نلاحظ أن تحقيق الأهداف المسطرة من قبل قادة مجموعة العشرين في قمة بيتسبرغ، يستوجب ترجمة المبادئ العامة المعتمدة من قبل مجموعة العشرين إلى مجموعة من القرارات القابلة للتنفيذ وفقا لأجندة محددة مسبقا. ولقد شمل الإصلاح العديد من الجوانب التي تهدف إلى تحقيق أهداف معينة، وفيما يلي ربط بين الإصلاحات المقررة والأهداف المسطرة (Carney, 2013, p. 11):

– يجب على السلطات النقدية أن تعمل على زيادة التوحيد القياسي في أكبر عدد ممكن من المنتجات المتداولة في السوق الحر من أجل استيفاء شروط المقاصة المركزية، وزيادة الشفافية نتيجة لذلك، كما يجب عليها أن تحفز المتعاملين على تداولها لزيادة السيولة في السوق.

– ضرورة تداول المنتجات الموحدة قياسيا في سوق الأوراق المالية أو منصة التداول الكترونية، وحددت نهاية 2012 آخر مهلة لدول مجموعة العشرين لتحقيق ذلك، ويهدف هذا الإجراء إلى زيادة الشفافية والتخفيض من درجة تركيز المخاطر والتجاوزات في السوق.

– يجب على السلطات النقدية أن تنشئ هيئة تقوم بضمان التقاص المركزي بين المتعاملين، والتي يقصد بها جميع الإجراءات المتعلقة بحساب التزامات الأطراف المشتركين في الصفقات تمهيدا لتسويتها، ويتم في غالب الأحيان الحساب على أساس مبدأ التصفية الذي يقوم بإلغاء المراكز المالية المتقابلة لكل متعامل، ويؤدي في النهاية إلى تحديد صافي دائنية أو مديونية المتعاملين المشتركين. ويترتب على عملية المقاصة، تحديد ما إذا كان المتعامل مستلماً أو مسلماً للورقة المالية محل التعامل، وتحديد المبالغ النقدية الدائنة والمدينة المترتبة على الصفقات بالنسبة

لجميع المتعاملين الأعضاء في شركة المقاصة. وكما هو معلوم، فان غرفة المقاصة تحل محل المشتري أو البائع في العملية، مما يؤدي إلى تخفيض مخاطر الجهة المقابلة وبالتالي التخفيض من المخاطر النظامية، كما أنها تساهم في تحسين طرق إدارة المخاطر.

– تقديم التقارير إلى المستودعات المركزية للمعلومات تساهم في زيادة الشفافية وتسمح للسلطات المعنية بتشديد الرقابة على المخاطر النظامية، وتحسين إدارتها، مما يجعلهم يتمتعون بأفضلية أمام تراكم المخاطر وتمركزها بفضل ما يحوزون عليه من معطيات وبيانات حول مختلف الصفقات التي تنجز في السوق.

4. أثر الإصلاح على سوق المشتقات: بدأ مجلس الاستقرار المالي المخول بمراقبة مدى التزام الدول (الأعضاء) بهذه الإصلاحات بإصدار تقارير سنوية يتم فيها تلخيص التقدم الحاصل في تطبيق مخرجات مؤتمر بيتسبورغ.

1.4. إنشاء المقاصة المركزية: تأتي مرحلة إنشاء غرفة المقاصة بعد عملية التوحيد القياسي للمنتجات المتداولة في السوق الحر، التي عرفت وتيرة متسارعة في كل الأسواق بمجرد بدأ الإصلاحات. وهناك العديد من العناصر التي تسمح بالحكم على أهلية منتوج ما للمقاصة المركزية، وبالتالي على مدى وجود إمكانية لتداوله في منصة التداول الالكتروني:

– درجة توحيد الشروط التعاقدية للمنتجات المشتقة والعمليات التشغيلية لعملية التداول: يجب توحيد الشروط التعاقدية للمنتجات المشتقة المتداولة في السوق الحر لتسهيل عملية ادراج تلك المنتجات في منصات التداول الالكترونية وزيادة إمكانية تقاصها من قبل جهة مركزية.

– سيولة وعمق سوق المنتوج المعني: يجب على السلطات أن تأخذ بعين الاعتبار سيولة السوق للحكم على منتوج معين بأنه موحد قياسيا بالدرجة الكافية التي تسمح بالتقاص المركزي، ويكون بالتالي ملائم للتداول في المنصات الالكترونية. وتلعب سيولة السوق، دورا محوريا لدى غرفة المقاصة لإعادة التوازن لدفاترها عن طريق إيداع وضعياتها في المزاد العلني، كما أنها تعتبر عاملا حاسما في نجاح تداول منتوج معين في منصات التداول الالكترونية. وعند تقييم السيولة، يجب على السلطات التأكد من أن هناك دلائل على استقرار السيولة (دراسة تاريخية تستند على البيانات المتوفرة)، وأن هذه السيولة غير حساسة للتعثرات المحتملة لأحد المتداولين في السوق. ولتعزيز النقطة الأخيرة، يجب على السلطات أن تتأكد بأن هناك عدد كاف من المتداولين الناشطين في السوق، فالخبرة والتجارب السابقة أكدت بأن السوق الذي يسيطر عليه عدد قليل من المتعاملين، يكون أكثر عرضة لتذبذب السيولة مقارنة بالأسواق التي يسيطر عليها عددا أكبر .

– توفر مصادر تسعير عادلة مقبولة بشكل عام وموثوق فيها: عند تحديد درجة التقييس التي يتمتع بها منتوج معين ومدى أهليته للتقاص المركزي، يجب على السلطات أن تأخذ بعين الاعتبار توفر البيانات الكافية حول تسعير المنتجات المشتقة. وتلعب البيانات المتعلقة بالأسعار دورا هاما في السوق حيث أنها تسمح بتحديد القيمة العادلة للوضعيات والمراكز المالية، كما أنها مهمة لغرفة المقاصة من أجل نمذجة التغيرات المستقبلية في الأسعار وتحديد متطلبات الهامش المطلوب.

ولقد عرفت عملية إنشاء قواعد المقاصة المركزية، تطورا كبيرا في السنوات الأخيرة، فمن أربعة دول تبنت المقاصة المركزية في سنة 2012، ارتفع العدد إلى 17 عضو في سنة 2022 من بين 24 بلد عضو في مجلس الاستقرار المالي، ويمكن توضيح تطور إنشاء المقاصة المركزية في الجدول التالي:

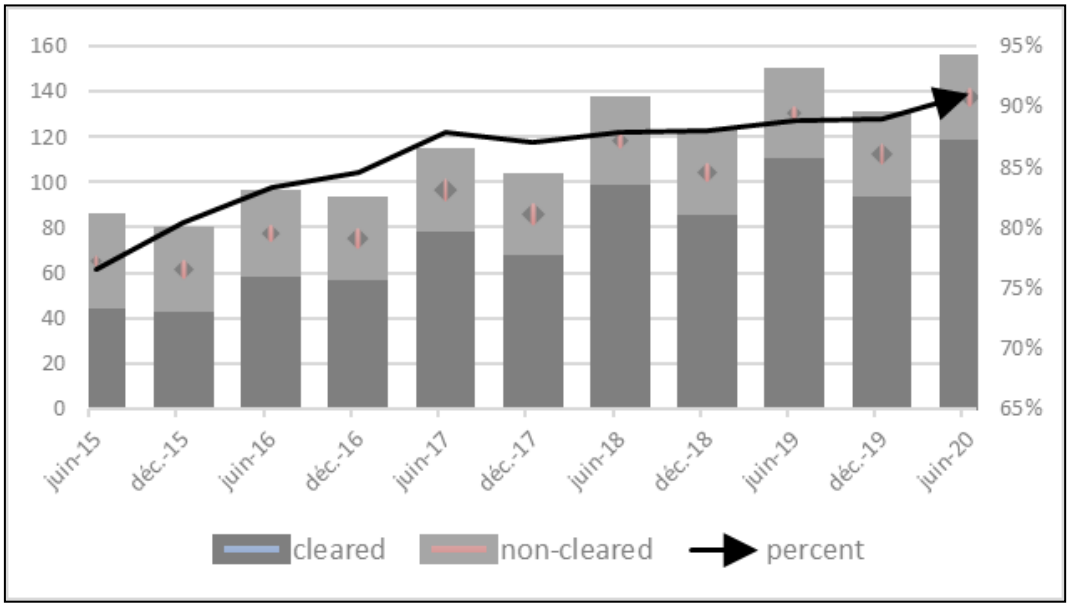
جدول2. تطور إنشاء المقاصة المركزية

السنة	2011	2013	2015	2017	2019	2021	2022
عدد الدول	4	4	5	13	18	17	17

Source: Prepared by the researcher based on the studies: (**FSB**, **2021**)

الدول التي لم تقم بعد بتبني المقاصة المركزية في سنة 2022 هي كل من الأرجنتين، الهند، إندونيسيا، روسيا، السعودية، جنوب إفريقيا وتركيا. الجدير بالذكر في هذا الإطار، أن البيانات الخاصة بهذه الدول تشير إلى أنها في مراحل متقدمة لإنشاء المقاصة المركزية، مما يعني انها ستنهي من انشائها في السنتين المقبلتين.

الشكل1. حجم المبالغ الخاضعة للمقاصة



Source : Prepared by the researcher based on the studies: (ISDA, 2021, p. 15)

من الشكل نلاحظ أن حجم المبالغ التي خضعت للمقاصة المركزية قدر ب 131.1 تريليون دولار سنة 2020 مقابل 56.5 تريليون دولار في منتصف 2015، وهو ما يمثل 91% من صفقات المشتقات على معدلات الفائدة. إن زيادة تداول المشتقات المالية الخاضعة للمقاصة المركزية، يزيد من استقرار سوق المشتقات ويخفض من مخاطر الجهة المقابلة.

إن التطبيق المتزامن لكل من رفع متطلبات رأس المال بالنسبة للمنتجات غير الموحدة قياسيا وإخضاع المنتجات الموحدة قياسيا للمقاصة المركزية سيساهم في رفع السيولة في السوق، وتوفير بيانات ذات مصداقية عالية حول الأسعار، مما يرفع في عنصر الشفافية ويتيح لغرفة المقاصة إمكانية إدارة المخاطر الخاصة بها. وبالتالي فإن المطلوب من السلطات النقدية التحديد الدقيق للمنتجات التي يجب أن تخضع اجباريا للمقاصة المركزية، كما يجب أن تستثني من ذلك تلك المنتجات التي لا تستطيع غرفة المقاصة إدارة مخاطرها بشكل فعال. كما يجب عليها القيام بتحقيق معمق في الحالات التي تلاحظ فيها وجود منتوج موحد قياسيا ومناسب لغرفة المقاصة وشروطها، إلا أن هذه الأخيرة لم تقم بإدراجه في التداول، قصد تحديد الأسباب الرئيسية واتخاذ الإجراءات المناسبة لإزاحة العراقيل وتسهيل المقاصة المركزية.

2.4. منصات التداول: تعتبر سوق المشتقات المتداولة في السوق الحر غير مستقرة بسبب مكان التداول والطبيعة الثنائية للصفقات والمعلومات الشحيحة المتعلقة بها مثل الأسعار، الأحجام والوضعيات. هذه الخصائص يمكن أن تؤدي في الوضعيات غير العادية إلى زيادة مخاطر السوق والسيولة والتخفيض في مصداقية السوق، وتزيد بالتالي في صعوبة تقييم الوضعيات والمخاطر ومراقبتها. إن الفرق الجوهري بين الأسواق المنظمة ومنصات التداول الالكتروني والأسواق غير المنظمة، يتمثل أساسا في مستوى الشفافية السائد في الأسعار والوضعيات المتخذة، حيث أن هذا المستوى يكون مرتفعا في الأسواق المنظمة عن الأسواق غير المنظمة. ومستوى الشفافية يزيد بطبيعة الحال بعملية التصريح للسلطات والافراد سواء بالعمليات الجارية (العروض والطلبات) أو بالعمليات المنتهية (شفافية ما بعد التداول).

ولقد تمكن أكثر من نصف عدد دول أعضاء مجلس الاستقرار المالي من ادرج معظم المنتجات المشتقة المتداولة في الأسواق غير المنظمة في منصات التداول.

جدول3. تطور عدد منصات التداول بعد الأزمة

السنة	2011	2013	2015	2017	2019	2021
عدد المنصات	3	3	11	13	13	15

Source: Prepared by the researcher based on the studies: (FSB, 2021, p. 2)

ويمكن تقسيم الدول المتبقية إلى فرقتين:

– الفرقة الأولى تضم كل من الأرجنتين، الصين، كندا، الهند، إندونيسيا وروسيا أين سجلنا لديهم تقدم كبير في توفير متطلبات منصات التداول؛

– الفرقة الثانية، تضم البرازيل، كوريا، السعودية جنوب إفريقيا وتركيا والتي لا تزال بعيدة جدا عن توفير متطلبات انشاء منصات التداول. وفي هذا الإطار تم تقديم توصية لهذه الدول بضرورة الإسراع في توفير هذه المتطلبات من أجل انشاء منصات تداول الكترونية وهو ما يزيد بدون شك في شفافية السوق والمعاملات التي تنجز فيه.

وبالرغم من المزايا والفوائد الظاهرة لاستخدام الأسواق المنظمة ومنصات التداول الإلكترونية في زيادة شفافية التداول والمعاملات، إلا أنها تؤثر على سيولة السوق وعلى الأسعار المتوسطة، وهي بطبيعة الحال مفيدة وتخدم طرف على حساب طرف آخر. وانطلاقا من ذلك يصبح من الضروري التحديد الدقيق للمنافع المرجو تحقيقها من خلال دفع تداول منتجات الصرف المتداولة خارج المقصورة نحو المنصات الالكترونية من جهة وتحديد التوقيت الملائم لمثل هذا التوجه من جهة أخرى. كما يجب أن يتم اختيار التداول في منصات التداول الالكترونية في ضوء مقارنة المزايا الإضافية التي تأتي بها هذه الطريقة مع تلك التي تتحقق بفضل زيادة التقييس والمقاصة المركزية والتصريح لمستودعات بيانات الصفقات. ويوصى بأن يتم فرض تداول المشتقات المقيسة ضمن أسواق الأوراق المالية أو منصات التداول الالكترونية، عندما يكون السوق متطورا بشكل كاف، وهو ما يسمح عمليا بإدراج تلك المنتجات في الأسواق المنظمة أو المنصات. وفي هذا الإطار يوصي مجلس الاستقرار المالي العالمي بضرورة اجراء دراسة تحليلية معمقة، ودقيقة حول خصائص مختلف أسواق الأوراق المالية والمنصات الالكترونية التي يمكن استخدامها في تداول المنتجات المالية المشتقة المقيسة، كما تبحث في خصائص أسواق الأرواق المالية والمنصات الالكترونية التي يحتمل أن تصلح لتداول تلك المنتجات، مع تبيين المزايا والتكاليف التي تنتج عن زيادة الاحجام المتداولة في البورصة او المنصات الالكترونية، بما في ذلك تحديد المزايا التي تعتبر إضافية عن تلك المحققة بفضل التقييس، والانتقال إلى المقاصة المركزية والتقرير إلى مستودعات المركزية للصفقات.

3.4. المستودعات المركزية للبيانات: لا تسمح الطريقة التي كانت متبعة في سوق المشتقات المالية المتداولة خارج المقصورة لتجميع المعلومات وتحصيلها للسلطات بتكوين صورة واضحة عن مختلف المراكز المعرضة للخطر، وبالتالي عدم القدرة على تقييم درجة تركيز هذه المخاطر، وهو ما يصعب فيما بعد من قدرة السلطات على اتخاذ القرارات السليمة لإعادة الاستقرار إلى السوق في حالة اضطرابها.

إن تحصيل وتخزين المعلومات بشكل مركزي، ونشر وتعميم المعلومات بشكل متسق، يجعل المستودعات المركزية للصفقات تلعب دورا هاما كمصدر أساسي ذا مصداقية عالية للمعطيات والبيانات المتعلقة بنشاط المشتقات خارج المقصورة، بالنسبة للسلطات، الأفراد والمشاركين في السوق. ويمكن للسلطات أن تستخدم هذه البيانات لتحديد نقط ضعف النظام المالي، وتطوير السياسات الرقابية والتنظيمية الملائمة لتعزيز الاستقرار المالي وتخفيض المخاطر النظامية. كما أن تعميم استعمال بيانات ومعطيات المستودعات المركزية للبيانات والمعطيات، يؤدي إلى تحسين تنفيذ المهام الرقابية للسلطات النقدية لتفادي التجاوزات في السوق. وللوصول للأهداف المحددة أعلاه، يجب إلزام المتعاملين في سوق

الصرف بالتصريح بكل العقود المشتقة المتداولة خارج المقصورة إلى المستودعات المركزية للصفقات. وبفضل ما ستقدمه هذه المستودعات من معلومات سواء للسلطات، المشاركين في السوق أو للأفراد فإنها تعتبر عاملا حيويا لزيادة الشفافية في السوق، ومساعدة السلطات في أداء مهامهما بما يضمن:

- تقييم المخاطر النظامية والاستقرار المالي؛
- مراقبة السوق والسياسات المطبقة ومدى انفاذها؛
- الاشراف على المشاركين في السوق؛
- تقديم حلول للأنشطة المختلفة.

إن تفاعل الأحداث أثناء أزمة 2008 وتسارعها، جعل المتعاملين لا يثقون بقدرة طالب القرض على السداد خوفا من كونه ممن تعاملوا في سندات الرهن العقاري أو بالمشتقات المالية المرتبطة بها. وهو ما يعني، أن السوق في تلك الفترة كان يعاني بشكل فاضح من نقص المعلومات الموثوق بها. ومن أجل زيادة الشفافية في السوق، وتوفير المعلومات للمتعاملين فيه، تم فرض إجبارية التقرير ببعض البيانات والاحتفاظ بها في مستودعات تنشأ لهذا الغرض. ولقد تمكنت كل الدول المنتمية لمجلس الاستقرار المالي، فيما عدا جنوب إفريقيا، من إنشاء المستودعات المركزية للبيانات منذ 2015.

الجدول4. تطور عدد المستودعات المركزية للبيانات

السنة	2011	2013	2015	2017	2019	2021
عدد الدول	6	8	19	21	23	23

Source: Prepared by the researcher based on the studies: (FSB, 2021, p. 2)

وتتضمن البيانات الواجب تقديمها ما يلي:

إعداد التقارير في الوقت الفعلي: يجب إعداد تقارير تتضمن المعلومات المفتاحية حول عقود المبادلة المبرمة والأسعار المتداولة إلى مستودعات بيانات عقود المبادلة في أقرب وقت متاح من الناحية التكنولوجية بعد تنفيذ الصفقة. لأغراض زيادة الشفافية في السوق يتم نشر البيانات الناتجة عن التقارير بشكل مغفل للجمهور.

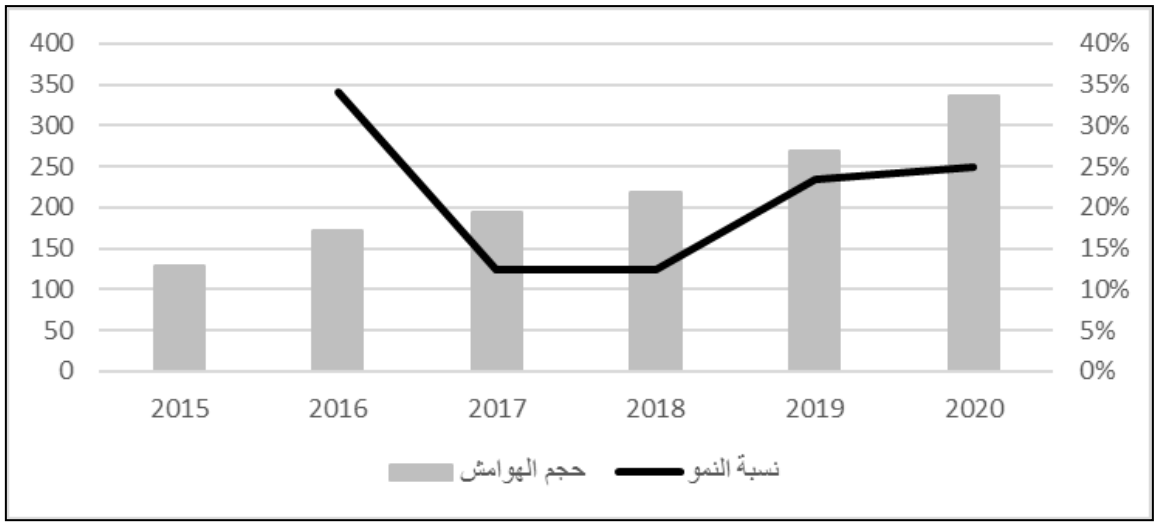
تبادل البيانات وحفظ السجلات وإعداد التقارير: يكون الطرف المقابل المبلغ عن عملية المبادلة، مسؤولاً عن الإبلاغ عن مجموعة من المعلومات حول المعاملات إلى مستودعات عقود المبادلة، عند الإنشاء وطول مدة بقاء العقد. هذه البيانات تبقى متاحة فقط لهيئة تداول السلع الآجلة،

حفظ السجلات وإعداد التقارير الخاصة بعقود المبادلة التاريخية: يجب على الأطراف المقابلة للعقود التي تم الدخول فيها قبل بداية سريان تواريخ الامتثال لمتطلبات إعداد التقارير، أن يقوموا بالاحتفاظ بالمعلومات الخاصة بها، وإبلاغها إلى مستودعات بيانات عقود المبادلة. إن توصل معظم الدول الحاضنة لأهم أسواق المشتقات المالية إلى إنشاء مستودعات مركزية للبيانات، عزز الرقابة على المخاطر الكلية في السوق وأدى إلى زيادة الشفافية عند تداول هذه المنتجات.

4.4. متطلبات الهامش: لقد تمكنت 14 دولة حسب إحصائيات 2021، من تطبيق نظام الهوامش عند التداول. بقية الدول، فيما عدا تركيا والأرجنتين، تعد قريبة جدا من تحقيق هذا المطلب وهي على التوالي، الصين، الهند، إندونيسيا، المكسيك روسيا وجنوب إفريقيا.

وحسب الإحصائيات المتوفرة، فقد عرفت متطلبات الهوامش في سوق المشتقات المالية تطورا كبيرا بين سنة 2015 و2020. فمن الجدول الموالي، نلاحظ أن الهوامش المجمعة ارتفعت من 128.6 مليار دولار سنة 2015 إلى 336.4 مليار دولار سنة 2020، وهو ما يمثل نسبة نمو تناهز 162%.

الشكل2. تطور حجم المبالغ المحصلة من الهوامش

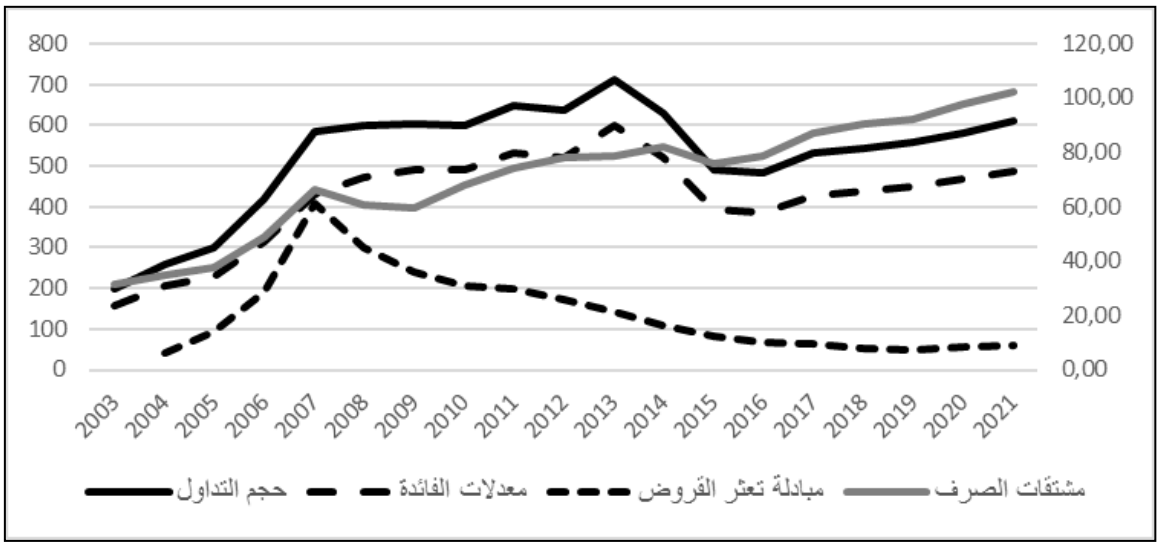


Source: Prepared by the researcher based on the studies: (ISDA, 2021, p. 16)

أعلى نسبة نمو سجلت بين سنة 2015 و2016 وقدرت ب 34%، ثم عرفت انخفاض في السنتين اللاحقتين لتعاود الارتفاع بعد سنة 2018. وكما هو معلوم فإن الهوامش تحمي غرفة المقاصة من مخاطر الجهة المقابلة.

5.4. جم التداول: لقد عرف حجم التداول في سوق المشتقات استقرارا نسبيا خلال الفترة التي أعقبت الإصلاحات. فحجم التداول اليومي انتقل من 601 تريليون دولار في جوان 2010 إلى 609 تريليون دولار في جوان 2021.

الشكل3. حجم التداول في سوق المشتقات



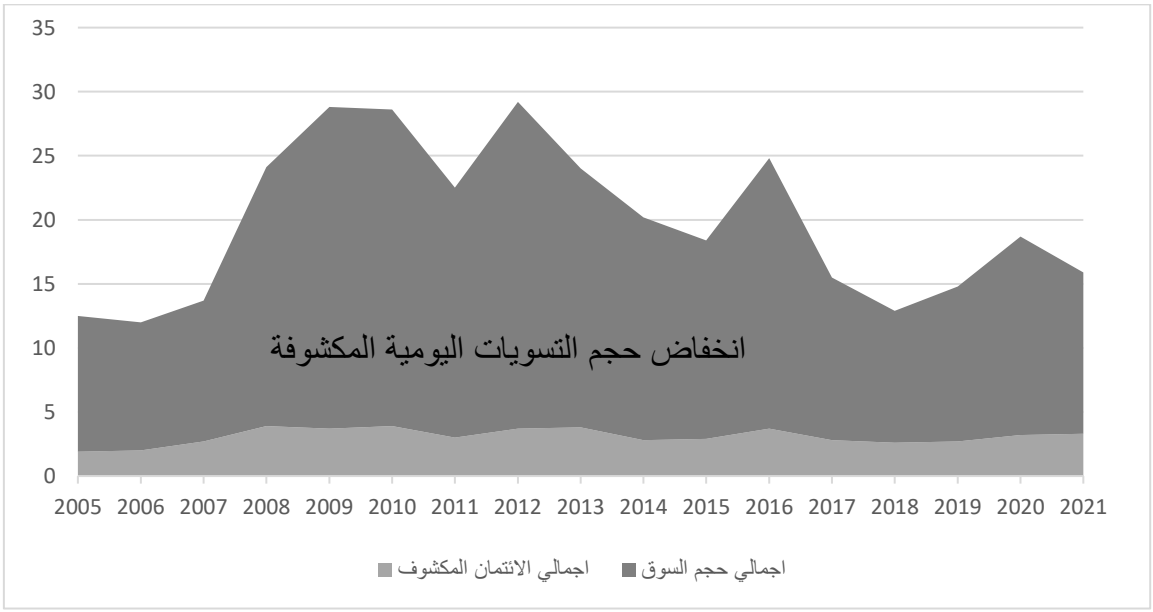
Source : Prepared by the researcher based on the studies: (BIS, 2022)

ولا تكاد نسبة النمو المحققة بعد الإصلاحات تقارن مع النسب التي كان يسجلها التداول في السوق قبل الأزمة المالية. فمتوسط نسبة النمو السنوية قبل الأزمة المالية في سوق المشتقات المالية قدرت 34.4%، وهو ما أدى إلى ارتفاع حجم التداول من 197 تريليون دولار سنة 2003 إلى أكثر من 604 مليار دولار في سنة 2009. غير أن نسبة النمو بدأت في الانخفاض تدريجيا بعد بدأ الإصلاحات في سوق المشتقات، ليصل السوق إلى أقصى حجم مسجل خلال فترة الدراسة والمقدر ب710 تريليون دولار سنة 2014. بعد هذه السنة، بدأ حجم التداول في الانخفاض ليصل إلى المستوى الحالي. سبب تراجع نمو السوق، يمكن إرجاعه إلى استخدام تقنية ضغط الحافظة المالية. من حيث الأهمية، نلاحظ أن مشتقات معدلات الفائدة تحتل الرتبة الأولى باستحواذها على ما يقارب من 80.01% من حجم السوق، تليها مشتقات الصرف بنسبة 16.8% من حجم السوق.

ما تجدر الإشارة إليه، أن معظم المنتجات المشتقة عرفت استقرار في التداول بعد أزمة 2009 فيما عدا عقود مبادلة تعثر القروض، المسبب الرئيسي للأزمة السابقة، حيث أن حجمه انخفض من 44.94 تريليون دولار سنة 2008 إلى 8.81 تريليون دولار سنة 2021. وهو ما يفسر تداعيات الإصلاح على بعض العقود المشتقة والتضييق الممارس على معاملاتها.

6.4. خطر الائتمان والتسويات اليومية: إجمالي الائتمان المكشوف في سوق المشتقات غير المنظمة يتم حسابه آخذا بعين الاعتبار عمليات المقاصة الثنائية القابلة للتنفيذ قانونًا، وذلك بطرح المبالغ المحسومة مع نفس الطرف من قيمة السوق الإجمالية. وهو يمثل مقياسًا لما يعرف بمخاطر الطرف المقابل قبل الضمان. ولقد بلغ إجمالي الائتمان المكشوف في منتصف 2020 مبلغ 3.2 تريليون دولار، وهو ما يشكل نسبة 0.5 من المبالغ الافتراضية المعلقة. وعرف هذا المبلغ انخفاض محسوس بـــ 0.1 كنسبة مئوية منذ أزمة 2009 أين كان يقدر ب 3.9 تريليون دولار . ما سبق يعني أن خطر الجهة المقابلة انخفض في سوق المشتقات غير المنظمة كما هو موضح في الشكل رقم (04).

الشكل4. انخفاض حجم المخاطر في سوق المشتقات



Source: Prepared by the researcher based on the studies: (ISDA, 2021, p. 10)

ولقد نتج عن استخدام تقنية التصفية عند الإغلاق close-out netting، انخفاض حجم التسويات اليومية المكشوفة ب 79.3% في منتصف سنة 2020. ولقد ساهمت أيضا الضمانات المقدمة من قبل المتعاملين في تقليل هذا الخطر بالنسبة للمعاملات الخاضعة وغير الخاضعة للمقاصة على حد سواء.

ونظرا لكون تقنية التصفية عند الإغلاق أداة أساسية لتخفيض إجمالي الائتمان المكشوف في سوق المشتقات المتداولة خارج البورصة، فقد أصبحت آلية هامة في أنشطة التحوط التي يقوم بها مستخدمي المشتقات المالية.

V- الخاتمة :

1- تعتبر جائحة كورونا التي حلت بالعالم في بداية عام 2020 وتسببت في شلل معظم الأنشطة على المستوى العالمي أول اختبار حقيقي لسوق المشتقات المالية غير المنظمة بعد الإصلاحات التي وقعت عليه. الملاحظ أن سوق المشتقات خلال فترة الجائحة لم يتعرض لهزات كبيرة واستمر في العمل بشكل طبيعي. ويعكس هذا الأداء أثر الإصلاحات التنظيمية والتشغيلية التي أدت إلى تخفيض مخاطر الجهة المقابلة وخطر التسويات اليومية. ومن خلال الدراسة المنجزة توصلنا الى النتائج التالية:

2- إن استقرار حجم التداول وعدم انخفاضه خلال الفترة التي أعقبت أزمة 2009 بشكل عام، وفترة جائحة كورونا بشكل خاص، يعود إلى زيادة الشفافية في السوق بفضل توفر المعلومة بالكم والوقت المناسبين.

3- مكنت مستودعات البيانات الجهات المختصة من القدرة على القراءة الجيدة والسليمة للتطورات التي تحدث في السوق، وعلى التحديد الدقيق لمختلف المخاطر التي تهدده. كما أن آلية التقرير في الوقت، بما توفره للمتعاملين من معلومات حول الصفقات الميرمة، زادت ثقة المتعاملين في المعاملات المنجزة في السوق، وهو ما ساهم في تقليل حالة عدم التأكد التي كانت سائدة في السوق قبل الأزمة المالية.

4- لقد ساهم اعتماد نظام المقاصة المركزية في زيادة الاستقرار في السوق والتقليل من احتمال حدوث الصدمات والأزمات. كما أدت الضمانات والمقاصة متعددة الأطراف إلى تخفيض مخاطر الائتمان بشكل ملفت في السوق.

5- ان المقاصة كنظام متكامل يسمح بإحلال غرفة المقاصة محل البائع والمشتري في كل معاملة تنجز، أدى إلى تخفيض المخاطر النظامية التي تنتج عن الارتباط الذاتي الذي يزيد من احتمال انتقال الخسائر من متعامل إلى آخر، والى رفع حالة القلق وعدم الأمان بين المتعاملين في السوق.

6- ساهم تطبيق نظام الهوامش خصوصا في المشتقات غير الخاضعة للمقاصة، من تقليل خطر الطرف المقابل من خلال ضمان توفر المبالغ المقابلة للخسائر الناتجة عن تقصير الطرف المقابل في المعاملات الثنائية.

وكخلاصة لما سبق، نلاحظ أن الإصلاحات التي وقعت على سوق المشتقات غير المنظمة، جعلت هذه الأسواق أكثر أمانًا ومرونة وشفافية، وهو ما سمح بحدوث عمليات مضاربة غير مدمرة، ووفر للمتعاملين أدوات لإدارة المخاطر، ومنع العدوى المالية، وامتصاص الصدمة الاقتصادية الكلية بشكل أفضل أثناء جائحة COVID-19.

VI- الإحـــالات والمراجـــــع :

1. BIS 15) .january, 2014 .(*Bank for International settlements* من الاسترداد تم .Credit default swaps: http://www.bis.org/statistics/d10_4.pdf.
2. BIS 15) .january, 2022 .(*BIS* من الاسترداد تم .derivatives statistics: https://stats.bis.org/statx/toc/DER.html
3. FSB .(2021) .*OTC Derivatives Market Reforms, various reports* .FSB.
4. FSB) .june 2017 .(*Review of OTC derivatives market reforms* .Switzerland: Financial Stability Board.

5. ISDA .(2021) .*Evolution of OTC derivatives markets since the financial crisis* .New york: International Swaps and Derivatives Association.
6. ISDA .(2021) .*Key trends in the size and composition of otc derivatives markets in the second half of 2020* .New york: ISDA.
7. Issahaku Salifu .(2018) .The roleof over the counter (OTC) derivatives ine global financial crisis and corporate failures in recent times and its regulatory impacts .*European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*.76-53 ،(8) *6* ،
8. Luvuyo Sydwell Mfecane .(2014) .A Case of Standardised Financial Market Regulation: The OTC Derivatives Regulations for Fair and Efficient Market .*International journal of management and commerce innovations*.335 ،(2) *2* ،
9. Mark Carney .(2013) .La mise en œuvre complète du programme de réforme lancé par le G20 en vue de renforcer les marchés des produits dérivés de gré à gré .*Revue de la stabilité financière*.11 ،(17)
10. إبراهيم عبد العزيز النجار. (2008). *الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي*. الإسكندرية، جمهورية مصر العربية: الدار الجامعية.
11. اوليفييه بلانشار. (2009). العاصفة التامة. *مجلة التمويل والتنمية ، 46* (2)، 38.
12. جهيدة نسيلي، و سليمة نشنش . (2020). دور المشتقات المالية في إدارة المخاطر والحد من الأزمات- إشارة إلى الأزمة المالية العالمية 2008. جملـة العلوم االقتصادية والتسيري والعلوم التجارية ، 13 (1)، 525-541.
13. داود محمد عثمان. (2013). *إدارة وتحليل الائتمان ومخاطره*. الأردن: دار الفكر للنشر والتوزيع.
14. رضا عبد السلام. (2010). *ازمة مالية أم أزمة رأسمالية -الجذور، التبعات، تصور لما ينبغي أن يكون عليه نظام ما بعد الأزمة*. جمهورية مصر العربية: الطبعة الأولى، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع.
15. سميح مسعود. (2010). *الأزمة المالية العالمية نهاية الليبرالية المتوحشة*. عمان، الأردن: دار الشروق للنشر والتوزيع.
16. عادل رياض جاب الله. (2016). المشتقات المالية ودورها في تكريس الأزمة المالية العالمية. *مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية ، 5* (1)، 137-154.
17. عبد الإله مقدم، و زين الدين قدال. (2019). تطور حجم أسواق المشتقات المالية في العالم في الفترة بين 2005 و2017. *مجلة المالية والأسواق ، 5* (10)، 166-182.
18. محمد بوجلال. (2010). مقاربة إسلامية للأزمة المالية الراهنة. *مجلة اقتصاديات شمال افريقيا* ، 6.
19. منظمة المؤتمر الإسلامي. (2009). *الأزمة المالية العالمية لعام 2008-2009*. مركز الأبحاث الإحصائية والاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية منظمة المؤتمر الإسلامي.
20. نبال محمد قصبة. (2012). تحليل الازمة المالية العالمية الراهنة، الأسباب والتداعيات والعلاج. *مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية ، 28* (1)، 535.
21. وشاح رزاق. (2009). *الازمة المالية الحالية*. المعهد العربي للتخطيط.
22. يوسف أبو فارة. (2015). *الأزمات المالية والاقتصادية بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008*. عمان الأردن: الطبعة الأولى، دار وائل للنشر.