

البنى الأساسية للأسواق المالية ودورها في استقرار النظام المالي

عبد المالك مباني، كلية العلوم الاقتصادية وع. التجارية وع. التسيير، جامعة الجزائر 3

ملخص: يشمل المفهوم الواسع للاستقرار المالي مختلف جوانب البنى الأساسية للنظام المالي والمؤسسات والأسواق المالية، وذلك بسبب الترابط بين هذه المكونات، وحدث الاضطرابات في مكون واحد منها يمكن أن يؤثر على الاستقرار الكلي لها.

إن تفاعل المعاملات المالية، وزيادة حركية انسيابها وتدفقاتها بين مختلف المستويات، تجعل من الصعب فصل مسألة الاستقرار المالي عن ضرورة توفر شروط الاستقرار في كل هذه المستويات، بما فيها البنى الأساسية المالية، كما أن الاختلال أو ركود الأداء في أحدها لمدة طويلة قد يتحول إلى أزمة مالية متعددة الجوانب. ونظرا للدور الحيوي للبنى التحتية للأسواق المالية في النظام المالي، وفي النظام الاقتصادي ككل، فإن إدارة مخاطرها أصبح أمرا بالغ الأهمية، فموضوع "المخاطر النظامية" مثلا كان حاضرا بقوة خلال المناقشات حول الأسواق حتى قبل الأزمة المالية لعام 2008، ذلك بالإضافة إلى العديد من المخاطر التي يمكن أن تتعرض وتواجهها البنى الأساسية للأسواق المالية.

الكلمات المفتاحية: الاستقرار المالي، البنى الأساسية للسوق المالي.

Abstract: Safeguarding financial stability is now widely recognized as an important part of maintaining macroeconomic and monetary stability, and as important for achieving sustainable growth. Market functioning, and therefore financial stability, can be dependent on the continuity and orderly operation of services provided by financial market infrastructures (FMIs). Monitoring, managing and mitigating risk, including systemic risk, is a primary responsibility for the operators of financial market infrastructure. Thus supervision of FMIs is closely linked to preserving financial stability.

Besides, FMIs play a key role in the smooth functioning of the economy and can enhance the stability of markets and promote wider financial stability. FMIs were a source of strength during the financial crisis of 2008; they were generally able to settle obligations when due and gave market participants the confidence to continue transacting. However, the financial crisis highlighted important lessons for effective risk management and the need for strong governance and oversight of FMIs to handle even more-severe stress conditions.

Keywords: financial stability, financial market infrastructures.

مقدمة

أصبحت مسألة حماية الاستقرار المالي هدفا هاما وعلى نحو متزايد في صناعة السياسات الاقتصادية خلال السنوات الماضية، وهذا ما يتضح من خلال مختلف تقارير الاستقرار المالي التي تنشرها العديد من المؤسسات

المالية الدولية والبنوك المركزية لعديد الدول، بالإضافة إلى الحضور القوي الذي أخذه الاستقرار المالي في الهياكل والتقسيمات التنظيمية في العديد من هذه المؤسسات. وبالموازاة مع ذلك، تزايدت أيضا الكتابات والبحوث الأكاديمية التي تغطي مواضيع معينة حول الاستقرار المالي، كما ظهرت هناك تقارير ودراسات جديدة حول السوق المالي كمصدر للشاشة المالية والمخاطر النظامية بشكل عام، وقد كانت توصي بضرورة البحث عن المكونات الأساسية لإطار عملي من أجل حماية هذا الاستقرار، ومعالجة تحديات تنفيذ مثل هذا الإطار من خلال منهجيات محددة، كذلك التي طُرحت، منذ أبريل 2012، من طرف كل من لجنة أنظمة الدفع والتسوية (CPSS) – لجنة الدفع والبنى الأساسية للسوق (CPMI) حاليا- التابعة لبنك التسويات الدولية (BIS) والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) حول البنى الأساسية للأسواق المالية كمكوّن هام في إطار تحقيق الاستقرار المالي وحمايته، وذلك استنادا إلى دورها الحيوي خلال الأزمة المالية لعام 2008 وما كان لها من آثار وتبعات. لقد كان هذا التوجه نحو التركيز على دور البنى الأساسية للأسواق المالية مدعوما بملاحظات حول سلسلة التحسينات المستمرة على مدى العقدين الماضيين، والتي أثبتت أهميتها خلال الأزمات. ورغم حدوث إخفاقات مؤسسية عديدة عبر العالم وتسجيل مستويات عالية من عدم اليقين وعزوف عن المخاطرة، إلا أن البنى الأساسية للأسواق المالية واصلت أداء وظائفها الحيوية، وعلى هذا الأساس تسعى هذه الدراسة إلى الإجابة على السؤال التالي:

- إلى أي مدى يمكن أن تساهم البنى الأساسية للأسواق المالية في تحقيق استقرار الأنظمة المالية؟

للإجابة على هذا السؤال نلقي نظرة على البعد المفاهيمي لـ "الاستقرار المالي"، وعلاقته مع البنى الأساسية المالية بصفة عامة، والبنى الأساسية للسوق المالي بصفة خاصة، ثم التعرف على المقصود بـ "البنى الأساسية للسوق المالي"، والوقوف على ضرورة توافر معايير ومبادئ، كذلك التي تطرحها كل من لجنة أنظمة الدفع والبنى الأساسية للسوق والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، من أجل مساهمة أفضل في خلق الاستقرار المالي وبعث ثقة أكبر في الأنظمة المالية، ومواجهة صدمات وآثار الأزمات المالية.

1. الاستقرار المالي، أبعاده وعلاقته بالبنى الأساسية المالية

1.1. تعريف الاستقرار المالي

يمكن اعتبار أن الاستقرار المالي يكون من حيث قدرة النظام المالي على ما يلي: تسهيل كلا من التخصيص الكفء للموارد الاقتصادية وفعالية العمليات

الاقتصادية الأخرى (مثل تراكم الثروة، النمو الاقتصادي والازدهار الاجتماعي)؛ ثم تقييم وحصر وإدارة المخاطر المالية بمختلف أنواعها؛ ج- الحفاظ على قدرته لأداء هذه الوظائف الرئيسية، حتى في حالة تعرضه لصدمات خارجية أو لتراكم اختلالات، وذلك عن طريق آليات ذاتية التصحيح في المقام الأول. وهذه النظرة العامة للاستقرار المالي يتضمنها أيضا التعريف التالي: "يكون النظام المالي في مجال من الاستقرار حينما يكون قادرا على تسهيل (أكثر من إعاقة) أداء الاقتصاد، وكذا على تبديد الاختلالات المالية التي يكون منشأها داخليا أو نتيجة أحداث معاكسة وغير متوقعة"¹.

فجملته "مجال من الاستقرار" تمثل مفهوم الاستمرارية كنواة أساسية، وتكون مسألة استمرارية الاستقرار المالي ذات أبعاد متعددة، والتي تُحدد من خلال العديد من المتغيرات القابلة للملاحظة والقياس. ويتوجب أن تشمل هذه المتغيرات جزءا لمحاولة قياس، ولو بشكل غير تام، إلى أي مدى يقوم التمويل الجيد بتسهيل العمليات الاقتصادية والمالية، مثل الادخار، الاستثمار، الإقراض والاقتراض، خلق السيولة وتوزيعها، تسعير الأصول، وفي نهاية المطاف تراكم الثروة والنمو. أما عبارة "تسهيل أداء الاقتصاد" فتعني، من بين أشياء أخرى، أن التمويل مساهم في التخصيص الكفء للموارد الحقيقية، معدل نمو الإنتاج، عمليات الادخار، الاستثمار وخلق الثروة، ويمكن أن يستلزم ويتضمن أبعاد أخرى للأداء الاقتصادي تكون قابلة للملاحظة والقياس. في حين أن مصطلح "تبديد الاختلالات المالية" يعني التحرك باستمرارية في اتجاه الاستقرار، مثل استقرار أسعار الأصول وتدفقات المحفظة المالية، وذلك من خلال آليات وأدوات ضبط ذاتية التصحيح، وتشمل أدوات الضبط هذه دخول وخروج المشاركين في الأسواق (مؤسسات مالية، أو هيئات غير مالية تنشط نيابة عن آخرين، أو أفراد ينشطون مباشرة في السوق).

فالنظام المالي المستقر هو ذلك النظام الذي يعزّز الأداء الاقتصادي في العديد من الجوانب، في حين أن النظام المالي غير المستقر هو ذلك النظام الذي ينتقص من الأداء الاقتصادي، وفي هذا السياق يكون التعريف "معياريًا"، ويمكن التعامل مع حالة عدم الاستقرار المالي في نهاية المطاف من خلال التدخل الكبير للسلطات، بما في ذلك إعادة تحديد قواعد السوق، إذ يمكن أن تكون هذه الإجراءات كإصلاحات "الملاذ الأخير" من أجل منع النظام من الانهيار الاقتصادي، كما حدث، على سبيل المثال، خلال فترة الكساد الاقتصادي العالمي خلال الثلاثينيات، وأزمة آسيا 1997-1998، وكذا مع الأزمة المالية 2008.

ومع ذلك، يبقى تعريف الاستقرار المالي يشمل عدة تعقيدات ذات دلالة خاصة في مجال تقييم المخاطر تجاه العمل الجيد للنظام المالي وإمكانية مساهمة

السياسة الحكومية في ضمان هذا الاستقرار، ومن بين هذه التعقيدات:² التطورات في الاستقرار المالي لا يمكن أن تكون في مؤشر كمي واحد؛ وهي بطبيعتها صعبة التنبؤ؛ ويمكن السيطرة عليها جزئياً فقط وليس كلياً؛ السياسة الهادفة للاستقرار المالي غالباً ما تنطوي على مفاضلة وموازنة بين المرونة والكفاءة؛ متطلبات سياسة الاستقرار المالي قد تكون غير متناسقة زمنياً، فاستقرار مالي قصير الأجل قد يأتي على حساب فقدان استقرار مالي أطول أجلاً.

وعلى ضوء ما سبق، فإن هناك نتيجتان مفيدتان في توضيح الطبيعة العامة لتعريف الاستقرار المالي وهما: - يكون النظام المالي في مجال عدم الاستقرار كلما كان مهدداً بإعاقه أداء الاقتصاد؛ - يكون النظام المالي في مجال عدم الاستقرار عندما يعيق أداء الاقتصاد ويهدد باستمرار ذلك.

فالحفاظ على الاستقرار المالي لا يجب أن يُفهم كعدم التسامح المطلق مع فشل البنوك أو تجنب تقلبات السوق، بل يتوجب تجنب الاضطرابات التي تؤدي إلى تكاليف اقتصادية حقيقية. إذ أن عمل نظام مالي ما بدون تقطع وعودته إلى حالة الاستقرار بعد فترات من التذبذبات أو التقلبات الحادة، وبدون تسجيله لحالات عدم دفع معتبرة على امتداد فترات أطول، يُعتبر عادة كمؤشر للاستقرار، أي أن التذبذبات داخل مجال مقبول أو مسموح به هي حالة أيضاً من الاستقرار المالي، وهي تختلف عن حالة التوازن المالي التي تكون عند نقطة معينة في لحظة ما، فهذه الأخيرة عادة ما تكون كحالة نظرية افتراضية أكثر منها حالة حقيقية في الواقع.

2.1. أبعاد الاستقرار المالي وعلاقته بالبنی الأساسية المالية

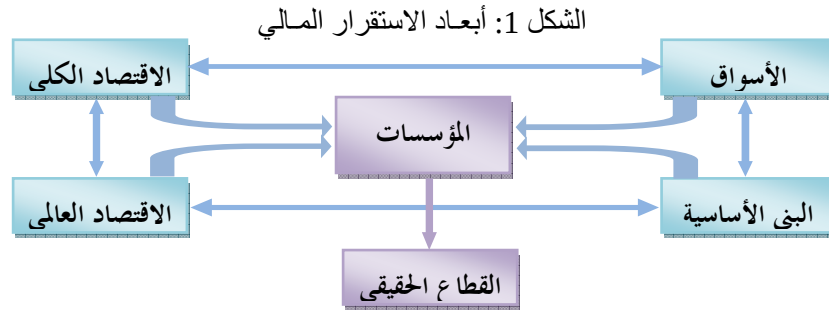
الاستقرار المالي مفهوم واسع يشمل مختلف جوانب البنى الأساسية للنظام المالي والمؤسسات والأسواق المالية، وذلك بسبب الترابط بين هذه المكونات، وتوقع الاضطرابات في مكون واحد منها يمكن أن يؤثر على الاستقرار الكلي، وتماشياً مع طبيعة النظام المالي، فإن الاستقرار أو عدمه يمكن أن يكون في لحظة ما إما نتيجة أنشطة ومؤسسات خاصة، أو نتيجة أنشطة ومؤسسات عمومية رسمية، أو بتزامن كليهما معاً. كما أن الاستقرار المالي لا يعني فقط وفاء النظام المالي بطريقة كافية لدوره في تخصيص الموارد، تحويل وإدارة المخاطر، تعبئة المدخرات، وتسهيل تراكم الثروة والنمو، بل أن يكون ذلك بسلاسة داخل نظام تدفق المدفوعات عبر جميع العمليات الاقتصادية، وذلك عبر آليات الدفع سواء كانت خاصة أو عمومية، بالتجزئة أو بالجملة، رسمية أو غير رسمية. وهذا ما يتطلب أن النقود، مثل نقود البنك المركزي والنقود المشتقة

(كالودائع تحت الطلب والحسابات المصرفية الأخرى)، تؤدي دورها بشكل كاف كوسيلة للدفع ووحدة للحساب، وكمخزن للقيمة قصير الأجل. وبعبارة أخرى، فإن الاستقرار المالي وما يعنيه عادة ما ينظر إليه كجزء حيوي من استقرار نقدي متراكم إلى حد كبير.

وفي ضوء هذا المفهوم الشامل، يمكن طرح تعريف البنك المركزي الأوروبي للاستقرار المالي بأنه "حالة يكون فيها النظام المالي قادراً على تحمل الصدمات من دون السماح للعمليات التراكمية التي تعيق تخصيص المدخرات لفرص الاستثمار ومعالجة المدفوعات في الاقتصاد".³ فالنظام المالي يتكون من جميع الوسطاء الماليين، الأسواق المنظمة وغير الرسمية، منشآت الدفع والتسوية، البنى الأساسية التقنية الداعمة للأنشطة المالية، القواعد القانونية والتنظيمية ووكالات الإشراف، ويسمح التعريف أيضاً باستكمال النظرة حول الطرق التي من خلالها توجه المدخرات نحو فرص الاستثمار، نشر المعلومات ومعالجتها، توزيع المخاطر بين الأعوان الاقتصاديين، وكذا تسهيل المدفوعات عبر الاقتصاد.

وفيما يخص البنى الأساسية المالية، فإن جميع الأنشطة المالية تمر عبر قناة ثلاثة، أو على الأقل تسجل في قيد ميزاني للصفقات المتضمنة تداول الأوراق المالية، وفي النشاط الدولي الموسع، عادة ما يكون هناك مشاركون رئيسيون في بنى أساسية محلية ودولية خاصة بعمليات المقاصة والتسويات وعمليات الدفع، سواء كانت خاصة أو عمومية، وكذا المبادلات التجارية الكبرى.

يتطلب الحفاظ على الاستقرار المالي رصد وتحليل الأبعاد المختلفة له عبر عدة مستويات، وهي: -الأسواق والمؤسسات والبنى الأساسية المالية؛ -الاقتصاد الكلي؛ - الاقتصاد العالمي؛ - ويوضح الشكل التالي اتجاهات وأبعاد الاستقرار المالي عبر مختلف المستويات كما في الشكل 01.



Source: Shri G. Padmanabhan, "Role of Financial Market Infrastructure in Financial System Stability & Implication for Central Bank", 11th SEACEN-World Bank Advanced Course on Payment and Settlement Systems, Kuala Lumpur, February 26, 2013.

إن تفاعل المعاملات المالية، وزيادة حركية انسيابها وتدفقاتها بين مختلف المستويات، تجعل من الصعب فصل مسألة الاستقرار المالي عن ضرورة توفر شروط الاستقرار في كل هذه المستويات، بما فيها البنى الأساسية المالية، كما أن الاختلال أو ركود الأداء في أحدها لمدة طويلة قد يتحول إلى أزمة مالية متعددة الجوانب، وعليه يمكن تحديد بعض العوامل المؤثرة في الاستقرار المالي فيما يلي:⁴ - التقلبات الحادة في الاقتصاد الحقيقي، وعلاقة ذلك بأداء المؤسسات؛ - اختلال التوازن العالمي والتدفقات السريعة لرؤوس الأموال؛ - المنتجات المالية المعقدة والتطور التكنولوجي السريع الذي يساهم في انتشارها واستخدامها؛ - فقاعات الأصول، والتي تجعل الأسعار مخادعة، وتصبح أكثر إدارة المخاطر المالية؛ - ترابط الأسواق وانتقال العدوى؛ - الفشل الكبير للأطراف المقابلة باعتبارها من أهم مكونات البنى الأساسية للأسواق المالية.

2. البنى الأساسية للأسواق المالية، تنظيمها ووظيفتها

تُعرف البنية الأساسية لسوق مالي بأنها "نظام متعدد الأطراف يشمل الهيئات المشاركة بما فيها مشغل النظام، والتي تستخدم لهدف المقاصة، التسوية أو تسجيل عمليات الدفع، الأوراق المالية، المشتقات، والتعاملات المالية الأخرى".⁵ وهي تقوم عادة بوضع مجموعة من القوانين والإجراءات العامة لجميع المشاركين، وإنشاء بنية أساسية تقنية، وكذا وضع إطار مناسب ومخصص لإدارة المخاطر التي تلاقىها، كما توفر للمشاركين نظاما مركزيا يسمح لهم القيام فيما بينهم أو عن طريق طرف مقابل مركزي بتنفيذ عمليات المقاصة والتسوية وتسجيل المعاملات المالية على نحو يزيد في الكفاءة ويخفض من التكاليف والمخاطر، حيث تسمح مركزية أنشطة معينة في هذه البنية الأساسية للسوق المالي بإدارة المخاطر على نحو أكثر كفاءة وفعالية، وأحيانا بتخفيض مخاطر معينة، وهي تسمح أيضا بزيادة الشفافية في الأسواق المالية وحتى مساعدة البنوك المركزية في إدارة السياسة النقدية والحفاظ على الاستقرار المالي.

وقد تختلف البنى الأساسية للأسواق المالية اختلافا كبيرا من حيث التنظيم والوظيفة والتصميم، إذ يمكن أن تُنظم قانونيا في أشكال مختلفة، منها؛ اتحادات مؤسسات مالية، شركات مقاصة غير مصرفية، ومؤسسات مصرفية متخصصة، ويمكن أن تُمتلك وتُشغل من طرف البنك المركزي أو من طرف القطاع الخاص، كما يمكنها أن تكون كيانات هادفة أو غير هادفة للربح. وبناء على هيكلها التنظيمي، يمكن أن تخضع هذه البنيات الأساسية للأسواق المالية لأشكال مختلفة من إجراءات الترخيص داخل وعبر السلطات القانونية، حيث

عادة ما تُنظم المصرفية منها وغير المصرفية بطرق مختلفة. وتشمل البنى الأساسية للأسواق المالية عموماً خمس فئات رئيسية وهي:⁶

1.2- أنظمة الدفع: Payment Systems (PSs): هو جملة من الأدوات والإجراءات والقواعد لنقل الأموال بين المشاركين، بما فيهم الكيان التشغيلي، ويستند عموماً على اتفاق بين المشاركين والمشغل ليتم نقل الأموال عن طريق بنية أساسية تشغيلية متفق عليها، وهو يشير عادة إلى نظام دفع للمبالغ الصغيرة أو نظام دفع للمبالغ الكبيرة، فالأول هو جهاز لتحويل الأموال يدير حجماً مهماً من المدفوعات ذات القيم المنخفضة نسبياً في شكل شيكات، حوالات، اقتطاعات آلية وبطاقات دفع، ويمكن أن يتم تسييره من طرف القطاع الخاص أو القطاع العمومي بوجود آلية تسوية صافية مؤجلة أو نظام تسوية إجمالية آنية. أما الثاني فهو نظام لتحويل الأموال يسير، من حيث المبدأ، دفعات ذات أولوية عالية ومبالغ كبيرة، وخلافاً للنظام الأول، فإن تسيير نظام الدفع للمبالغ الكبيرة يكون من طرف البنوك المركزية بوجود آلية للتسوية الإجمالية الآنية، أو آلية مكافئة.

2.2- حافظو الأوراق المالية المركزيون: Central Securities Depositories (CSDs): الحافظ المركزي للأوراق المالية، أو المؤتمن المركزي عليها، هو الكيان الذي يمسك ويعرض حسابات الأوراق المالية، ويقدم خدمات الحفظ المركزية وخدمات إدارة الأصول، والتي يمكن أن تشمل إدارة العمليات على الأوراق المالية، فهو يساهم بدرجة كبيرة في ضمان سلامة إصدارها والتأكيد على أنه لم يتم إنشاؤها من دون قصد أو عن طريق الاحتيال.

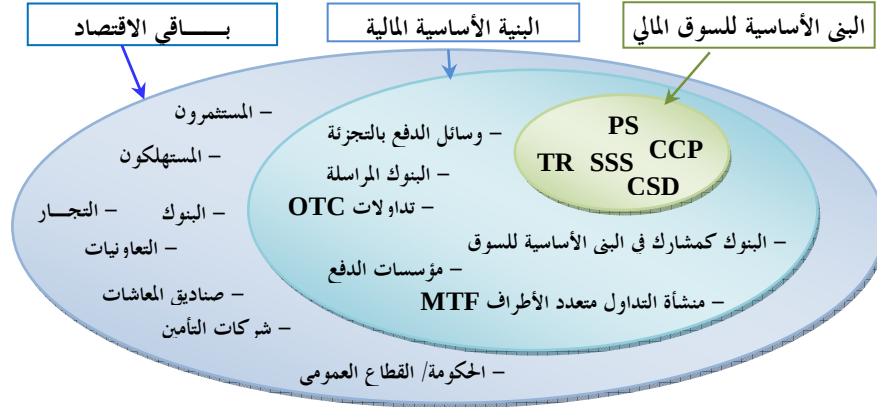
3.2- أنظمة تسوية الأوراق المالية: Securities Settlement Systems (SSSs): نظام تسوية الأوراق المالية هو كيان يسمح بنقل وتسوية الأوراق المالية من خلال تحويلات القيود المحاسبية وفق جملة من القواعد متعددة الأطراف ومحددة مسبقاً، وفي بعض الدول يمكن أن تدمج عمليات الحفظ والتسوية في كيان واحد.

4.2- الأطراف المقابلة المركزية: Central Counterparties (CCPs): الطرف المقابل المركزي هو الكيان الذي يتوسط بين الأطراف المتقابلة في العقود المتداولة بسوق مالي واحد أو أكثر، ليصبح مشترياً مقابلاً من كل بائع، وبائعاً مقابلاً لكل مشتري، وعليه يحول هذا النظام العقد بين البائع والمشتري إلى عقدين، عقد بين البائع والطرف المقابل المركزي، وعقد بين هذا الأخير والمشتري، مؤدياً دور الضامن لتسوية الصفقة ومقللاً لتكلفتها، بالإضافة إلى إمكانية استخدامه للتسوية الصافية بين الأطراف والتي تقلل من حجم المدفوعات.

5.2- المرجعيات (المستودعات) المركزية: Trade Repositories (TRs):

المرجعية المركزية هي الكيان الذي يقوم بمسك قاعدة إلكترونية مركزية للمعطيات والبيانات، ويسجل صفقات وعمليات السوق المالي، فهي مستودع مركزي لمراجع البيانات التي يجب أن تكون صحيحة، واضحة ومنطقية حتى تشكل مفتاحاً للتشغيل البيني السليم لنظام المعلومات في السوق المالي. وفي بعض الدول يمكن أن تُدمج بعض وظائف البنى الأساسية للأسواق المالية في شركة واحدة، كما يمكن أن يكون هناك اختلاف كبير في تصميم البنى الأساسية للأسواق المالية ولو كانت لها نفس الوظيفة، فمثلاً بعضها يستخدم التسوية الفورية، في حين يستخدم البعض الآخر التسويات الآجلة، أو أن يقوم بعضها بتسوية المعاملات على مرة واحدة، بينما يقوم آخرون بتسويتها على دفعات.

الشكل 2: موقع البنى الأساسية للسوق المالي وارتباطها بالمحيط المالي والاقتصادي



Source: Michiel van Doeveren, "Oversight, PFMI and Business Continuity Management", 6th Macedonian Financial Sector Conference on Payments and Securities Settlement Systems. Ohrid, 1-3 July 2013.

يوضح الشكل 2، موقع البنى الأساسية للسوق المالي ضمن البنية الأساسية المالية لاقتصاد معين، والذي من خلاله يمكن تحديد مختلف الروابط والعلاقات التفاعلية بين مكونات النظام التشغيلي للبنية الأساسية للسوق المالي مع بقية مكونات البنية الأساسية المالية في إطار تعاملها مع مختلف الفاعلين في الاقتصاد الكلي:

عادة ما يتم التفكير في الطرق وأنظمة النقل عند الحديث عن البنى الأساسية، وعندما تكون هذه الأخيرة ضعيفة أو عاجزة عن أداء مهامها فستكون هناك اختلالات، تأخيرات، وحالات من الفوضى، فميزة البنى الأساسية أن فهم أهميتها يكون أكثر لما تتوقف عن أداء وظيفتها، والشئ نفسه ينطبق على البنى الأساسية للأسواق المالية. فإجراءات مقاصة وتسوية وتسجيل جميع المعاملات

المالية تتم عمليا من خلال البنى الأساسية للسوق المالي، وهذه الأخيرة تسمح للأفراد والمؤسسات بشراء السلع والخدمات، القيام باستثمارات مالية، تحويل الأموال،...⁷

ونظرا للدور الحيوي للبنى التحتية للأسواق المالية في النظام المالي، وفي النظام الاقتصادي ككل، فإن إدارة مخاطرها أصبح أمرا بالغ الأهمية، فموضوع "المخاطر النظامية" مثلا كان حاضرا بقوة خلال المناقشات حول الأسواق حتى قبل الأزمة المالية الأخيرة، بالإضافة إلى العديد من المخاطر التي يمكن أن تتعرض وتواجهها البنى الأساسية للأسواق المالية.

3. لمحة عن أنواع المخاطر التي تواجه البنى الأساسية للأسواق المالية

بالإضافة إلى التطرق إلى المخاطر النظامية، يعرض الجزء التالي من الدراسة لمحة عامة عن المخاطر الرئيسية التي تواجه البنى الأساسية للأسواق المالية، وهي تشمل المخاطر القانونية، الائتمان، السيولة، النشاط، الحفظ، الاستثمار والمخاطر التشغيلية، حيث أن معرفة ما إذا كانت البنية الأساسية للسوق المالي و/ أو المشاركون فيها عرضة لنوع معين من المخاطر وكذا درجة الخطر تعتمد على نوع البنية وتصميمها.

1.3 المخاطر النظامية: Systemic risks

من المؤكد أن سلامة وكفاءة البنى الأساسية للأسواق المالية تخفف من المخاطر النظامية، ومع ذلك، فإنه يمكن أن تتعرض هي نفسها لمخاطر من هذا النوع، فعدم قدرة واحد من المشاركين أو أكثر على الأداء كما هو متوقع يمكن أن يشكل سببا في عدم قدرة مشاركين آخرين على الوفاء بالتزاماتهم عند الاستحقاق، وفي مثل هذه الظروف يظهر عدد من الآثار المحتملة. كما أن عجز بنية أساسية على إكمال تسوياتها يمكن أن يكون له آثار سلبية كبيرة على مستوى الأسواق التي تخدمها، وكذا على مستوى الاقتصاد ككل، مثلا: إلغاء عمليات دفع أو تسليم، تأخير في تسوية أو تقديم آجال مقاصدة لصفقات مضمونة، أو تصفية سريعة ل ضمانات وأصول أخرى بأسعار جارية، ولو اتخذت بنية أساسية لسوق مالي مثل هذه الإجراءات فسيمكن أن تعرض المشاركون فيها لمخاطر كبيرة وغير متوقعة في السيولة والائتمان، ويصعب عليهم النجاح في معالجتها، بل ويمكن أن يتوسع كل ذلك إلى اضطرابات جديدة في النظام المالي وتقويض الثقة في سلامة وصلابة ووثاقة البنية الأساسية المالية.⁸

2.3. المخاطر القانونية: Legal Risks

المخاطر القانونية هي مخاطر تطبيق أحكام قانونية أو تنظيمية غير متوقعة أو غير محددة، والتي ينتج عنها عادة خسارة، مثل تطبيق نظام قانوني يجعل بعض العقود والعمليات غير قانونية أو غير قابلة للتنفيذ، وفي إطار بيئات عابرة للحدود، أو حتى محلية أحيانا، يمكن أن تطبق عدة تشريعات على معاملة واحدة، أو نشاط أو مشارك واحد، وفي مثل هذه الحالات فإن البنية الأساسية والمشاركين يمكن أن يتعرضوا لخسائر نتيجة تطبيق غير متوقع لقانون ما، أو تطبيق قانون مختلف عن ذلك المحدد في العقد. كما يمكن أن تنشأ مخاطر أو خسائر عند التأخير في تحصيل أصول مالية بسبب تجميد أو حبس مؤقت لحسابات معينة بواسطة إجراء قانوني.

3.3. مخاطر الائتمان: Credit Risks

يمكن أن تواجه البنى الأساسية للأسواق المالية والمشاركين فيها أشكال مختلفة من مخاطر الائتمان، وهي احتمال أن طرفا مقابلا، سواء كان مشاركا أو كيانا آخر، سوف لن يكون قادرا على الوفاء التام بالتزاماته المالية عند الاستحقاق، أو لاحقا في المستقبل، حيث يمكن أن يواجهوا في هذه الحالة صنفين من المخاطر؛ مخاطر تكلفة الاستبدال التي ترتبط غالبا مع مخاطر ما قبل التسوية، والمخاطر الأساسية التي ترتبط عادة مع مخاطر التسوية. فالصنف الأول هو خطر خسارة أرباح غير محققة أو صفقات لم يتم تسويتها مع طرف مقابل، لتنعكس النتيجة المحتملة أن تتعرض لها البنية الأساسية في تكلفة استبدال الصفقة الأولية على أساس أسعار السوق الجارية، أما الصنف الثاني فيتمثل في احتمال خسارة طرف مقابل كليا لمبلغ الصفقة. وقد تنشأ مخاطر الائتمان من مصادر أخرى كذلك، مثل عدم وفاء بنوك التسوية، أو أي بنية أساسية للسوق المالي بالتزاماتها المالية.

4.3. مخاطر السيولة: Liquidity Risks

تعني مخاطر أنّ طرفا مقابلا، سواء كان مشاركا أو كيانا آخر، لا يملك أموالا كافية للوفاء بالتزاماته المالية كما ومتى هو متوقع، رغم أنه يمكن أن يكون قادرا على القيام بذلك مستقبلا. وتشمل مخاطر السيولة حالة أن بائعا للأصل سوف لن يتلقى مدفوعاته عند الاستحقاق، فيضطر هذا البائع للاقتراض أو إلى تصفية أصول من أجل تكملة مدفوعات أخرى، كما تشمل أيضا حالة أن مشتريا للأصل سوف لن يتلقى التسليم عند استحقاقه، فيمكن أن يضطر هذا المشتري إلى اقتراض أصول من أجل استكمال التزاماته بالتسليم، وعليه، فإن كلا من طرفي الصفقة يمكن أن يتعرض لمخاطر السيولة عند تاريخ الاستحقاق.

ويمكن أن تؤدي مخاطر السيولة إلى مخاطر نظامية، لاسيما عندما تحدث مع إغلاق الأسواق، أو عدم وجود سيولة، أو عند تغير أسعار الأصول بسرعة، أو إذا أثرت مخاوف بشأن الملاءة المالية، كما يمكن أن تنشأ مخاطر السيولة من مصادر أخرى، كعجز بنوك التسوية، حافظي الأوراق المالية، موردي السيولة والبنى الأساسية المتصلة عن أداء التزاماتها كما هو متوقع.

5.3. مخاطر النشاط: General Business Risks

ترتبط مخاطر النشاط بإدارة واستغلال البنية الأساسية كمؤسسة تجارية، باستثناء تلك المتعلقة بأخطاء مشاركين أو كيان آخر كبنك تسوية، حافظ للأوراق المالية أو أي بنية أساسية أخرى، وتشير مخاطر النشاط إلى التدهور المحتمل للوضع المالي لبنية أساسية للسوق المالي (كمنشأة تجارية) بسبب انخفاض إيراداتها وارتفاع نفقاتها، بصورة تؤدي إلى زيادة النفقات عن الإيرادات وتعرض عليها خسارة في أموالها الخاصة. وقد يكون هذا التدهور بسبب آثار السمعة السيئة، التنفيذ السيئ للإستراتيجية التجارية، الاستجابة غير الفعالة لظروف المنافسة، أو بسبب خسائر تتعرض لها خطوط أخرى مرتبطة بالبنية الأساسية للسوق المالي أو بشركتها الأم، أو لعوامل تجارية أخرى، ويمكن لمخاطر النشاط هذه أن تنعكس على أنواع أخرى من المخاطر، كما أن غياب إلزامية إدارة مخاطر النشاط يمكن أن يخلق اضطرابا في العمليات التجارية للبنية الأساسية المالية.

6.3. مخاطر الحفظ والاستثمار: Custody and Investment Risks

مخاطر الحفظ هي مخاطر الخسائر في الأوراق المالية المحتفظ بها على إثر إعسار مالي، وذلك نتيجة إهمال، احتيال، سوء إدارة، أو مسك غير ملائم للسجلات، أما مخاطر الاستثمار فهي مخاطر الخسارة التي تتعرض لها البنية الأساسية للسوق المالي عند توظيفها للموارد الخاصة لها أو للمشاركين فيها، خاصة في شكل ضمانات. هذه الخسائر لا تتعلق فقط بتكلفة الاحتفاظ والاستثمار للموارد، بل أيضا بسلامة وموثوقية أنظمة إدارة هذه المخاطر، إذ أن عجز البنية الأساسية للسوق المالي عن حماية أصولها بشكل صحيح يمكن أن ينعكس عليها بمشاكل في السمعة، الائتمان والسيولة.

7.3. المخاطر التشغيلية: Operational Risks

وهي مخاطر ناتجة عن الخلل في أنظمة المعلومات أو العمليات الداخلية، أخطاء بشرية أو إدارية، أو اضطرابات من أحداث خارجية، والتي سوف تؤدي إلى تدهور وانخفاض أو حتى انقطاع، الخدمات المقدمة من طرف البنية الأساسية للسوق المالي، وقد تؤدي هذه الإخفاقات التشغيلية إلى تأخيرات

وخسائر ومشاكل في السيولة، وأحيانا إلى مخاطر نظامية، كما يمكنها أن تحد من فعالية التدابير التي تتخذها البنى الأساسية لإدارة المخاطر، وذلك من خلال مثلا إضعاف قدرتها على إكمال تسوية ما، أو الحد من قدرتها على رصد وإدارة تعرضها لمخاطر الائتمان. وفي حالة المرجعيات المركزية (DCs)، فإن الاختلالات التشغيلية يمكن أن تحد من فائدة بيانات المعاملات التي تخزنها، والإخفاقات التشغيلية المحتملة هي بالأخص أخطاء أو تأخيرات في المعالجة، عطب الأنظمة، قدرة غير كافية، احتيال، خسارة أو تسرب بيانات. وللمخاطر التشغيلية مصادر داخلية وأخرى خارجية، حيث يمكن أن يخلق مشاركون خطرا تشغيليا للبنى الأساسية أو لمشاركين آخرين، والتي يمكن أن تسبب بدورها مشاكل سيولة أو مشاكل تشغيلية في النظام المالي بأكمله.

4. مبادئ البنى الأساسية للأسواق المالية

من أجل مواجهة مختلف المخاطر سابقة الذكر، طرحت في عام 2010 كل من لجنة أنظمة الدفع والتسوية (CPSS) التابعة لبنك التسويات الدولية (BIS) والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) مبادرة لمراجعة وتحديث المعايير الدولية للبنى الأساسية للأسواق المالية، وقد كانت هذه المبادرة في المقام الأول كنتيجة لزيادة المخاطر وعدم اليقين التي ظهرت خلال الأزمة المالية لعام 2008، وللدور الكبير والأهمية المتزايدة لهذه البنى الأساسية في الساحة المالية الدولية، حيث أنها كانت مصدر قوة وصلابة خلال الأزمة الأخيرة، وكانت عموما قادرة على الوفاء بالتزاماتها عند الاستحقاق وأعطت المشاركين في السوق الثقة لمواصلة التعاملات. ومع ذلك، فقد أبرزت تلك الأزمة دروسا هامة في الإدارة الفعالة للمخاطر والحاجة إلى رقابة وحوكمة البنى الأساسية للأسواق المالية من أجل التعامل مع ظروف أكثر شدة.

كما جاءت مبادرة المراجعة للمعايير الدولية أيضا لدعم أهداف G20 ومجلس الاستقرار المالي (FSB) من أجل تعزيز سلامة الأسواق المالية، بما في ذلك البنى الأساسية الرئيسية لها، فقد قامت G20 على الخصوص بانتداب رسمي للمقاصة المركزية لمنتجات المشتقات الموحدة والمتداولة خارج البورصة (OTC) وتبليغ بياناتها إلى المرجعيات المركزية (TRs)، حيث أن هذه المقاصة المركزية أصبحت حاضرة على نحو متزايد في عمليات التسوية بالسوق المالي، ومن المتوقع أن يتوسع دورها أكثر خلال السنوات القادمة، وعليه صار من المهم أن يكون للبنى الأساسية للأسواق المالية ممارسات خاصة في إدارة المخاطر تتماشى ودورها في الأسواق المالية المحلية والدولية.

وفي أبريل 2012، أصدرت لجنة أنظمة الدفع والتسوية (CPSS) والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) تقريراً حول المبادئ الخاصة بالبنى الأساسية للأسواق المالية، والتي أرست معايير دولية جديدة لأنظمة الدفع والتسوية والمقاصة، سواء من خلال رفع المتطلبات الدنيا وتقديم توجيهات أكثر تفصيلاً، أو من خلال توسيع نطاق المعايير لتغطي مواضيع جديدة في إدارة المخاطر وأنواع جديدة من البنى الأساسية للأسواق المالية من أجل ضمان تشغيلها بأمان وكفاءة في الظروف العادية وفي حالات توتر الأسواق. واستمرارا للعمل على توفير إطار أشمل لدور البنى التحتية للأسواق المالية وتماشيا مع نشاط لجنة أنظمة الدفع والتسوية (CPSS)، فقد صادق محافظو البنوك المركزية خلال لقائهم في جوان 2014 في "اجتماع الاقتصاد العالمي (GEM)" على تغيير اسم اللجنة إلى "لجنة الدفع والبنى الأساسية للسوق" (CPMI) مع ميثاق وصلاحيات جديدة ابتداء من 1 سبتمبر 2014، وذلك لدفع اللجنة إلى تعزيز سلامة وكفاءة عمليات الدفع والتسوية والمقاصة والترتيبات ذات الصلة، وبالتالي دعم الاستقرار المالي والاقتصاد ككل.⁹

وعلى ضوء تحديد المبادئ الجديدة للبنى الأساسية للأسواق المالية، فإن المبادئ الأربع والعشرون، الواردة في تقرير أبريل 2012، جاءت مصنفة في تسعة عناوين عريضة: وتشمل هذه العناوين العناصر الرئيسية لتصميم وتشغيل فعال وآمن للبنى الأساسية للأسواق المالية.

أ- التنظيم العام: توفر المبادئ الثلاثة الأولى توجيهات حول التنظيم العام للبنية الأساسية للسوق المالي، وذلك من أجل مساعدتها على وضع أساس قوي لإدارة المخاطر. فالمبدأ 1 حول الأسس القانونية يتطلب منها أن تمتلك أسسا قانونية لأنشطتها تكون قوية وواضحة وقابلة للتنفيذ، في حين أن المبدأ 2 حول الحوكمة يتطلب أن يكون لديها ترتيبات حوكمة سليمة تركز على سلامتها وكفاءتها وتدعم استقرار النظام المالي بشكل أوسع، وتأخذ الاعتبار الأخرى للمصلحة العامة وأهداف أصحاب المصالح، كما يقدم المبدأ توجيهات أكثر حول الأدوار والمسؤوليات وهيكل مجالس الإدارة. أما المبدأ 3 بشأن إطار الإدارة الشاملة للمخاطر، فهو مبدأ جديد يتطلب من البنية الأساسية للسوق المالي أن تأخذ نظرة شاملة حول مخاطرها، بما في ذلك تلك التي يمكن أن تطرحها أو تحملها من المشاركين وزبائنهم والكيانات الأخرى.

ب- إدارة مخاطر السيولة والائتمان: تعالج المبادئ من 4 إلى 7 إدارة مخاطر السيولة والائتمان التي تنشأ عن إجراءات الدفع، المقاصة والتسوية من طرف بنية أساسية لسوق مالي، وعلى عكس المعايير الدولية السابقة، يميز هذا التقرير بين مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة، ويقدم مبادئ منفصلة لمعالجتها،

فالمبدأ 4 حول مخاطر الائتمان، والمبدأ 7 حول مخاطر السيولة مكملان بالمبدأ 5 عن الضمانات والمبدأ 6 عن الهوامش، وقد صُممت هذه المبادئ الأربعة في مجموعها من أجل توفير درجة ثقة عالية من أن البنية الأساسية للسوق المالي ستكون قادرة على أن تعمل وتقدم خدماتها كمصدر للاستقرار المالي أثناء توتر ظروف السوق.

ج- التسوية: تم تناول مخاطر التسوية في المبادئ من 8 إلى 10، والتي تعني احتمال أن التسوية سوف لن تتم كما هو متوقع، ويبرز هذا النوع من المخاطر في البيئة الأساسية للسوق المالي سواء في تسوية معاملة تظهر على سجلاتها أو على سجلات بنية أساسية أخرى للسوق المالي، أو على سجلات طرف خارجي كالبنك المركزي مثلاً أو أي بنك تجاري. المبدأ 8 حول التسوية النهائية يتناول القضية الأساسية لإتمام الصفقات المعالجة من طرف البنية الأساسية للسوق المالي، والتي ينبغي أن تكون مصممة لتقديم تسوية نهائية واضحة ومحددة، ومن الضروري أو المستحسن، أن تقدم تسوية نهائية فورية، أي في الوقت الحقيقي. ويعزز المبدأ 9 التوجيهات السابقة بشأن التسويات المالية ويشجع البنية الأساسية للسوق المالي على أن تقود التسويات المالية باستخدام أموال البنك المركزي، وفي حالة ما إذا كانت هذه الأخيرة غير متوفرة أو غير عملية، فينبغي عليها التخفيف من مخاطرها الناجمة عن استخدام أموال البنوك التجارية. بالإضافة إلى ذلك، يوفر المبدأ 10 توجيهات للبنى الأساسية للأسواق المالية التي تقدم تسليمات عينية، وعلى وجه الخصوص، ينبغي عليها أن تصرح بوضوح عن التزاماتها فيما يتعلق بتسليم أدواتها العينية أو سلعها.

د- حافظو الأوراق المالية المركزيون (CDSs) وأنظمة تبادل القيم: جاء كل من المبدأ 11 حول المؤتمنين المركزيين على الأوراق المالية (CDSs) والمبدأ 12 حول أنظمة تبادل القيم، من أجل توحيد وتنسيق التوجيهات السابقة بشأن المخاطر الموحدة التي يواجهها هذا النوع من البنى الأساسية للأسواق المالية والمرتبطة بوظيفتها وتصميمها، حيث أن اختلاف طبيعة ونطاق أنشطتها يقوم على المجالات القانونية وممارسات السوق، وهي تؤدي دوراً رئيسياً في حماية الأوراق المالية، وتساعد على ضمان وسلامة إصدارات الأوراق المالية والصفقات. ويتطلب المبدأ 11 من هذا النوع للبنى الأساسية للأسواق المالية أن تحافظ على الأوراق المالية في شكل مادي (تثبيات) أو في شكل غير مادي (تسجيلات إلكترونية) للسماح بتحويلها من خلال تقييد التسجيل. وبالمثل، فإن أنظمة التسوية لتبادل القيم تؤدي هي الأخرى دوراً مهماً في تخفيض المخاطر الرئيسية، ويتطلب المبدأ 12 من هذه الأنظمة أن تقلل من المخاطر الرئيسية من

خلال ضمان أن التسوية النهائية للالتزام ما تحدث فقط في حال حدوث تسوية أخرى أيضا للالتزام مرتبط بها.¹⁰

هـ- إدارة الأخطاء: تتطلب المعايير الدولية الجديدة للبنی الأساسية للأسواق المالية أن يكون لها سياسات وإجراءات محددة بوضوح للتعامل مع أخطاء المشاركين، كما ينص على ذلك المبدأ 13، وذلك من أجل تمكينا من مواصلة الوفاء بالتزاماتها في حال وجود خطأ لأحد المشاركين. أما المبدأ 14 حول الفصل والتحميل فهو مبدأ جديد مخصص للأطراف المقابلة المركزية (CCPs)، إذا يتطلب منها أن تمتلك قواعد وإجراءات لتحميل وفصل وضعيات زبائن المشاركين والضمانات المقدمة لها بموجب هذه الوضعيات.

و- إدارة مخاطر النشاط والتشغيل: تم معالجة كل من مخاطر النشاط، مخاطر الاحتفاظ والاستثمار، ومخاطر التشغيل في المبادئ 15، 16 و 17 على التوالي. حيث جاء المبدأ 15 كمبدأ جديد لحماية المشاركين والنظام المالي من المخاطر التي يمكن أن تواجهها أنشطة البنية الأساسية للسوق المالي فجأة نتيجة خسائر تجارية غير مرتبطة بأخطاء المشاركين، وذلك من خلال وجوب الاحتفاظ بأصول سائلة صافية ممولة عن طريق أموال خاصة مساوية على الأقل لستة أشهر من نفقات التشغيل الجارية، مما يسمح لها بتغطية الخسائر المحتملة للأنشطة وبما يمكنها من الاستمرار في تقديم أنشطتها وخدماتها. وتتم معالجة هذه الأصول، بالإضافة إلى الموارد المخصصة لتغطية أخطاء المشاركين والمخاطر الأخرى، تحت مبادئ الموارد المالية. أما المبدأ 16 حول مخاطر الاحتفاظ والاستثمار فيتطلب من البنية الأساسية للسوق المالي أن تحمي أصولها وكذا أصول المشاركين وأن تحافظ على تنسيق سياساتها الاستثمارية مع إستراتيجيتها الشاملة لإدارة المخاطر. وفي ذات السياق، يعالج المبدأ 17 المخاطر التشغيلية، برفع المتطلبات حول الموثوقية التشغيلية والمرونة، فمثلا، ينبغي أن تسعى إدارة مواصلة التشغيل إلى تعافي الأنشطة في الوقت المناسب والوفاء بالتزامات البنية الأساسية للأسواق المالية، بما في ذلك حالة التعطل الكبير، فمخطط مواصلة الأنشطة ينبغي أن يُصمم لتمكينها من تكملة التسويات مع نهاية يوم التعطل ولو في ظروف صعبة، وأن تُصمم الأنظمة الرئيسية حتى يتم استعادة الأنشطة في غضون ساعتين من التعطل.¹¹

ز- متطلبات الوصول والمشاركة: ينبغي أن يكون للبنية الأساسية للسوق المالي معايير موضوعية للمشاركة، قائمة على تحليل المخاطر والتقارير الصادرة، والتي تسمح بالوصول العادل والمفتوح لخدماتها، وعليه تعالج المبادئ 18-19-20 الحاجة إلى توفر الشروط اللازمة لتحقيق ذلك، وكذا إدارة المخاطر المقدمة من طرف ترتيبات الوصول البديلة، فالمبدأ 18 حول متطلبات

الوصول والمشاركة يقدم إرشادات لوضع سياسات وصول خاصة، والتي تسمح بالوصول المنصف والمفتوح مع ضمان سلامتها الخاصة وكفاءتها. أما المبدأ 19 حول ترتيبات المشاركة المتدرجة، فهو مبدأ جديد يتطلب من البنية الأساسية للسوق المالي تحديد ومراقبة وإدارة المخاطر التي تواجهها على المستويات العديدة للمشاركة، ومنها المشاركة غير المباشرة. في حين أن المبدأ 20 يحتوي على تفاصيل أكثر ومتطلبات خاصة بالبنية الأساسية للسوق المالي المشاركة في ترتيبات الارتباط، لاسيما المرتبطة ببنية أساسية أخرى، سواء مباشرة أو غير مباشرة، حيث ينبغي عليها أن تحدد وتراقب وتدير المخاطر الناجمة عن هذا الارتباط.

ح- الكفاءة: تم معالجة القضايا المتعلقة بالكفاءة والفعالية في المبدأين 21 و22، فالأول منهما يتطلب من البنية الأساسية للسوق المالي أن تكون ذات فعالية وكفاءة في الوفاء بالتزاماتها مع المشاركين والأسواق التي تخدمها، وتشمل الكفاءة بمفهومها الواسع ما الذي تفعله البنية الأساسية للسوق المالي وكيف، والموارد المطلوبة لذلك. في حين تتعلق الفعالية بالطريقة التي تحقق بها غاياتها وأهدافها الأساسية. أما المبدأ 22 فيتناول جانباً تقليدياً للكفاءة، وهو استخدام إجراءات ومعايير الاتصال، حيث يتوجب على البنية الأساسية للسوق المالي استخدام إجراءات ومعايير دولية مقبولة لتعزيز الكفاءة، وأن تحافظ على العمليات العابرة للحدود، وأن تقدم خدمات عبر الحدود، وهذا الجانب التقليدي له أهمية كبيرة في الأسواق المالية الدولية والمحلية.

ط- الشفافية: يعالج المبدأان الأخيران 23 و24 مسألة الشفافية ومتطلبات المعلومات المعروضة للمشاركين في البنية الأساسية للسوق المالي، وللسلطات وللجمهور بغية تمكينهم من صنع قرار سليم وتقوية الثقة في الأسواق التي تخدمها. فالمبدأ 23 بشأن الإفصاح عن القواعد، الإجراءات الرئيسية ومعطيات السوق، يتطلب من البنية الأساسية للسوق المالي تقديم المعلومات الكافية التي تسمح بأن يكون للمشاركين، والمشاركين المتوقعين، إدراك دقيق للمخاطر، العمولات والتكاليف الأخرى المرتبطة بمشاركاتهم، ويجب أن تكون هذه القواعد والإجراءات قابلة للتطبيق ومعروضة للجمهور. أما المبدأ الجديد 24 والخاص بالإفصاح عن بيانات السوق من طرف المرجعيات المركزية (TRs) فقد تم تطويره ليتطلب منهم الكشف عن بيانات السوق والسماح للمشاركين والسلطات المختصة والجمهور إجراء تقييمات آنية لأسواق المشتقات خارج البورصة (OTC)، وفيما إذا كانت مرتبطة بأسواق أخرى يخدمونها.

وتعتبر هذه المعايير في مجملها أكثر صرامة من سابقتها، وأكثر تركيزاً حول السيطرة على المخاطر النظامية، كما تضع اهتماماً أكبر بالحوكمة، وما هو

مطلوب من البنية الأساسية للسوق المالي من إدراك لأطر إدارة المخاطر، والتحكم بشكل أفضل في الموارد المالية، وعلى هذا الأساس، فإن البنى الأساسية للأسواق المالية في جميع أنحاء العالم هي اليوم بحاجة إلى القيام بتحسينات وإصلاحات في ممارساتها عند إدارة المخاطر من أجل تلبية هذه المعايير الجديدة، وذلك عن طريق إجراء تحليل دقيق تجاهها وتحديد الفجوات ووضع خطط لمعالجتها، كما أن السلطات النقدية والمالية تسعى للعمل الوثيق مع البنى الأساسية للأسواق المالية من أجل امتثالها مع هذه المعايير والمبادئ في الوقت المناسب.

وفي هذا السياق، من المتوقع أن يعرف المشاركون في مثل هذه البنى الأساسية للأسواق المالية تغيرات في ممارسات إدارة المخاطر، كما يعني أنه سيكون هناك ارتفاع في التكاليف ليكون لها أثر على المشاركين ومتطلبات أكبر في الضمانات، لكن من جانب آخر، سيكون هناك ضمان أكبر من أن المعاملات تتم وفقا لرغبات المشاركين في الأوقات الجيدة والسيئة.

خاتمة

من خلال هذه الدراسة يمكن استكشاف واحدة من أهم التحديات المختلفة في تحقيق الاستقرار المالي والحفاظ عليه، والتي أصبحت ذات أهمية كبيرة خلال السنوات القليلة الماضية، وهي مساهمة البنى الأساسية للأسواق المالية في الوصول إلى ذلك، وذلك في ظل التحديات المفاهيمية في تعريف الاستقرار المالي وتحليله، فمن منظور تقييم أداء الأنظمة المالية وإشكالية وقوعها في صعوبات وأزمات، فإن مسألة الاستقرار في هذه الأنظمة أصبحت اليوم تتجه أكثر فأكثر نحو دمج المعرفة والمعلومات حول المؤسسات المالية والأسواق المالية، وإلى وضع تصور مفيد ونموذج عملي تجريبي للروابط النظامية الهامة بين العمليات المالية وتسهيل إجراءات تمويل الاقتصاد الحقيقي.

إن مواصلة التحسينات والإصلاحات في مجال البنى الأساسية للأسواق المالية، لا سيما فيما يتعلق بامتثالها للمعايير الجديدة، ستكون لها تكاليف في الوقت والأموال لقطاع الخدمات المالية، لكن ستكون هناك أيضا فوائد تفوق بكثير تلك التكاليف لصالح جميع أصحاب المصالح، ولقد أصبح من الضروري مواصلة الاستثمار في البنى الأساسية للأسواق المالية، الشيء الذي سيضمن أن خدماتها للنظام المالي والاقتصادي ككل ستكون بشكل جيد في المستقبل.

يمكن للأسواق المالية التي تعرف درجة من التأخر وعدم التشغيل الجيد الاستفادة من التجارب الدولية في تطويرها وتحسين أدائها، وفي الاستفادة من المعايير العالمية التي تضعها المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، وذلك من

خلال ما يلي: -التعاون في وضع وتطبيق وتعزيز الالتزام بالمعايير المعترف بها دولياً، وعلى التنظيم والرقابة والتنفيذ على الأسواق المالية، وذلك لحماية المستثمرين، والحفاظ على كفاءة وشفافية الأسواق، وكذا التعامل مع المخاطر النظامية؛ -تعزيز حماية المستثمرين وتعزيز ثقة المستثمرين في سلامة أسواق الأوراق المالية، من خلال تبادل المعلومات وتعزيز التعاون في مجال الرقابة والتنفيذ ضد الممارسات غير السليمة وكذلك في مجال الإشراف على الأسواق والوسطاء في الأسواق. تبادل المعلومات على الصعيدين العالمي والإقليمي والخبرات من أجل المساعدة في تطوير الأسواق المالية، وتعزيز البنية الأساسية للأسواق ووضع التشريعات المناسبة.

المراجع:

- 1 - Garry J. Schinasi, "Defining Financial Stability", International Monetary Fund Working Paper, October 2004, p:08.
- 2 - Ibid, p p: 11, 12.
- 3 - "What is financial stability?", Financial Stability Review, European Central Bank, published on: <https://www.ecb.europa.eu/pub/fsr/html/index.en.html>
- 4 - Shri G. Padmanabhan, "Role of Financial Market Infrastructure in Financial System Stability & Implication for Central Bank", 11th SEACEN-World Bank Advanced Course on Payment and Settlement Systems, Kuala Lumpur, February 26, 2013.
- 5 - "Principals for financial market infrastructures", CPSS-IOSCO, April 2012, p: 07.
- 6 - Ibid, pp: 8, 9.
- 7 - Agathe Côté, "Toward a strong financial market infrastructure for Canada", Association for Financial Professional of Canada. Montreal, 26 March 2013.
- 8 - "Principals for financial market infrastructures", op.cit, p: 18.
- 9 - "About the CPPI", published on: <https://www.bis.org/cpmi/info.htm?3%7C16%7C29>
- 10 - "Co-chairs' summary note for the CPSS-IOSCO Principals for financial infrastructures", Bank for International Settlements, 16 April 2012, p: 05.
- 11 - Ibid, p: 06.