

القضايا الرئيسية في اعادة تشكيل القواعد المنظمة لسوق المشتقات المالية مدخل تحليلي نظري

م.م هنادي صكر مكطوف

أ.د صبيحة قاسم هاشم

كلية الادارة والاقتصاد/ جامعة بغداد

المخلص

لقد ساهمت عمليات التداول في السوق الموازية غير الخاضعة للتنظيم في غموض أسواق المشتقات، وعملت في الحد من المنافسة، مما انعكس ذلك في زيادة الهامش الذي يتمتع به التجار، وزيادة الاسعار التي يتعين في المستخدمين النهائيين (الشركات الصناعية وغير المالية) أن يدفعوها. مما ينعكس ذلك في الاضرار السلبية التي يتحملها الاقتصاد الحقيقي للبلد. ولحل هذه المشكلة كان لا بد من اعادة النظر في القضايا الاساسية لإعادة تشكيل القواعد المنظمة لسوق المشتقات المالية، والعمل في نقل تجارة المشتقات المالية الى اسواق اكثر تنظيماً، اذ تعمل المتطلبات الجانبية اليومية في ضمان الاستقرار الشامل، وتعمل الشفافية في دفع المنافسة، والحد من الهامش، وزيادة عمق السوق. اضافة لما لغرفة المقاصة من دور بارز في ازالة مخاطر الائتمان المتصلة بعقود الاسواق الموازية الثنائية، من خلال ضمان دفع لكلا جانبي عقود المشتقات. لذلك فالجهود المبذولة لتنفيذ قوانين مكافحة الاحتكار من الممكن ان يُنظر اليها باعتبارها مكملة للتنظيمات الملزمة للمشتقات المالية، وللتغلب في قوى الضغط الهائلة المتمثلة في البنوك الاستثمارية، مما يساعد ذلك في ضمان الاستقرار المالي العالمي.

Abstric

The trading in the over-the-counter (OTC) market is regulated have contributed in the ambiguity of derivatives markets, and worked to limit competition, and which is reflected in the increased margin enjoyed by the traders, and increase prices, which should end users (industrial companies and non-financial) pay it. This will reflect also the negative damage borne by the real economy of the country. To solve this problem had to be reconsidered in the core issues to reshape the rules governing the derivatives market, and work on the transfer of trade financial derivatives to market more organized, working requirements side daily to ensure overall stability, and work transparency to pay competition, and the reduction of the margin, and increasing the depth of the market. Add to the clearinghouse of a prominent role in remove the credit risk inherent in bilateral OTC contracts by guaranteeing payment on both sides of derivatives contracts. Efforts to implement the antitrust laws could be seen as complementary to the binding regulations for derivatives, and to overcome the forces of the enormous pressure of investment banks, which helps to ensure global financial stability.

تمهيد

تعرضت أسواق المشتقات المالية العالمية إلى هجوم مستمر منذ بدء الأزمة الائتمانية في 2008، فضلا عن ذلك فقد ألقى العديد من المعلقين اللائمة في بعض منتجات المشتقات المالية غير الاعتيادية والتي ساهمت بدورها في تعميق اثر الأزمة المالية، فقد تقلصت أسواق المشتقات بشكل سريع في بعض القطاعات. وأدت هذه الأزمة إلى ضرورة إعادة النظر وبشكل جاد في إيجاد قواعد تنظم قطاع المشتقات المالية بكافة أطرافه من قبل المشاركين في السوق والجهات التنظيمية عبي حد سواء.

وفي الرغم من أن عملية إعادة وتنظيم تشكيل سوق المشتقات المالية والتي تنطوي في حسابات رياضية معقدة، فإن المفهوم الكامن وراءها بسيط جدا، لأنها عبارة عن عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول القائمة،

وقد شهد سوق المشتقات منذ عام 2000 نموا هائلا في الصعيد العالمي، كما نمت قيمة عقود المشتقات من 100 تريليون دولار إلى نحو 600 تريليون دولار مع نهاية عام 2010، وذلك بحسب البيانات الصادرة عن بنك التسويات الدولية BIS.

ولقد قامت الجهات المشرعة للقوانين في الولايات المتحدة وأوروبا والمشاركين في الأسواق بتوجيه الدعوات لتحسين مستوى الرقابة في توجيه مشتقات التداول المباشر، إذ تشمل خططهم تحويل هيكلية عمليات تداول المشتقات المالية من التداول المباشر (أي في السوق الموازية) إلى البورصات المنظمة لضمان حصولها في إطار من الشفافية وضمن بيئة منظمة. كما يفضلون إتمام عملية المقاصة في الصفقات من خلال نظام الطرف المقابل المركزي، سواء أكان ذلك في قاعة البورصة أو أي مؤسسة أخرى بهدف توفير ضمانات للوفاء بكافة الالتزامات المترتبة. فهدف تشريعات إعادة تشكيل سوق المشتقات البحث عن تحقيق التوازن، والقضاء في مشكلة متداولو المشتقات ذات التداخل المعرض للفشل الحتمي.

لقد تناول البحث ثلاث محاور أساسية، أشتمل الأول في منهجية البحث، في حين تناول المحور الثاني الإطار النظري للبحث، أما المحور الثالث فقد أشتمل في أهم الاستنتاجات النظرية التي توصل إليها البحث.

المحور الأول: منهجية البحث

أولاً: مشكلة البحث

تتمحور مشكلة البحث من عدة تساؤلات هي: فيما إذا كان بالإمكان إعادة تشكيل وتنظيم سوق المشتقات المالية خاصة بعد الأزمة المالية الائتمانية التي حدثت في عام 2008؟ ومدى إمكانية وضع قواعد تنظيمية لعمل محركات آليات الأسواق غير المنظمة أو الموازية لتلافي مشكلة عدم تطابق المعلومات بين البائع والمشتري؟ وهل يجب فهم الكيفية التي يتم فيها استخدام المشتقات المالية لإدارة المخاطر أو لاشتقاق الأرباح التجارية؟ وهل هناك إمكانية لمقاصة مركزية تقلل من المخاطر البنوية؟ والتساؤل الأكثر أهمية ما هي المخاطر البنوية الأساسية المرتبطة باستخدام المشتقات؟

ثانياً: أهمية البحث

يستمد البحث أهميته من أهمية موضوعه، إذ تأتي الدعوة إلى إصلاح سوق المشتقات المالية بشكل ملح، وذلك بسبب وجود صيغة توافق واسعة النطاق تحدد في أن المشتقات المالية تعتبر ذات آلية ممتازة للقيام باستثمارات جديدة، بالإضافة إلى حماية الاستثمارات القائمة في حد سواء. ومن المهم بالنسبة للمستثمرين الوثوق بالمشتقات المالية، إذ أنه من المحتم انتعاش الأسواق المالية وقدرتها في تخطي الأزمة وتلافي الأزمات المستقبلية لاستئناف مسارات النمو.

ثالثاً: أهداف البحث

1. الطرح المعرفي النظري لأهمية المشتقات المالية وطبيعتها كونها أداة استثمارية مهمة، إضافة إلى كونها أداة تحوط ولتغطية مخاطر السوق.
2. الكشف عن أهمية تنظيم أسواق المشتقات المالية بعد الأزمة المالية العالمية، وما يحققه استخدام المشتقات المالية من استقرار في الأسواق المالية، وفي تحسين كفاءة السوق.
3. التأكيد في فهم نقل القسم الأعظم من تداول المشتقات المالية إلى أسواق الأوراق المالية المنظمة، إذ تعمل المتطلبات الجانبية اليومية في ضمان الاستقرار الشامل، واذ تعمل شفافية الأسعار في دفع المنافسة، والحد من الهوامش، وزيادة عمق السوق.

● المحور الثاني: الإطار النظري للبحث

أولاً: مفهوم و طبيعة المشتقات

لقد سميت المشتقات المالية بهذا الاسم، لأن قيمتها تشتق من قيمة ورقة مالية أساسية (Brealey,et.al,2008: 729) ، وهي أوراق مالية تعتمد قيمتها في أوراق مالية أخرى، أي هي عقود أكثر من كونها إصدار جديد لأوراق مالية أساسية (Johnson,2000:138). ويبرز هذا التعريف جانب الالتزام والتعاقد بين طرفي العقد.

والمشتقات أدوات تستعمل لتغيير مستوى المخاطرة التي تتعرض لها المنظمات أو قد تحول المخاطرة من شكل لآخر، وأحياناً يزيد استعمالها من مستوى المخاطرة، عندما تستعمل في عمليات المضاربة للاستفادة من حركة بعض المتغيرات الاقتصادية (Ross, et.al,2008: 714).

وقد انتشرت المشتقات بشكل كبير في السنوات الأخيرة، بغرض حماية المستثمرين من المخاطر التي تحدث في تغييرات أسعار الأوراق المالية (حنفي وقرياقص ، 2006 : 311). إذ بدأت أسواق المشتقات في الولايات المتحدة، وبريطانيا وأوروبا في السبعينات من القرن الماضي (Gangadhar,2006 :438) .

اذ تأسست أول سوق منظمة لهذه المشتقات في ابريل 1973 في شيكاغو، ثم انتشرت في البورصات الأمريكية الأخرى. والرابع الأخير من القرن العشرين شهد نمواً كبيراً في حجم التجارة والتنوع في المشتقات، وعدد المستعملين وعدد استعمالات هذه العقود، فقد ارتفعت التعاملات بهذه العقود بين عام 1986 - 1996 لأكثر من ثلاثين مرة، حتى بلغ حجمها أكثر من (30) ترليون دولار (Arnold,1998:893) . وتأسيساً في ما سبق فالمشتقات المالية هي عقود ملزمة لأطراف التعاقد بأغلبها، وتكون في شكل أدوات مالية تشتق قيمتها من قيمة الأوراق المالية الأساسية مثل الأسهم والسندات.

ثانياً: دور المشتقات المالية وعلاقتها بالاقتصاد

يؤلف نمو المشتقات المالية واحداً من أهم قصص النجاحات المثيرة في التاريخ المالي المعاصر، فقد تطورت من مجرد تصورات إلى الانتشار الدولي الواسع النطاق، إذ عم التعامل بها الأسواق والمؤسسات المالية الدولية، وتخللت كل أرجاء النظام المالي. فالاستخدام الأول الذي ظهرت من اجله عقود المشتقات المالية هو لتغطية مخاطر السوق المتمثلة بتقلبات أسعار الفائدة، وأسعار الصرف، وتقلبات أسعار الأسهم. إلا أنها لم تنحصر في ذلك، بل استخدمت أيضاً في المضاربة حتى من طرف المستعملين الذين يفتقدون للفهم العام لهذه الأدوات بسبب تعقيدها، وهو ما أدى إلى تسببها في الأزمات في كثير من الأحيان (محمود،2009: 2).

وقد نما سوق المشتقات بسرعة كبيرة في السنوات الأخيرة أكثر من أي سوق آخر، فهو يعتبر مجهزاً للشركات بفرص جديدة، وفي الوقت نفسه يعرضها لمخاطر جديدة، ومن الأسباب التي أدت إلى التوسع في سوق المشتقات المالية الآتي (Brigham&Houston,2001:788):

1- ظهور تقنيات التحليل الأساسي مثل نموذج تسعير الخيارات، والذي طور للمساعدة من وضوح الأسعار الحقيقية واتخاذ أسس أفضل لتسعير التحولات والتي جعلت من الأطراف المشاركة أكثر راحة في تعاملاتهم.

2- وجود التقنيات التكنولوجية والاتصالات الالكترونية والتي سهلت من تعامل المتعاملين مع بعضهم البعض.

3- ظهور العولمة التي زادت من أهمية أسواق العملات والحاجة إلى التخفيض من مخاطر أسعار الصرف التي تحدث بفعل التعامل التجاري والمبادلات الخارجية.

لذلك تعتبر عقود المشتقات مجموعة من الأدوات المالية تشترك بميزة واحدة هي أن قيمتها ترتبط بالتغيرات في المتغير الأساسي، مثل سعر سلعة مادية، ومؤشر البورصة، أو معدل الفائدة. فعقود المشتقات - العقود الآجلة، الخيارات، والمبادلات - تكسب قيمتها أو تخسرها كالمعدلات الأساسية أو تغير الأسعار، حتى ولو أن حامل الأسهم لا يملك فعليا الموجود الأساسي. إذ لعبت المشتقات المالية دوراً في تطوير الأدوات المالية المعقدة، كالسندات التي تدعمها مجموعات من الموجودات الأخرى. إذ يمكن استخدامها لخلق عقود الأوراق المالية " الاصطناعية synthetic " المنظمة لتكرار العوائد في الأوراق المالية للفرد أو محافظ الأسهم، والسندات، أو مشتقات أخرى (Miller,2009:1).

ويمكن أن تحقق المشتقات المالية بمختلف عقودها إذا ما أحسنت إدارة مخاطر هذه الأدوات الجديدة، عدة مزايا لكل من المؤسسات المالية والمستثمرين، والنظام المالي منها (الهندي،1999: 19) و (Hrovatin,et. al, 2009:2):

1- ابتكار طرق جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر المالية، والتي من خلالها يمكن عزل المخاطر المعقدة التي تتجمع في الأدوات المالية التقليدية، باذ يمكن إدارة كل مخاطرة فيها بشكل مستقل وبكفاءة أفي.

2- دعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية للزبائن، بما يخدم أغراضهم في بناء محافظ أكثر تنوعاً، الأمر الذي من شأنه زيادة قاعدة زبائن هذه المؤسسات.

3- تعزيز فرص الإيرادات والإرباح الناجمة عن تنوع محافظ المؤسسات المالية من الأدوات المشتقة، من عوائد استثمارية ورسوم وعمولات خدمات، وذلك من خلال قيام المصارف بعمليات التحوط والمضاربة وصناعة الأسواق وتكوين المراكز المالية.

4- تلعب المشتقات دوراً أساسياً في عملية اكتشاف الأسعار، ففي سبيل المثال - فهي تزود الأسواق بالرؤية عن التطورات المستقبلية في متغيرات السوق، وهي قد توفر أيضاً الرؤية عن مخاطرة العجز للشركة أو المقترضين ذاتهم، إذ تسمح المشتقات بتسعير المخاطرة والتي يكون من الصعب تسعيرها بسبب عدم تبادل الموجودات بصورة كافية.

5- يمكن استخدام المشتقات في تحويل (كل أو جزء) من المخاطر المصاحبة للنشاط الاقتصادي من الوكلاء الاقتصاديين الذين ليست لديهم الرغبة لتحمل المخاطر المصاحبة للمشاريع الاستثمارية، إلى أولئك الذين يستطيعون تحمل مثل تلك المخاطر. وهكذا فإن توزيع المخاطرة الفردية يمكن أن يكون ذو فائدة.

ومن إذ المبدأ، يمكن استخدام المشتقات في ثلاث أغراض: التحوط hedging، والمضاربة speculation، والمراجحة arbitrage.

فالتحوط hedging، هو الأجراء الذي تم بيانه أو وصفه في المخطط البياني أعلاه بصورة عملية، وهو صيغة للضمان. ففي سبيل المثال، فقد يرغب المصدر في تجنب الخسائر في العائدات من حركة أسعار

الصرف المعاكسة، فانه يمكن أن يحمي نفسه عن طريق شراء مشتقات مناسبة، أو منتجاً من المنتجات النهائية (مثل المعجنات التي تدخل في عمليات الطبخ، أو الشوكولاته)، أو عمليات استيراد المواد الأولية (مثل الحبوب والكاكاو) التي تريد حماية نفسها من زيادة أسعار المواد الأولية. أن الطرف الذي باع المشتقات بمكانه أن ينال المخاطرة النهائية أو مجرد يكون وسيط، وتحويل المخاطرة عن طريق شراء المشتقات المتوازنة من طرف آخر (Hrovatin,et.al, 2009:2).

عندما يتحمل الطرف الاخر المخاطرة، فانه يشترك في المضاربة speculation، ففي سبيل المثال، ربما ينظر المستثمر إلى اتجاه حركة السعر الذي يتوقعه بالانخفاض مثلاً، ومن ثم قيامه بشراء المشتقات التي من شأنها أن تكون قادرة في السماح له بالاستفادة من هذه الحركة المتوقعة لتحقيق الأرباح. وقبل هذه الممارسة عادة ما يجب فهم أن الطرف المقابل بالتحوط هو عادة ما يكون المضارب. وبدون المضاربين فانه ليس بإمكان المحوطين حماية أنفسهم. ويجب تذكر أن المشتقات هي عقود صفرية zero-sum contracts (أي أن الريح للطرف الأول يكون مساوياً لخسارة الطرف المقابل).

ويمكن أن تستخدم المشتقات في المراجحة arbitrage، إذ تعتبر المراجحة عملية استغلال الاختلافات في السعر بين الأسواق ويتم تنفيذها بصورة عامة فقط عن طريق المشاركين في الأسواق المالية المتخصصة. ويمكن جمع المشتقات من أجل تكرار الأساليب المالية الأخرى، من ثم يمكن أن تستخدم لربط الأسواق من أجل القضاء في عدم فعالية التسعير بينهما (Hrovatin,et.al, 2009:3).

وفي الرغم من أن المفاهيم الأساسية لتمويل المشتقات ليست جديدة ولا صعبة للغاية، فان اغلب مصطلحات الهندسة المالية للسنوات القليلة الماضية اشتملت في بناء النماذج الرياضية المعقدة في نحو متزايد عن الكيفية التي تتحرك بها الأسواق وكيف تتفاعل المتغيرات المالية المختلفة. وغالبا ما يكون مسار تداول المشتقات أولي من خلال البحوث التي تصل السوق. ومنذ عام 2000، انفجر النمو في أسواق المشتقات (في الرغم من أن الأزمة المالية تسببت في بعض النقش أو التخندق منذ عام 2008). وما بين عام 2000 ونهاية عام 2008، فان حجم تداول عقود المشتقات في البورصات كالعقود الآجلة، والقيمة الاسمية لمجموع العقود المتداولة في السوق غير الرسمي (OTC) over-the-counter قد نمت بمقدار ما بين 475% و 522% في التوالي. وفي النقيض من ذلك، وخلال ما يقرب من طفرات الائتمان والعقارات الجديدة، فان القيمة الخاصة بسندات الشركات ورهونات العقارات غير المسددة قد نمت إلى ما يقارب 95% و 115% خلال المدة نفسها (Miller,2009:1).

ثالثاً: هيكل سوق المشتقات المالية وتنظيمه

في الرغم من أن هناك أنواعا مختلفة من المشتقات إلا أنها تستخدم لنفس الغرض وهو تجنب مخاطرة الأعمال، أو التحوط، وتحمل المخاطر بحثاً عن أرباح المضاربة - بمعنى انه يتم تداول الأدوات بأنواع مختلفة من الأسواق. فالعقود المستقبلية يتم تداولها في بورصات منتظمة عن طريق لجنة تداول السلع المستقبلية Commodity Futures Trading Commission (CFTC)، أما خيارات الأسهم في البورصات فهي تنظم تحت لجنة الصرف والأوراق المالية (SEC) Securities and Exchange Commission، أما التبادلات (وبعض الخيارات) فيتم تداولها في OTC، وهي أسواق غير منتظمة في أية حال. وتعتبر البورصات أسواق مركزية، إذ يأتي إليها جميع مشتري الفائدة معاً، فالتجار الذين يريدون الشراء، أو يأخذوا موقفاً طويلاً، يتفاعلون مع الذين يريدون البيع، أو التنقل القصير، إذ يتم عقد الاتفاقات وتسجيل الأسعار خلال اليوم. أما

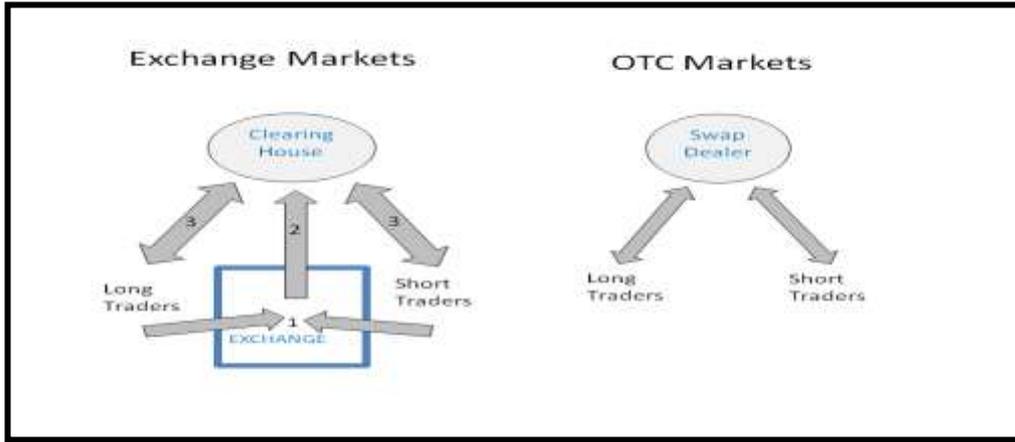
في أسواق OTC، فإنه يتم إجراء عقود ثنائية **bilaterally**، إذ تتم بين التاجر والمستخدم الأخير، وعموماً لا يوجد هناك شرط أن يتم الكشف **disclosed** عن الأسعار، أو عبارة توحى بذلك سواءً إلى المنظم أو العامة (Miller,2009:1).

إذ يمكن أن تكون عقود المشتقات متقلبة، والتوقع الطبيعي هو أن تكون هناك مكاسب كبيرة وخسائر كبيرة بين التجار. ونتيجة لذلك، فهناك مشكلة في تصميم السوق. كيف يمكن أن يعلم التاجر في الأمد البعيد بان التاجر ذات الأمد القصير في التعامل سيكونون قادرين في الوفاء بالتزاماتهم والعكس بالعكس؟ فالسوق يتداول المليارات من العقود المتغيرة ومن المستحيل التحقق من الجدارة الائتمانية لجميع التجار الآخرين أو النظراء. طريقة المخاطرة هذه تسمى متمم المخاطرة أو نظير المخاطرة **counterparty risk** - وهي تدار باعتبارها العنصر الرئيسي في مقترحات إعادة التشكيل الحالي (Hrovatin,et.al, 2009:4).

فالمشتقات المالية التي قدمتها مبنكرات الهندسة المالية في الفكر المالي الحديث تتعدد وتنبأين أنواعها بحسب طبيعة تداولها في بيئة أسواق المال بشكل عام، إذ إن هناك أنواعاً منها يتم تداولها في أسواق غير منظمة، وأنواع يتم تداولها في أسواق منظمة، في حين أن هناك أنواعاً تتم ممارستها في كلا النوعين من الأسواق غير المنظمة والمنظمة. ويمكن التفرقة بين الأسواق غير المنظمة والأسواق المنظمة التي تتعامل في المشتقات المالية من إذ أن مصطلح الأسواق غير المنظمة يستخدم للتعبير عن حالة الأسواق التي تتعامل في عقود شخصية تقوم في المفاوضات والاتفاق بين الأطراف أصحاب المصلحة بشكل مباشر، فهي أسواق تخضع للمفاوضة في تحديد كافة بنودها بشكل شخصي ومباشر في آن واحد وفقاً لتفضيلات واحتياجات الأطراف الراغبة في عقودها، من ثم يقتصر دور أعمال الوساطة في هذه الأسواق في التوفيق بين طرفي التعاقد في مقابل حصول الوسيط في عمولة دون أدنى مسؤولية عليه في حالة عدم التزام أحد طرفي العقد بنود التعاقد المتفق عليها، كما أن صفقات البيع والشراء لا تتم في مكان واحد مخصص لهذا الغرض، ما يجعلها أسواقاً غير مركزية. وهكذا فإن هذه الأسواق غير خاضعة للأنظمة واللوائح التي تحكم تعاملاتها بشكل منظم ومقنن، ولا توجد جهة أو هيئة مسؤولة عن تنظيم أعمالها والرقابة في تداولاتها، ما يجعلها مصدراً لعدد من المخاطر المالية، إذ إن أحد أهم ملامح هذه النوعية من الأسواق عدم الوضوح والشفافية في تقديم البيانات والمعلومات المرتبطة بتحديد القيمة العادلة للعقود، وانخفاض السيولة بسبب التعامل في العقود بشكل شخصي بين أطراف العقد، ما يتسبب في قلة عدد المتعاملين في كل عقد، وبالتبعية صعوبة وجود طرف آخر يقبل الدخول كبديل لأحد أطراف العقد في حالة إذا ما تراجع أحد طرفي العقد عن الوفاء بالتزاماته التعاقدية في ظل الشروط التي قام عليها العقد. ويعبر عن هذه الأسواق في بيئة الواقع العملي بمصطلح الأسواق الموازية **Over-The-Counter Markets**. أما مصطلح الأسواق المنظمة، فإنه يتأسس في الأنظمة واللوائح والتشريعات التي تحكم تعاملاتها الصادرة عن الجهات الرسمية المختصة بالشكل الذي يجعلها قادرة في تحقيق أهدافها في بيئة سوق المال. من ثم

يقصد بالأسواق المنظمة في هذا الشأن، الأسواق المتعاملة في عقود نمطية وليست شخصية كما هو الحال في الأسواق غير المنظمة، فهي عقود لا يجري تفصيلها بشكل شخصي ومباشر بين طرفي العقد، وإنما يتم تداول الصفقات المرتبطة بتعاملاتها من خلال طرف آخر ثالث يقوم بعملية الوساطة بين طرفي العقد دون أن يكون لطرفي العقد أي صلة مباشرة فيما بينهما، وهكذا تشير كلمة العقود النمطية إلى العقود الموحدة في كافة شروطها من ان حجم العقد، وشروط وتواريخ التسليم، ومواصفات الأصل محل التعاقد، ومكان التسليم، وكيفية التسليم، باستثناء السعر الذي يتم التفاوض عليه وتحديده وفقاً لرغبة طرفي العقد وعدد العقود التي تحدد احتياجات أطراف العقد. وبهذا الشكل، تحقق هذه الأسواق ميزة التعامل في مكان واحد محدد تلتقي فيه كافة أوامر البيع والشراء في العقود المقيدة، وذلك عبر أطراف تعمل في السوق تظهر في شكل شركات أو مؤسسات مالية يطلق عليهم الوسطاء الماليون، وهم وكلاء بالعمولة عن كافة البائعين والمشتريين في السوق، كما أن ورود كافة أوامر البيع والشراء في مكان واحد يؤدي إلى وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين، وهذا من شأنه توفير مستوى عال من السيولة من خلال النقاء ممثلي البائعين والمشتريين في مكان واحد يقدمون فيه عروضهم السعرية في مرأى ومسمع من باقي الوسطاء الماليين. ويطلق في هذه النوعية من الأسواق في بيئة التطبيق العملي بلفظ البورصة Exchange . (العطاس، 2009: 1).

تتعامل البورصات مع قضايا مخاطر الائتمان من خلال غرفة المقاصة **clearinghouse**. فعندما يتم التداول في ارض البورصة (أو الشبكة الإلكترونية) فإنها تذهب إلى غرفة المقاصة، والذي يضمن الدفع لكلا الطرفين. والشكل (1) يظهر تلك العملية. فالتجار لا حاجة لا يقلقوا حول عجز المقابل : فغرفة المقاصة تقف وراء جميع التجار. إذ أنها تعتمد في نظام الهامش، أو الضمانات **collateral**، فقبل التجارة، سواء التجاري الأمد البعيد أو القصير كان عليهم أن يودعوا مبلغاً أولياً من الهامش مع غرفة المقاصة لتغطية الخسائر المحتملة. وبعد نهاية كل يوم من التداول، جميع العقود تسعر أو "وضع علامة في السوق" وجميع الذين فقدوا أموالهم (بسبب تحرك الأسعار ضدهم) يجب أن يودعوا هامش إضافي (يسمى هامش الاختلاف أو المحافظة عليه) لتغطية أولئك الذين خسروا قبل جلسة التداول القادمة. وهذا معروف باسم دعوة الهامش: التداول يجب أن يكون جيداً في الخاسرين فوراً، أو يخرج العديد من الوسطاء من مواقعهم عندما يفتح التداول في اليوم التالي. أن تأثير نظام الهامش لا يستطيع أحداً ما أن يبني ورقة خاسرة كبيرة والتي قد تدمر غرفة المقاصة في حالة العجز: فمن المؤكد احتمال خسارة مبلغ كبير من مال التداول في بورصات المستقبل، ولكن فقط يعتمد في أساس "الدفع حسب التوجه".



Source: (Miller,2009:3)

الشكل رقم (1)

هياكل سوق المشتقات: تبادل العملة أو الصرف والأسواق غير الرسمية أو سوق خارج البورصة (OTC). في سوق OTC، كما موضح في الجانب الأيمن من الشكل (1)، إذ توجد شبكة من المتداولون بدلاً من سوق مركزي. فالمنشآت الذين يعملون كمتداولين في استعداد لاتخاذ مواقع أما طويلة الأمد أو قصيرة، وكسب الأموال من الهوامش والرسوم. فالمتداول يمتص مخاطرة ائتمان عجز الزبون، بينما يواجه الزبون مخاطرة عجز التداول. في هذا النوع من السوق، يتوقع المتداولون أن المؤسسات المالية يجب أن تكون صلبة وذات جدارة ائتمانية، وفي الحقيقة أن سوق OTC نشأ من خلال سيطرت اثنان أو ثلاث منشآت - مؤسسات كبيرة مثل Morgan Chase JP، Goldman Sachs، و Citigroup، ونظرائهم الأجانب. وقبل عام 2007، اعتبرت بعض المنشآت عموماً متنوعة جيدة، أو ومدارة بشكل جيد باذ لا تفشل، ولكن منذ 2008، فقد اعتبرت هذه المنشآت كبيرة جداً من أن يسمح لها بالفشل.

في سوق OTC، تتطلب بعض العقود إلى هامش أو ضمان، إلا أنه لا يوجد تطبيق معياري لذلك: فجميع شروط العقد قابلة للتفاوض، فمجموعة التجارة، وجمعية المشتقات والمبادلات الدولية Association International Swaps and Derivatives (ISDA)، تنشر أفضل معايير الممارسات التطبيقية لاستخدام الضمانات، ولكن الإذعان يكون إرادي. إذ أن مصطلحات "الضمان" و"الهامش" تكون متشابهة - كلاهما أشكال من دفعة مقدمة ضد الخسائر المحتملة كحماية من النظراء أو الطرف المقابل الذي لا يدفع - ولكن من الناحية الفنية فهم ليسوا قابلوا للتبديل interchangeable، فالهوامش اتفاق يتطلب أن تودع مبالغ نقدية أو أوراق مالية سائلة في الفور مع الطرف المقابل. بعد هذا الإيداع الأولي، فإن حسابات الهامش تكون علامة للسوق، وعادة ما يكون يومياً. في حالة التخلف عن السداد يمكن للطرف المقابل أن يصفى حساب الهامش. في النقيض من ذلك، فإن ترتيبات الضمانات تطلب من الطرف المقابل حق الحجز بالكامل ضد الضمانات. أن معدل أو نطاق الموجودات بموجب اتفاق الضمانات عادة ما تكون أوسع مما هو مسموح به بموجب ترتيبات الهوامش. أن تسوية العجز في الضمان يكون أقل تواتراً من إطار ترتيبات الهوامش (Hrovatin, et. al, 2009:2-3).

وتلعب المقاصة دوراً مهماً لتقليل وإدارة المخاطر، وذلك من خلال جهاز مقاصة مركزية يُخلق لإدارة مركزية للمخاطر، فإن تركيز المخاطر داخل هذه المؤسسات يجعل من الضروري أن تكون خاضعة لمتطلبات حكيمة بالنسبة لرأس المال، تمكنها من الصمود أمام حالات تخلف المشاركين في عمليات التداول عن الإيفاء بالتزاماتهم. إذ يمكن خلق فرص جديدة لمؤسسات جديدة لمقاصة المشتقات أن يؤثر في تنوع مخاطر دور

المقاصة. فقد أشارت بعض الدراسات الأكاديمية إلى أن المنافسة قد تُضعف قدرة دور المقاصة في تنويع أنشطتها الموجهة إلى خدمات ومنتجات وأسواق مختلفة، بما يكفي لإدارة صحيحة لمخاطر هذه الأدوات، كما قد تُضعف قدرتها في تحقيق وفورات وكفاءات بكمية تكفي لضمان عدم تحمل المستثمرين لتكاليف إضافية. ويغض النظر عن ذلك، يُتوقع من مؤسسات المقاصة الحالية أن تكافح بقوة للحفاظ في سيطرتها في هذا القطاع.

رابعاً: إعادة تشكيل وتنظيم سوق المشتقات المالية: لقد كشفت الأزمة المالية العالمية عن احتمالات لمخاطر نظامية كبيرة في أسواق المشتقات، وخاصةً في سوق التداول خارج البورصة أو ما يسمى بـ OTC والتي وصلت فيها القيمة الاسمية للعقود التي لم تستحق بعد إلى 583 مليار دولار في يونيو 2010، وفقاً لبنك التسويات الدولية BIS، وهو ما يمثل زيادة بمقدار 15% عما كانت عليه قيمتها عند بداية الأزمة في العام 2007. إذ يشعر الممارسون بالقلق: ففي مسح استقصائي أجري في وقت سابق من هذا العام، قام أعضاء معهد CFA للمحللين الماليين المعتمدين، الذين يتجاوز عددهم 95 ألفاً من المستثمرين المحترفين، بالإشارة إلى قضية "استخدام المشتقات والإفصاح عنها" إلى أنها القضية الأخلاقية الأكثر أهمية التي تواجه أسواق المال في جميع أنحاء العالم. إذ أشارت نتائج المسح التي أجريت في أسواق الخليج إلى أن تلك الأسواق تفتقر إلى وسائل وأدوات تداول المشتقات، وإن أسواق الأسهم في المنطقة عرضة لتقلبات عالية، لذا يتعين في الجهات التنظيمية والمشاركين في الأسواق في حد سواء فهم كيفية استخدام المشتقات المالية لإدارة المخاطر أو لاشتقاق الأرباح التجارية. وفي الواقع، يمكن أن يكون لسوق مشتقات ناجحة أثراً كبيراً في ضبط تقلبات الأسواق عن طريق توفير أدوات تحوط فعالة، وكذلك توفير المزيد من خيارات إدارة المنتجات لمديري الصناديق، كما أنها ستعمل في جذب المستثمرين الدوليين إلى المنطقة، من ثم إمكانية إصلاح الأنظمة الرقابية التي تعنى بأسواق المشتقات، بما في ذلك متطلبات المقاصة المركزية لتداول أدوات المشتقات <http://www.albayan.ae/economy/opinions/2011>. وقد أدرك نفرٌ من الفئة القليلة التي كانت تفهم آلية المشتقات، ومنذ منتصف 2005 تصاعد مبالغ تمويل القروض الرديئة التي ما كانت لمانحيها الأصليين أية دوافع « لتقييم » قدرة المقترضين في الوفاء، ستؤدي إلى عجز كثير من المقترضين لتمويل عقاراتهم، وذلك بدوره سيقود إلى تناقص قيمة المشتقات، من ثم ستتحمل المنشآت المالية، التي تاجرت بالمشتقات، خسائر ضخمة. كما خذر من أن طريقة دفع المكافآت و «البونوس» لسماسة بيع وشراء المشتقات مقدماً، بناءً في أرباح موعودة زعم السماسرة بأنها ستتحقق في المستقبل، خلقت كل الحوافز لدى سماسة المشتقات لتحميل المنشآت المالية التي يعملون فيها مخاطر كبيرة متصاعدة، وقد أعرب الكثيرون عن معارضتهم لتنظيم «سوق المشتقات» وإيجاد الوسائل لمراقبة شؤونه، إنه لم يكن من المتوقع أن يقدم سماسة «المشتقات» مصالحهم الذاتية في المدى القصير في مصالح أرباب العمل الذين وظفهم. ومن أسباب ذلك أن القيادات التنفيذية العليا في المنشآت المالية، ما كانت تفهم تعقيدات النماذج الرياضية المتقدمة التي يوظفها ويتحدث بها سماسة المشتقات الذين تخرج أكثرهم من كليات الهندسة وعلوم الكمبيوتر والرياضيات ومن هي الجهات التي أدى تقاعسها في الملاحظة والتحذير، وتنبيه الجميع إن لم تكن لهم الصلاحيات القانونية في تنظيم التعاملات في تلك الأدوات المالية التي بدأت بخلط الرهون ثم إصدار أوراق مالية من الخليلط بأسماء لها مصداقيتها وما ولد منها من مشتقات <http://www.siironline.org/alabwab/edare->

لقد أصبح سوق المشتقات اليوم خاضع لاحتكار القلة، مع عدد بسيط من البنوك التي تدير هوامش ربح ضخمة. ويغض النظر عن الدوافع السياسية التي ربما تكمن وراء التحقيقات الأخيرة، فإن هذا التركيز السوقي يمثل مشكلة حقيقية. وطبقاً لدراسة أجراها البنك المركزي الأوروبي في عام 2009، فإن أكبر خمسة متاجرين في سندات مقايضة العجز عن سداد الائتمان كانوا طرفاً فيما يقرب من نصف إجمالي المبالغ القائمة المتصورة، في حين كان أكبر عشرة متاجرين في سندات مقايضة العجز عن سداد الائتمان يمثلون 72% من عمليات التداول هذه. والحال ليست أفضل في أسواق المشتقات المالية الأخرى. وتعمل هذه الدرجة العالية من التركيز في تشويه السوق في أكثر من نحو. فعندما يدير كبار اللاعبين عمليات تداول فيما بينهم، فإنهم لا يصرون في القدر الكافي من الضمانات، اعتماداً في الجدارة الائتمانية للطرف الآخر (وفي الضمانات الضمنية التي تقدمها الحكومات للشركات الكبيرة)، ولا يؤدي هذا إلى تقويض قدرة الشركات الصغيرة في المنافسة فحسب، بل إنه يساهم أيضاً في زعزعة الاستقرار النظامي في نحو أشبه بما شهدناه في عام 2008، فيزيد من ثم من احتمالات اضطراب دافعي الضرائب للتدخل. والواقع أن تركيز السوق في هذا النحو يحول الدور المفيد المزعوم للمشتقات المالية في نشر المجازفة إلى وهم محض، وذلك لأن القسم الأعظم من المخاطر يتحمله عدد ضئيل للغاية من اللاعبين. كما تساهم عمليات التداول في السوق الموازية غير الخاضعة للتنظيم في غموض أسواق المشتقات، وتحد من المنافسة وتزيد من الهامش الذي يتمتع به التجار. والأسعار التي يتعين في المستخدمين النهائيين (الشركات الصناعية في الغالب) أن يدفعوها. ويبلغ مجموع أرباح اللاعبين الرئيسيين في هذه السوق 80 مليار دولار، وهو ما يمثل ضريبة هائلة يتحملها الاقتصاد الحقيقي. ولحل هذه المشكلة فالحاجة تكمن إلى نقل القسم الأعظم من تجارة المشتقات المالية في أسواق الأوراق المالية المنظمة، إذ تعمل المتطلبات الجانبية اليومية في ضمان الاستقرار الشامل، وإذ تعمل شفافية الأسعار في دفع المنافسة، والحد من الهوامش، وزيادة عمق السوق. والواقع أن قانون دود-فرانك في الولايات المتحدة يقطع بعض الأنسواط في هذا الاتجاه، وهناك جهود مماثلة تجري في أوروبا <http://www.project-syndicate.org/commentary>

ويسمح قانون «دود - فرانك» بفحص تداول الرهونات المالية في تداولات السوق الآجلة، وهو قطاع لا يخضع لأطر تنظيمية وكان في قلب الأزمة المالية. وقد اقترحت اللجنة العشرية من القواعد التنظيمية الجديدة الخاصة بالمشتقات، بما في ذلك خطة تشترط تداول الكثير من عقود المبادلات المالية ببورصات لها قواعد تنظيمية، ولكن في مدار أشهر رفضت اللجنة أن تحدد أنواع المبادلات المالية التي ستخضع للقواعد الجديدة، وتسبب ذلك في إثارة الرعب لدى لاعبين داخل السوق يرغبون في نوع من الوضوح في ما يتعلق بنطاق الفحص، وقالت اللجنة إن تحديدها سيغطي معظم المبادلات المالية المعروفة، فيما يعفي منتجات تأمين وتعاملات مالية خاصة بالمستهلكين. وجاء توضيح اللجنة بالتعاون مع لجنة الأوراق المالية والبورصة، التي تشترك في الإشراف في سوق المبادلات المالية، إذ صوتت لجنة الأوراق المالية والبورصة بالإجماع في مقترح التحديد، ومن المتوقع أن يساعد مقترح لجنة السلع المنفصل، والذي يؤكد في وجود احتياطي رأسمال بقطاع المشتقات، في منع تكرار الانهيار المالي الذي حدث عام 2008، بحسب ما يقوله منظمو. ووفق خطة اللجنة الجديدة، سيكون بمقدور الشركات تخصيص أموال نقدية كافية لتغطية أي أزمات غير متوقعة، وحتى وقت قريب لم تكن لدى المنظمين سلطات كافية لوضع أي قواعد بهذه السوق المحفوف بالمخاطر، بيد أنه لا يوجد ضمان بأن مستويات رأس المال الأكبر ستحول دون وقوع كوارث مستقبلية، ولا يوجد مستوى معين من

رأس المال يرى المنظمون فيه حلاً لكل المشكلات. وستقوم الشركات المختلفة باستخدام أنواع مختلفة من رأس المال للوفاء بالمتطلبات. وسيكون في المتداولين في المقايضات المالية وشركات التداول الكبرى المسجلة بالفعل لدى اللجنة كسماسرة عقود آجلة إبقاء 20 مليون دولار في الأقل في ما يطلق عليه صافي رأس المال المعدل. وسيكون في مجموعة أخرى من الشركات الإبقاء في «صافي أسهم ملموسة» تصل قيمتها إلى 20 مليون دولار. وسيسمح هذا المعيار لشركات الطاقة، في سبيل المثال، بحساب النفط داخل الأرض كجزء من احتياجاتها النقدية <http://www.aawsat.com/details.asp>.

ان السمة الأساسية في مقترحات إعادة تشكيل المشتقات قبل الحادي عشر امام الكونغرس هو الحصول في سوق OTC للعمل اكثر مثل سوق الصرف - في وجه الخصوص، ليكون لديهم مقاصة مبادلات ثنائية في سوق OTC من قبل الطرف الثالث وهو منظمة المقاصة. هناك بعض الفوائد المعترف بها في نطاق واسع للمقاصة:

- الحد او تخفيض مخاطر الطرف المقابل - فان جمع الضمان او الهامش يكون عن طريق غرفة المقاصة لمنع تراكم المخاطر والتي يمكن ان تؤدي اضطرابات نظامية .
 - الشفافية - لان المعلومات عن التداول والمواقع تعتبر محورية في غرفة المقاصة، اذ سيرف المنظمون من الذي يدين للآخر، وتحسين القدرة في الاستجابة للارزمة. بالإضافة لذلك، تصبح معلومات السعر عامة، وانتشار المتداولين يجب ان يكون في نطاق ضيق، وخفض تكاليف التحوط والمعاملات الاخرى.
- وفي الوقت نفسه، توجد هناك التكاليف المرتبطة مع نظام المقاصة والذي يتطلب من جميع المشاركين ايداع الهامش. فالمنشآت التي تستخدم المشتقات للتحوط من مخاطر الاعمال تأخذ مواقع اذ تتحرك في الاتجاه المعاكس للسوق الاساسي. وفي مثال شركة طيران الجنوب الغربي، تخيل ان اسعار الوقود انخفض بشكل حاد، بدلا من ان يرتفع كما فعلوا في الواقع. فان خفض تكاليف الوقود كان جيدا للخطوط الجوية، لكن موقف مشتقاتها المالية سيفقد الاموال، وتم مقاصة عقودها، اذ كان يجب عليها ايداع هامش لتغطية هذه الخسائر. اذ ان بعض الخسائر لا تهدد قدرة المنشأة في ايفاء الديون، لأنه قد يكون دفع ثمن الوقود فعلاً باذ يسمح لها بالعمل عند الريح. في اية حال، ان طلب الهامش يمكن ان يخلق مشاكل السيولة، وفي النقاش الحالي، ان المستخدمين النهائيين لمشتقات سوق OTC يجادلون بان كلفة ايداع هامش قد تمنعهم من التحوط، مما يعرضهم الى مزيد من مخاطر الاعمال (Miller, 2009:4).

خامساً: المقترحات الإيديولوجية لتنظيم سوق المشتقات المالية لقد انبثقت المشتقات وتطورت داخل البورصة وخارجها في حد سواء، وتتضح المخاطر البنوية لاسيما خارج البورصة، اذ يصعب تقدير المخاطر المقابلة نظراً لغموض السوق، إذ تنجم عن العقود الثنائية انتهاكات عندما يتعرض أحد جانبي العقد إما للإخفاق الصريح، أو الفشل في تلبية مستلزمات هامش ضمانات إضافية. المطالبات الأساسية للضمانات في عقود OTC خارج البورصة تخلق ضبابية هائلة في السوق، إذ لا يمكن لأطراف تقييم جزء الميزانية المتاح لتلبية مطالباتهم المتعلقة بالدفع. وفي بيئة غير منظمة وغير مشرعة، فإن القيمة الاسمية لعقود المشتقات خارج البورصة لا تتقيد بمتطلبات رأس المال. فغالباً يجري التداول في البورصة بشكل أفضل في العقود القياسية الموحدة حين يكفي حجم التداول لخلق سيولة كافية. بيد أن العقود القياسية الموحدة ليست فعالة في كل الحالات، من ثم، فإن التحوط المشروع يتطلب في بعض الأحيان عقوداً مخصصة لا تقع بسهولة تحت مظلة تداول البورصة. ولسوء الحظ، فإننا نلاحظ توتراً في السوق الآن اذ تتخذ الأساسات المنطقية للعقود

المخصصة طابعاً مطاطياً، بغية الحفاظ في عقود التداول خارج البورصة، وليس أقل هذه الأسباب أن الصفقة تصبح جذابة للمتاجرين، وأن الضمانات المطلوبة للمستخدمين النهائيين تصبح أكثر مرونة <http://www.albayan.ae/economy/opinions/2011>. ومن اجل عدم تكرار كارثة تشويه الأسواق

المالية وتنظيمها، يجب إتباع الآتي: <http://www.siironline.org/alabwab/edare>

1- ينبغي إعطاء جميع البنوك المركزية المشرفة في القطاع المصرفي صلاحية وضع ضوابط وتنظيم للسوق المالي الذي لا تتم تعاملاته حالياً من خلال الأسواق المكشوفة للجميع التي تخضع لرقابة سلطات رسمية، والتي توصف بأسواق «الظل» كمحافظ «التحوط».

2- يجب أن لا يتبع «المشتقات» ولا تشتري إلا في بورصات المال المعروفة التي تشرف عليها سلطات رسمية يعرف فيها من يبيع ومن يشتري وكميات وأسعار ما يباع ويشترى.

3- ضوابط أخرى، كت تنظيم «البيع في المكشوف»، وهذا أمر أكثر تعقيداً من إيجازه بوضوح في هذا المقام.

4- يمكن لخلق فرص جديدة لمؤسسات جديدة لمقاصة المشتقات أن يؤثر في تنوع مخاطر دور المقاصة، إذ يُتوقع من مؤسسات المقاصة الحالية أن تكافح بقوة للحفاظ في سيطرتها في هذا القطاع، فميزة المقاصة الموحدة إخضاع المشاركين لمتطلبات موحدة لإدارة المخاطر، بما في ذلك تعيين هامش يجبي في حال انتهاك نظم دار المقاصة.

5- العثور في نقطة التوازن الصحيح بين إعفاء المستخدمين النهائيين ممن تفرض عليهم المقاصة المركزية عبئاً غير مقبول، وبين الصالح العام المتمثل في تسوية مركزية للالتزامات التداول.

6- لا يوجد مبرر لأسباب علمية بحتة للتدخل الحكومي في الأسواق إلا حينما يتعرض المعروض أو المطلوب أو كلاهما لـ «التشويه». أي فشل آلية الأسواق لأداء دورها في تنظيم النشاط الاقتصادي. ومما يؤدي بآلية السوق إلى الفشل أو التشويه اختلاف التكاليف التي يتحملها المجتمع ككل والمنتج لوحده أو المستهلك لوحده. ولكن أهم أسباب «تشويه الأسواق» الكفيلة بتعطيل محركات آليات الأسواق هو عدم تطابق المعلومات بين البائع والمشتري، ولا جدال في أن «خط» الديون و «دمجها» و «تصيقها» من ديون متباينة الجودة والمكان والزمان والغرض من إنشائها، ثم إصدار «ديون» جديدة مقابلها، ثم اشتقاق «مشتقات» من الخليط المرقع، يطمس الأصل، فيصعب، إن لم يتعذر في المستثمرين في اقتنائها «تقييم» درجة مخاطرها حتى تحدث الكارثة.

المحور الثالث: خاتمة البحث توصل البحث الى عدة الاستنتاجات اهمها:

1- الهدف من استراتيجيات المشتقات هو تقليل التعرض لمخاطر التقلبات في أسعار الفائدة، وأسعار الصرف، وتقلبات الأسعار بصورة عامة، إذ من خلال الدخول في عقود المشتقات المالية تستطيع المؤسسات المالية أو المصارف الأخرى من تغطية مخاطر السوق التي تتعرض لها.

2- الفهم الواضح لكافة المتطلبات الرقابية لنشاط المشتقات، بما في ذلك المتطلبات الحالية التي يجب الوفاء بها، وعدم تجاوز السقوف الإقراضية المحددة، لتجنب التعرض للمخاطر.

3- الالتزام بالقانون الملزم لفحص تداول رهونات المالية في تداولات السوق الموازية، والالتزام بتحديد أنواع المبادلات المالية التي ستخضع للقواعد الجديدة المقترحة من اللجنة بالتعاون مع لجنة الأوراق المالية والبورصة، التي تشترك في الإشراف في سوق المبادلات المالية.

4- تقتضي القواعد الجديدة للاتحاد الاوروبي بتشجيعهم البنوك وصناديق التحوط وغيرها من المشترين والبائعين للمشتقات في تحويل نشاطهم من سوق موازية غير منظمة والتي تشكل 95 بالمئة تقريبا من إجمالي التعاملات. وذلك بهدف إقامة إطار تنظيمي أكثر أمانا وأكثر ملاءمة للأسواق المالية الأوروبية.

5- الحاجة الى الشفافية لرفع الكفاءة المطلوبة حتى يحصل جميع المتداولين في نفس المعلومات وفي نفس الوقت، مما يساهم في استقرار السوق والقضاء في مشكلة المعلومات الداخلية.

6- توحيد الاجراءات المتبعة لمعظم التعاملات باذ تحدث في أسواق مفتوحة ويجري تسوية الصفقات مركزيا وهو ما يسهل مراقبتها، وتسجيل كافة الصفقات وفق أسس وقواعد جديدة سواء تمت تلك الصفقات داخل السوق المنظم أو خارجه.

7- أن لهيئات المقاصة المركزية دوراً كبيراً في تحديد الأدوات القابلة للمقاصة، فمن المهم أن لا ينحصر فضلها في المصالح التجارية فقط، إذ أن استقلالية المديرين، والكشف الدقيق عن أي تضارب محتمل في المصالح، هما أمران ضروريان، إذا رغبت المقاصة المركزية حقاً بالإسهام في نزاهة السوق وسلامته.

8- فرض متطلبات هامش أولي في العقود التي لم تخضع للمقاصة عبر منظمة مقاصة المشتقات، وذلك لتغطية الاحتياجات المحتملة للخسائر، وخاصة في المستخدمين النهائيين للمشتقات (كالمنشآت غير المالية) التي تستخدم عقود OTC للتحوط من المخاطر.

المصادر

1. حنفي، عبد الغفار وقرىاقص، رسمية زكي، الاستثمار في الاوراق المالية - مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2006.

2. الهندي، عدنان، الهندسة المالية واهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، بيروت، اتحاد المصارف العربية، 2005.

3. Arnold ,Glen ,CORPORATE FINANCE MANAGEMENT ,Financial Time PITMAN PUBLISHING, 1998.

4. Brealey,Richard A.& Myers, Stewart C.,& Allen, Franklin, PRINCIPLE OF CORPORATE FINANCE, 9th Ed, McGraw-Hill Irwin. 2008.

5. Brigham, Eugene F. and Michael C.Ehrhardt, Fundamentals of financial Management, 9thed.,Australia:Thomson Learning,2002.

6. Johnson, Hazel J. ,GLOBAL FINANCIAL INSTITUTIONS AND MARKETS , Blackwell Business,2002.

7. Ross, Stephen A., & Westerfield, Randolph W., & Jaffe, Jeffrey F., &Jordan,Bradford.D.,MODERN FINANCIAL MANAGEMENT , 8th Ed, McGraw-Hill Irwin, 2008.

8. Gangadhar, V.,&Rameshabu,G.,INVESTMENT MANAGEMENT , Anmol Publications PVT. LTD,2006.

9. Rena S. Miller , Key Issues in Derivatives Reform, December 1, Congressional Research Service, CRS Report for Congress, 2009.

10. Sebastijan Hrovatin, Mattias Levin, Mario Nava, Fabrizio Planta, Peer Ritter , ISPI - Policy Brief, Derivatives in crisis: Policy choices for Europe,2009.

11. [http:// www.uaec.com/articles-action-show.2009](http://www.uaec.com/articles-action-show.2009).

12. <http://www.albayan.ae/economy/opinions/2011-05-30-1.1446865>
13. <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-derivatives-market-s-helpful-enemies/Arabic>.
14. [http://www.siironline.org/alabwab/edare-%20eqtesa %2827%29/1442.htm](http://www.siironline.org/alabwab/edare-%20eqtesa%2827%29/1442.htm)
15. <http://www.aawsat.com/details.asp?section=6&article=619365&issueno=11840>
16. [http:// www.saamaa.net](http://www.saamaa.net). حسين العطاس، العقود المستقبلية والمشتقات وسوق الأوراق المالية.