

يتفق الجميع على
إصلاح حوكمة
الأسواق المالية،
ولكن من سيفعل ما
لا يزال مبهما

شبكة مشوشة

بقلم أمار باتاتشاريا

Amar Bhattacharya

عليها من خلال وضع وتنفيذ التنظيمات. وبقيت هناك فجوة مزعجة بين أنشطة السوق والنطاق التنظيمي، وبخاصة فيما يتعلق بالأسواق الناضجة.

وقد كشفت الأزمة المالية الحالية بشكل مثير عن الكيفية التي أضرت بها أوجه الضعف التنظيمي هذه بالاقتصاد العالمي، وأبرزت الحاجة إلى نهج عالمية لتنظيم الأسواق العالمية. وكانت هذه الأسواق حتى التسعينيات من القرن الماضي تعامل كناحية واحدة فقط - وكناحية تتسم بالسرية - من جدول أعمال أكثر اتساعا للحوكمة الاقتصادية العالمية، وهناك تسليم عالمي شامل حاليا بأن إصلاح الأسواق المالية أمر رئيسي وعاجل وله أولوية عالمية. ولكن على الرغم من وجود كثير من مقترحات الإصلاح، لم يكن هناك اتفاق على مدى الإصلاح المطلوب، وعن من الذى سيقوم بماذا، وكيفية تنسيق التعاون الدولي وتقويته.

الأزمة المالية التي اكتسحت العالم فى

بؤرة التركيز نقاط ضعف خطيرة بشأن

كيفية حوكمة الأسواق المالية العالمية

حاليا. فمئذ سبعينيات القرن الماضى، نمت الأسواق المالية العالمية - تحت سيطرة المؤسسات القائمة فى الأسواق الناضجة - نموا مضاعفا أسرع كثيرا فى الواقع عن أية أسواق عالمية أخرى.

وكان محرك التوسع، هو من القوى التي تعزز بعضها البعض للتححرر من قيود التنظيم والابتكارات المالية. ولعبت البنوك دورا رئيسيا فى هذا التوسع الحاد المتواصل والتدويل المضطرد، إلا أن أسواق رأس المال والاتجاه نحو التوريد ساعدت أيضا فى تحويل التمويل.

أما الذى لم يتم - أو لم يمكنه المسaire - مع انتشار هذه الأسواق فقد كان هو المؤسسات والهيكل التي تشرف

وضعت

الصورة تبين المقر الرئيسى لبنك التسويات الدولية فى بازل - سويسرا

الأسواق المالية تطورت- بسرعة

حتى بداية الثمانينيات من القرن الماضي، كانت البنوك تسيطر على النظم المالية الوطنية، التي كانت تخضع لتنظيمات مشددة نسبياً، مع تعرض محدود للمخاطر الدولية. ومع بدء إصدارات متواضعة من سندات اليورو خلال ذلك العقد، بدأت التدفقات المالية والارتباطات عبر الحدود في التوسع بدرجة مثيرة. وعلى الرغم من أن أزمات الديون في الثمانينيات قد أوقفت تكامل البلدان النامية، وأن الأزمة المالية في التسعينيات قد أضرت بقسوة ببعض الأسواق الصاعدة، فإن تلك الأزمات لم يكن لها سوى أثر صغير على تطور وتوسع الأسواق المالية العالمية. ومع استمرار النمو السريع في أعمال البنوك الدولية، استمرت الأسواق المالية في الازدهار- من مجرد ٠,١ تريليون دولار في ١٩٧٠ إلى ٦,٣ تريليون دولار في ١٩٩٠ إلى إجمالي ضخم بلغ ٣١,٨ تريليون دولار في عام ٢٠٠٧. وكان ذلك مصحوباً بتوحيد الصناعة المصرفية الدولية - نتيجة لموجة الاندماجات والاستحواذات عبر الحدود. ودخلت البنوك إلى مجالات للنشاط كانت مقصورة في الماضي على المؤسسات غير المصرفية. (مثل تغطية الاكتتابات، وإدارة الأصول، وأعمال الاستثمارات المصرفية، ومبادلات الملكيات) مما طمس أوجه التمايز بين البنوك وغيرها من المؤسسات المالية مما يؤدي إلى نظام «أعمال الطل المصرفية» ووجود شرائح ضخمة من النشاط المصرفي خارج محيط التنظيم. وزاد النمو السريع لمنتجات موروقة معقدة، مثل المشتقات الائتمانية، بصورة حادة استناداً للبنوك لزيادة الفاعلية بصورة حادة وحجبت المخاطر الكامنة. ونمت سوق المشتقات الائتمانية - والتي كانت غير ذات شأن في عام ٢٠٠١ - إلى نحو ٥٠٠ تريليون دولار في عام ٢٠٠٧.

الأزمة الآسيوية دقت أجراس الإنذار

في عام ١٩٩٧-١٩٩٨ أطلقت الأزمة الآسيوية العنان للطائفة من المبادرات لإصلاح «بنيان» النظام المالي الدولي (انظر الإطار) وبذلك قللت احتمالات وتكاليف نشوب أزمات مالية في المستقبل وامتداد أثارها عبر الحدود.

وفي أعقاب الأزمة مباشرة، تم تشكيل فرق عمل (أطلق عليها فرق ويلارد، وضمت صناعات سياسات من ٢٢ بلداً متقدماً ومن بلدان الأسواق الناشئة وكذلك من مؤسسات التمويل الدولية، لتحديد أولويات الإصلاحات في مجالات الشفافية، وتقوية النظم المالية، وحل الأزمات المالية الدولية.

وبعد ذلك في عام ١٩٩٩، طلبت البلدان الصناعية المشاركة في مجموعة السبعة، من هانز تيتماير، الذي كان وقتئذ محافظاً للبنك المركزي الألماني، النظر في الخيارات الخاصة بتقوية الترتيبات المؤسسية للتنسيق العالمي. وقدم تيتماير تقريراً يقترح إقامة منتدى يضم وزراء المالية، ومحافظي البنوك المركزية، وآخر يضم صناعات السياسات والمنظمين ومؤسسات التمويل الدولية والهيئات القمة لوضع المعايير والمنظمين والمشرفين. وأدت هذه التوصيات في تلك السنة إلى إنشاء مؤسستين أصبحتا الآن في دائرة الضوء - مجموعة العشرين من الدول الصناعية ودول الأسواق الناشئة وكذلك منتدى الاستقرار المالي الذي يربط بين السلطات المالية في الاقتصادات الرئيسية والهيئات التنظيمية في مؤسسات التمويل الدولية.

ومنذ بداياتها، عملت مجموعة العشرين باعتبارها منتدى مهماً للحوار بين الدول المتقدمة ودول الأسواق الناشئة الرئيسية بشأن جدول الأعمال الاقتصادية والمالية العالمية، بما في ذلك الحوار حول إصلاح البنيان المالي الدولي. وكان منتدى الاستقرار الدولي، الذي تدعمه أمانة سر صغيرة في بنك التسويات الدولية، يهدف إلى أن يضم معاً كبار ممثلي السلطات المالية الوطنية، ومؤسسات التمويل الدولية ومجموعات التنظيم والإشراف للتركيز على المخاطر النظامية في الأسواق المالية، وطرق علاجها. وتدحيز عضويتها بشدة نحو دول مجموعة السبعة، والتي يمثل كل منها ثلاثة من كبار المسؤولين من وزارة الخزانة والبنك المركزي والسلطات الإشرافية. كما أن أستراليا وهونج كونج وجمهورية جنوب أفريقيا، وهولندا وسنغافورة ممثلة أيضاً في المنتدى، ولكن ببونوكها المركزية فقط.

وقد كان منتدى الاستقرار المالي هو الآلية الرئيسية التي تربط بين حشد

شبكة من المنظمين

تطور الإشراف على الأسواق المالية العالمية على مر الزمن، بما يعكس التغيرات في الأسواق المالية الدولية، إلا أن الفجوة استمرت في النمو بين نطاق التنظيم وأنشطة الأسواق المالية. ويعتبر بنك التسويات الدولية، الذي أنشئ عام ١٩٣٠، هو همزة الوصل الرئيسية والأقدم لتنسيق ترتيبات الحوكمة العالمية. ويضم أعضاء البنك الخمسة والخمسون بنوكاً مركزية للاقتصادات المتقدمة، وعدد متزايد من الأسواق الناشئة.

والقوة الرئيسية التي تساند البنك هي مجموعة العشرين التي تضم وزراء المالية ومحافظي البنوك المركزية لعشرة اقتصادات متقدمة. وقد أنشأت مجموعة العشرة عدداً من اللجان المهمة، لها أمانة سر في بنك التسويات الدولية، تؤدي أدواراً مهمة في مجالات اختصاصاتها. وقد عملت لجنة بازل للإشراف المصرفي باعتبارها واحة المعايير للإشراف المصرفي، وعملت لجنة نظم المدفوعات والتسويات فيما يختص المدفوعات، والمقاصة، والتسويات، وما يتصل بها من ترتيبات؛ وعملت لجنة النظام المالي العالمي على تحديد وتقييم المصادر المحتملة للإجهاد في الأسواق المالية العالمية، وكذلك الإجراءات اللازمة لتشجيع الاستقرار في الأسواق الصاعدة.

كذلك يؤوي بنك التسويات الدولية أمانة عامة للاتحاد الدولي لمشرفي التأمين التي تمثل منظمي التأمين والمشرفين عليه في نحو ١٩٠ ولاية قضائية فيما يقرب من ١٤٠ بلداً، تمثل ٩٧ في المائة من أقساط التأمين العالمية، إلى جانب منتدى الاستقرار المالي.

وتضم المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية، والتي لا ترتبط ببنك التسويات الدولية، ١٠٩ عضواً وتغطي ٩٠ في المائة من الأسواق العالمية للأوراق المالية. وهناك هيئة مهمة أخرى، هي مجلس المعايير المحاسبية الدولية، الذي يشرف على وضع والاتفاق على معايير المحاسبة الدولية.

وفي الوقت الحاضر، لا تخضع الممارسات المحاسبية وكالات التصنيف الائتماني لأية تغطية أو إشراف مباشر بين أي جهة تنظيمية عالمية، على الرغم من قيام جهات تنظيم مالي بإنفاذ التنظيمات بطريق غير مباشر.

وتضم قائمة واضعي المعايير الآخرين والمنشآت التعاونية العالمية صندوق النقد الدولي، المسؤول عن مدونات وقوانين الشفافية النقدية والمالية، ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي التي تضع المعايير والممارسات الجيدة لحوكمة الشركات، والبنك الدولي ولجنة الأمم المتحدة الخاصة بقانون التجارة الدولي، واللذان قاما معا بوضع معيار لنظم الإعسار وحقوق الدائنين.

متنام من المؤسسات المشاركة فى الحوكمة المالية العالمية، وتنفيذ الأعمال الفنية الخاصة بقضايا عبر قومية تحتل أولوية عالية فى جدول الأعمال العالمى - والمعايير والمدونات العالمية، والمؤسسات عالية الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية، والمراكز المالية الخارجية ونظم التأمين على الودائع. وأجرى المنتدى جردا منتظما للأعمال عبر جميع مؤسسات التمويل الدولية وتجمعات الإشراف والتنظيم، ووفر منتدى لتقييم واستعراض تطورات الأسواق المالية والمخاطر المحتملة.

وإلى جانب منتدى الاستقرار المالى، تم تكريس قدر كبير من عمل واهتمام صندوق النقد الدولى فيما بين ١٩٩٧ و ٢٠٠٣ لمبادرات تهدف إلى تقوية البنيان المالى الدولى (مثل إطلاق البرنامج المشترك بين صندوق النقد الدولى والبنك الدولى لتقييم القطاع المالى، والتقارير الخاصة بمدى مراعاة المعايير والمدونات وكذلك الآلية الخاصة بإعادة هيكلة الديون السيادية التى تم إجهاضها.

وقد تم حرف كافة هذه الجهود نحو الأسواق الناشئة، ولم تركز على أوجه التعرض الأساسية للمخاطر فى الأسواق الناضجة. وفى الواقع فإنها افترضت أن الأسواق المالية الناضجة تتمتع فعلا بالقوة، وأنه ليس هناك سوى قليل من القيمة لتعزيز الإشراف فى هذه الأسواق. كما أن الجهود المبذولة لمد نطاق التنظيم إلى الأقسام المهمة نظاميا فى الاقتصادات المتقدمة، مثل صناديق التحوط قد لقيت مقاومة من بعض الدول الرئيسية والمشاركين فى الأسواق.

الأزمة الرجائية كشفت عن عيوب عميقة...

استحدثت الأزمة المالية الحالية إعادة التفكير بشكل كبير فى دور الأسواق المالية والإخفاقات فى حوكمتها، وخاصة فى الاقتصادات المتقدمة. وقد حاج كثيرون بأن دور الأسواق المالية توسع فيما وراء ما ينبغى أن يكون عليه - أى كوسيلة وليس كغاية - كما أن العولمة طليقة العنان للأسواق المالية قد تركت البلدان والمواطنين معرضين للأخطار الملازمة لأهواء الأسواق. وعلى الرغم من أن هذه الأفكار - وخاصة بالنسبة لما وقع من أخطاء وما يمكن تعلمه واستفادته من الأزمة - ما زالت مستمرة، فإن هناك ثلاث مجموعات من نواحي الإخفاق التى يمكن تحديدها، مع تداعياتها بالنسبة للإصلاحات القادمة.

أولا، أن الأزمة قد أوضحت نقاط أساسية فى عمل الأسواق المالية. ومشكلات عدم تماثل المعلومات، والأخطار المعنوية، والوكالة عن الأصيل فى الأسواق المالية معروفة جيدا، ولكن الأزمة قد كشفت عن أوجه ضعف فى حوكمة الشركات (ترتبط جزئيا بطبيعة تعويضات المديرين التنفيذيين)، ونشأة القروض، ومعايير التغطية التى تكاد تقترب من الاحتمال. كما أظهرت أيضا المدى الذى أدت إليه الأدوات المالية الجديدة وزيادة تعقدها (والتي بدت فى شكل نموذجى فى المنتجات المورقة الجديدة مثل مقايضات الإعسار فى الائتمان) الذى فاقم مساهمة الاتجاهات الدورية وأخفى المخاطر الأساسية. كما لم يجد أى من الدعامتين المهمتين لتصحيح الأسواق - وهما إدارة المخاطر من جانب المؤسسات المالية وانضباط الأسواق.

ثانيا، كان هناك إخفاق واسع القاعدة فى تنظيم الأسواق المالية. فعلى الرغم من التركيز على كفاية رأس المال، فقد تم فرض تنظيم رأس المال بطريقة سمحت بتراكم الاستدانة بغرض تحقيق الفاعلية المالية وشجعت مساهمة الاتجاهات الدورية. هذا بالإضافة، إلى أن تفتت التنظيم، خاصة فى الولايات المتحدة، قد أسهم فى غلبة المراجعة التنظيمية وزيادة تحمل المخاطرة، كما فعلت فى الواقع شرائح تنظيمية مهمة - مثل صناديق التغطية وأدوات الاستثمار الخاصة التى أنشأتها البنوك، والتى كانت خارج نطاق التنظيم الرشيد.

ثالثا، كشفت الأزمة أوجه قصور كثيرة فى التنسيق والتعاون الدولى. ظل إشراف صندوق النقد الدولى ومنتدى الاستقرار المالى ضعيفا وغير كامل، وكان ذلك إلى حد كبير بسبب نقص الركائز الأساسية التى تعتمد عليها مؤسسات الإشراف الفعال المنتظم على الاقتصادات المتقدمة المهمة. وحتى مع الفهم الجيد للمشكلة، كما كان الحال فى تنامى اختلالات الاقتصاد الكلى التى أسهمت فى تراكم التعرض للمخاطر، لم يكن هناك اتفاق على المسؤوليات أو على طرق تنفيذ الإجراءات التعاونية المشتركة. وكما أظهرت الأزمة الأخيرة، فإن صندوق النقد الدولى يفتقر إلى الموارد والأدوات التى تمكنه من التصدى بقوة لعدم الاستقرار النظامى، وهو ما يعكس أيضا اختلاف الآراء بين عدد من البلدان الأعضاء بشأن ما ينبغى أن يكون عليه دور المؤسسة. وقد قوّض عدم التوازن فى الصوت والتمثيل للاقتصادات الناشئة والنامية فى صندوق النقد الدولى، بل وبدرجة أكبر فى بنك التسويات الدولية وغيرها من الجهات التى تقوم بوضع المعايير، مشروعية وفعالية الحوكمة المالية العالمية.

... وأدى ذلك إلى مقترحات جديدة للإصلاح

أدى تنامى التوافق فى الرأى بشأن أوجه الضعف التنظيمية إلى تقديم كثير من مقترحات الإصلاح من دوائر مختلفة. وكانت الفكرة المشتركة هى أن الأمر يقتضى استعادة التوازن بين التنظيم وحرية العمل لمصلحة التنظيم الرشيد لمواجهة التقلبات الدورية، والذى يتسم بالشمول فى تغطيته للمؤسسات المالية، وبالعملية فى مدها واتساقه.

وتؤكد هذه المقترحات، من بين أشياء أخرى على الحاجة إلى (١) تحسين الحوافز التى تساعد على التحمل الرشيد للمخاطر من خلال خطوات مثل إصلاح التعويضات والمرتببات، والتقسام الأكبر للمخاطر من جانب منشئى القروض والأوراق؛ (٢) وضع تنظيم أكبر تشددا لرأس المال، مع وضع حدود أكثر صرامة على الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية والمثبتات الكامنة لمنع مساهمة الاتجاهات الدورية وتكدس فقاعات الأصول؛ (٣) توجيه قدر أكبر من الانتباه والاهتمام نحو الإشراف على السيولة ومخاطر التمويل؛ (٤) وضع آليات أفضل للإشراف على المؤسسات المالية الكبيرة الممتدة عبر الحدود والمركبة؛ (٥) مد نطاق التنظيم المالى لضمان التنظيم السليم لجميع المؤسسات الهامة؛ (٦) تحسين الشفافية وتخفيض المخاطر النظامية المصاحبة للمشتقات والأدوات المالية المعقدة من خلال الاعتماد بدرجة أكبر على التبادل النقدى أو من خلال وسائل التبادل الإلكترونية بدلا من معاملات المشتقات خارج البورصة؛ (٧) ضمان أن تفى هيئات التصنيف الائتماني بأعلى المعايير مع تجنب تضارب المصالح.

وعلى الرغم من احتمال وجود اتفاق عريض على معظم هذه العناصر، فإن الشياطين مازالت تكمن فى التفاصيل. وتختلف آراء الذين يقترحون تنظيما أكثر تشددا عن آراء الذين يعتمدون على انضباط السوق ويعتقدون بالحفاظ على مساحة للمبتكرات المالية.

ومن سيضعل ماذا؟

يطرح هذا الجدول العريض للأعمال الخاص بالإصلاح المالى سلسلة من الأسئلة المعقدة، بما فى ذلك من الذى ينبغى أن يكون مسئولا عن ماذا، كيف ينبغى ملء الفجوات الموجودة فى البنيان المؤسسى الدولى، وكيف يمكن تعزيز التعاون الدولى.

إصلاح يجرى فى واشنطن، بل إنه يتطلب بنفس القدر التزام جميع الأعضاء بالطبيعة التعاونية للمؤسسة.

ونظرا لاتساع إصلاح الحوكمة المالية العالمية وتعقده وعقباته السياسية، فإن الأمر يقتضى إنشاء فريق للتوجيه له سلطة سياسية وفنية على المستوى العالمى لقيادة الإصلاحات. ومجموعة العشرين فى وضع جيد لأداء هذا الدور نظرا لأنها تجمع معا وزراء المالية، ومحافظى البنوك المركزية من أشد البلدان أهمية للنظام. والارتفاع بالمناقشات إلى مستوى القادة يعطيها دافعا ونطاقا سياسيا أكبر للنظر فى القضايا المشتركة.

وفى حين أن مجموعة العشرين يمكنها لهذا السبب أن تلعب دوراً بناءً، إلا أنها لا يمكن أن تحل محل الهيكل الأكثر شمولا وشرعية لاتخاذ القرارات. وفى هذا الصدد، سيكون من المهم لمجموعة العشرين (وغيرها من الجهات ذات الصلة مثل منتدى الاستقرار المالى) أن تكون شاملة لأقصى حد فى مداولاتها، وأن ترجع إلى المؤسسات السليمة لاتخاذ القرارات النهائية. وسيطلب الأمر بصفة خاصة أن تلعب اللجنة النقدية والمالية الدولية ومجلس المحافظين لصندوق النقد الدولى دورا رئيسيا، وكذلك الأمم المتحدة باعتبارها الجهة الأكثر شمولا على مستوى القادة العالميين. ■

أمار باتاتشاريا يعمل مديرا لأمانة سر مجموعة الأربعة والعشرين.

وعلى الطرف الأكثر طموحا توجد مقترحات بإنشاء مؤسسات ومناهج للتنظيم جديدة تماما (وخاصة بالنسبة للمؤسسات الكبيرة عبر الحدود) يتم تنفيذها من خلال تنظيم مالى عالمى، وميثاق لبنك دولى، وآلية دولية للإعسار. وإذا لم تتجسد مثل هذه الآلية، فهناك مقترحات لإنشاء «جماعات من المشرفين»، تكون مسؤولة بشكل جماعى عن الإشراف الفعال. وبصفة عامة بدرجة أكبر، هناك اتفاق على الحاجة إلى تحسين التعاون والاتصالات فيما بين جهات التنظيم، نظرا لنطاق التنظيم الوطنى والطبيعة العالمية للأسواق العالمية.

ونظرا لأهمية الروابط الكلية فى تزايد التعرض للمخاطر وحل الأزمات، يجب أن يحتل وضوح دورى منتدى الاستقرار المالى وصندوق النقد الدولى وتعزيز التعاون بينهما، مكان الصدارة. بل والأكثر أهمية إجراء إصلاح أساسى فى صندوق النقد الدولى حتى يمكنه أن يلعب دورا محوريا وفعالا فى تخفيض مخاطر عدم الاستقرار المالى وكذلك فى مواجهة الأزمات. وسيحتاج صندوق النقد الدولى إلى إجراء إصلاح شامل فى دوره الإشرافى، وخاصة فى البلدان والأسواق ذات الأهمية للنظام، وكذلك فى أدواته وسياساته حتى يمكنه تقديم الدعم التحوطى ودعم الأزمات لكافة أعضائه، والصندوق يحظى بمجموعة ضخمة من الموارد، وقد تم إصلاح نظام الحوكمة بحيث أصبح أكثر خضوعا للمساءلة وأشد تمثيلا. وقد حان الوقت أيضا لمراجعة دور صندوق النقد الدولى فى النظام النقدى الدولى وفى هذا العالم الجديدة من التدفقات الرأسمالية المتقلبة. وكل هذا ليس مجرد

 COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program concludes with a three-month

internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses, markets

and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products.

The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm

To learn more about SIPA, please visit:
www.sipa.columbia.edu