

# إصلاح شامل للنظام

راندال دود  
Randall Dodd

أثناء إدارة الرئيس فرانكلين روزفلت، عندما كان العالم يواجه أزمة اقتصادية جسيمة أيضا.

## إصلاحات العهد الجديد

أعدت الولايات المتحدة على مدى فترة سبع سنوات بدءا من ١٩٣٣ صياغة تنظيم هياكل السوق في مجالات الصيرفة، والأوراق المالية، والنفقات المصرفية، وإدارة الرهون العقارية والأصول (راجع الإطار). وحولت القوانين الجديدة النظام المالي الأمريكي من نظام، ابتلى بالتدليس والاحتيال والأزمات المتواترة إلى اقتصاد يحدد العيار العالمي للاستقرار، والكفاءة، والقدرة على جمع رؤوس الأموال.

وشملت أجزاء التشريع الرئيسة عددا كبيرا من القضايا والقطاعات المالية المختلفة، ولكنها تفهم على أفضل وجه عند تقسيمها إلى فئات تعكس علاقاتها الأساسية بالأسواق: استقرار النظام، وإعادة تنظيم العمل التنظيمي، والشفافية، وتعزيز نزاهة السوق، والحد من تضارب المصالح.

استقرار النظام: فصل قانون غلاس-ستيغول الصيرفة التجارية التقليدية - التي تتألف في الأساس من أنشطة الإقراض وقبول الودائع - عن الأنشطة التي يزاؤها سمسرة/ وسطاء الأوراق المالية - مثل ضمان الاكتتاب والمتاجرة (صناعة السوق) والاستثمار في أسهم وسندات الشركات. ونتيجة لذلك، تم تخفيض انكشافات البنوك أمام مخاطر التقلبات الدورية التي تؤثر على الأوراق المالية، مما جعل من الأرجح أن تصبح البنوك أكثر قدرة على الإقراض أثناء فترات الكساد والانتعاش في الدورة الاقتصادية. وهناك تشريعات أخرى اشترطت أن يتم تداول بعض العقود الآجلة للسلع الأولية في البورصات المنظمة، كما أخضعت التداول في هذه الأسواق لحدود تحكم مراكز المضاربة. وقد أسفرت زيادة المستوى القياسي للهامش المطلوب (أي الضمان) في بورصات العقود الآجلة عن تحقيق حماية احترازية أكبر ضد الخسائر التي تنطوي عليها مخاطر الطرف المقابل والمخاطر السوقية. وقد صُممت قوانين الأوراق المالية أيضا بما يتيح الحد من التقلب المفرط ويحقق قدرا أكبر من الاستقرار في الأسواق.

إعادة التنظيم: أنشئت لجنة الأوراق المالية والتبادل بغرض تنظيم أسواق الأوراق المالية وصناعة إدارة الأصول



الأزمة المالية العالمية تأثيرا مدمرا على الأسواق المالية الكبرى، مما قوض الملاءة المالية للشركات، وتسبب في اضطراب السيولة التجارية، وفرض إعادة النظر في التنظيم الاحترازي. وقد جعلت الأزمة هذه الأسواق مرشحة لتغير تنظيمي جذري. وفي حين انصب التركيز التنظيمي على سلامة البنوك منفردة، أثبتت الأزمة ضرورة معالجة النظام المالي ككل، وهو منهج نظامي يتطلب تنظيمًا سليما للأسواق والمعاملات بما يعكس العلاقات المتبادلة بين البنوك والشركات المالية الأخرى.

## أحدثت

ويتضح تغير المنهج في المعايير التنظيمية المقترحة من مجلس الاستقرار المالي، والمنظمة الدولية للجان الأوراق المالية، ومنظمات خاصة مثل مجموعة الثلاثين، ومعهد التمويل الدولي. كما تعكس مقترحات أخيره من وزارة الخزانة الأمريكية تغييرات جوهرية ماثلة في المنهج لتنظيمات الأسواق المالية. ورغم ذلك، فلا يزال يتعين صياغة المقترحات في تشريعات وإقرارها من الكونغرس الأمريكي. لكن إذا أدخل المشرعون بضعة تغييرات كبرى، فسوف تصبح مقترحات الخزانة أول إصلاح شامل للنظام المالي الأمريكي منذ سياسات «العهد الجديد» (New Deal)

تقترح الولايات  
المتحدة إصلاحا  
لتنظيم المالي  
يعتبر الأعمق منذ  
إصلاحات «العهد  
الجديد»

والإشراف عليها؛ وأنشئت المؤسسة الفيدرالية للتأمين على الودائع بغرض التأمين على ودائع البنوك. وقد أدخلت تغييرات جوهرية على حوكمة نظام الاحتياطي الفيدرالي، بما في ذلك بنية مجلس محافظي اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة. المشغافية: فرض على المؤسسات المصدرة للأوراق المالية في الأسواق العامة أن تفصح عن الأحوال المالية لمشروعاتها، وطبق ذلك أيضا على التداول في الأسواق الثانوية وعلى شركات الاستثمار.

نزاهة الأسواق: تم حظر التدليس والاحتيايل والتلاعب في الأعمال المصرفية، وأسواق الأوراق المالية والمشتقات المصرفية، الأمر الذي قوى من سواعد المستثمرين والسلطات التنظيمية.

تضارب المصالح: تصدت هذه القوانين لعدة جوانب من تضارب المصالح في حوكمة الشركات، وغيرها من مجالات المستثمرين، مثل إدارة الأصول، خاصة إدارة صناديق الاستثمار المشتركة. وكان من شأن قانون غلاس - ستيفول أن يمنع البنوك، التي لديها معلومات غير معلنه عن الشركات المقترضة، من التداول لحساب هذه الشركات الخاصة في أسواق الأوراق المالية التي تصدرها الشركات.

## انهيار النظام

بدأ الاستقرار المالي الذي أفرخه البرنامج الجديد في الوهن في الثمانينيات من

### أهم قوانين التنظيم المالي في برنامج «العهد الجديد»

١٩٣٣ - قانون غلاس - ستيفول فصل الصيرفة التجارية عن الصيرفة الاستثمارية، وأنشأ برنامجا للتأمين على الودائع، وسمح للبنوك الوطنية بتوسيع فروعها.

١٩٣٣ - قانون الأوراق المالية أرسى اشتراطات الإفصاح لإصدار الأوراق المالية (الأسهم أو السندات) في أسواق الأوراق المالية العامة ووضع حظرا ضد التدليس والتلاعب في الأوراق المالية.

١٩٣٤ - قانون تداول الأوراق المالية أنشأ هيئة الأوراق المالية وعمليات البورصة وفوضها في وضع القوانين وإنفاذها. ووسع القانون نطاق التنظيم الفيدرالي ليشمل تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية، كما أنشأ نظاما للتنظيم الذاتي.

١٩٣٥ - القانون المصرفي (العام) أصلح نظام الحوكمة في بنك الاحتياطي الفيدرالي ووسع نطاق صلاحياته. وقد أرسى القانون الصيغة الحديثة لمجلس محافظي الإحتياطي الفيدرالي ولجنة السوق المفتوحة التابعة له، ووسع نطاق سلطاتهما. كذلك حدد القانون نسب الضمانة (المعروفة باسم فرق ضمان القرض أو "haircut") وشروط الاقتراض من بنوك الإحتياطي في حالات الطوارئ.

١٩٣٦ - قانون تداول السلع زاد من الحظر الفيدرالي ضد التدليس، ووسعه بحيث يشمل التلاعب. كما قضى بأن يتم تسجيل سماسرة العقود الآجلة وفك سجلات لديهم. وصرح بحدود لمراكز المضاربة وحظر التداول في عقود الاختيار على سلع زراعية معينة.

١٩٤٠ - قانون شركات الاستثمار نظم الشركات التي تستثمر أساسا في شركات أخرى مثل صناديق الاستثمار المشتركة. وقضى بالتسجيل والإفصاح، بما في ذلك المعاملات بين شركات الإدارة وأي من فروعها، ووضع قواعد لحوكمة الشركات فيما يتعلق بالإدارة التنفيذية ومجالس الإدارة والأمناء.

١٩٤٠ - قانون مستشاري الاستثمار قضى بأن يقوم المستشارين بالتسجيل، ورفع التقارير، وسك سجلات بعلاقتهم مع عملائهم. كما حظر أيضا معاملات وترتيبات معينة للألعاب على أساس تضارب المصالح.

القرن العشرين عندما أحدثت التدابير والمستجدات الرامية لإلغاء التنظيمات المفيدة فجوات تركت كثيرا من الشركات والأنشطة المالية خارج الإطار التنظيمي أو غير مشمولة به بصورة كافية. وانطلقت عملية التوريق في الثمانينيات من القرن العشرين، وحولت بنوك كثيرة بؤرة اهتمام أعمالها الرئيسية من الإقراض التقليدي إلى إصدار الأوراق المالية والمشتقات وتداولها، وحدث إفراط وسوء استخدام للمنتجات المورقة والمشتقات. وولد الارتفاع الصاروخي في أسواق المشتقات خارج أسواق الأوراق المالية الرسمية إيرادات هائلة من عمليات التداول، مع نقل المخاطر إلى خارج الميزانيات. وكان من أثر ذلك تخفيف كل من اشتراطات رأس المال وغيرها من القيود الاحترازية على تحمل المخاطر. وتسبب التوسع في استخدام الكيانات ذات الأغراض الخاصة في تشويه تفسير وضع المخاطر في البنك بالسماح للمؤسسات بالاحتفاظ ببعض الديون وعمليات الانكشاف للمخاطر خارج قوائمها المالية المجمعة.

## رد وزارة الخزانة الأمريكية

أصدرت وزارة الخزانة الأمريكية أخيرا مقترحا إصلاحيا يرمى إلى معالجة طائفة واسعة من المشكلات في المعاملة التنظيمية للشركات والأسواق المالية التي أصبحت واضحة أثناء الأزمة المالية. ويتضمن المقترح دعوة للتعاون الدولي لرفع المعايير العالمية للتنظيم والإشراف الماليين. ويعكس المقترح التغييرات العميقة في النهج إزاء التنظيم التي تمخضت عنها الأزمة المالية - وهي التراجع عن عملية إلغاء التنظيمات التي بدأت منذ ربع قرن مضى، والرجوع بدلا من ذلك إلى إصلاحات البرنامج الجديد. ويمكننا فهم المقترحات الجديدة على محاور موضوعات مماثلة.

التدابير النظامية والتنظيم الاحترازي: تتضمن التدابير المقترحة تحسين معايير رأس المال اشتراطات السيولة بالنسبة لجميع الشركات المالية الخاضعة للتنظيم. ويشمل هذا تدابير معالجة البنود الخارجة عن الميزانية مثل المشتقات وحدود التسهيلات الائتمانية، والبنود غير الموحدة مثل الكيانات ذات الأغراض الخاصة. ويقصد بالشروط الجديدة لتجنيد محققات لخسائر الائتمان ومناهج المحاسبة لتجنب مسايرة الاتجاهات الدورية - عندما يضخم السلوك المالي الاتجاه الذي يسير فيه الاقتصاد بالفعل. وتسعى المقترحات أيضا إلى تقليل الحوافز التي تشجع على تحمل مخاطر زائدة عن طريق ربط تعويضات المسؤولين التنفيذيين بالأداء على المدى الطويل.

وسوف يتم توسيع السلطة العامة لبنك الإحتياطي الفيدرالي بحيث تشمل الشركات المالية المهمة بالنسبة للنظام المصرفي (التي تسمى الشركات القابضة المالية من الشريحة الأولى) بناء على الحجم أو الارتباطات البنينية. وسوف يتم توسيع إشراف بنك الإحتياطي الفيدرالي على الشركات القابضة للبنوك بحيث يشمل مالكي جميع شركات الإيداع المؤمن عليها فيدراليا - بما في ذلك الشركات التي تملك مؤسسات إقراض وادخار واحدة، وبنوك القروض الصناعية التي كانت معفاة في السابق.

وتسعى وزارة الخزانة إلى تحقيق التنظيم الشامل لأسواق المشتقات خارج أسواق الأوراق المالية على منوال المعالجة التنظيمية التي وجهت للأسواق المالية الأخرى. ومن المقرر أن تشترط تسوية جميع المشتقات خارج أسواق الأوراق المالية من خلال غرفة مقاصة (تسمى أحيانا الطرف الآخر المركزي) - والتي ستصبح الطرف الآخر لكل من طرف كل معاملة - بدلا من ترتيبات المقاصة الثنائية الحالية. ومن المقرر أيضا أن تشترط معايير أعلى للضمانات، بما في ذلك استخدام الهامش المبدئي في كل معاملات المشتقات خارج أسواق الأوراق المالية

للتخفيف من التهديد النظامي الناجم عن تراكم حالات انكشاف الأطراف الأخرى. وسيعزز المقترح من اشتراطات لرفع تقارير عن التداول قدرة جهات التنظيم على إجراء مراقبة دقيقة للسوق واكتشاف التدليس والتلاعب وردعهما.

**إعادة التنظيم:** وفقا للخطة، سيتم إنشاء مجلس للإشراف على الخدمات المالية لإضفاء الصبغة الرسمية على تقاسم المعلومات وتنسيق السياسات بين السلطات التنظيمية الرئيسية، وتسوية الخلافات حول الولاية. وسوف يضم رؤساء الهيئات المالية التنظيمية الفيدرالية الكبرى، ويرأسه وزير الخزانة ويعمل فيه موظفون من وزارة الخزانة.

وسيتولى جهاز جديد للرقابة على البنوك الوطنية مهام مكتب الإشراف على بنوك الادخار (سيتم تحويل بنوك الادخار إلى بنوك وطنية)، ومكتب المراقب المالي للعملة، الذي يقوم الآن بتنظيم البنوك الوطنية.

وفقا للخطة، سيتم إنشاء وكالة مستقلة لحماية الخدمات المالية مهمتها حماية عملاء التجزئة في سوق الخدمات المالية. ومنهم مقترضو الرهون العقارية. وسوف يقتضى ذلك نقل سلطة حماية المستهلكين من بنك الاحتياطي الفيدرالي، وليس لجنة الأوراق المالية وأسواقها، ولجنة تداول العقود السلعية الأجلة. وسوف ينشأ مكتب وطني جديد للتأمين في إطار وزارة الخزانة، لتنسيق صناعة التأمين الوطنية وتنظيمها والإشراف عليها على مستوى الدولة.

وسيقوم بنك الاحتياطي المركزي بتنظيم الشركات القابضة المالية المهمة بالنسبة للنظام الشريحة الأولى والشركات الفرعية والتابعة لها في الداخل والخارج. وسوف تكون له سلطة موسعة للإشراف على جميع الشركات التابعة للشركات المصرفية القابضة وتنظيمها، وفرض التنظيم الاحترازي على الشركات القابضة المالية. وسوف يتولى البنك أيضا الإشراف على كل نظم المدفوعات، والمقاصة، والتسويات المهمة على مستوى الجهاز كله. وسوف توفر لغرف المقاصة، التي تخضع الآن لإشراف الجهة المنظمة التي تتبعها، فرصة الوصول إلى نظام Fedwire (أي شبكة التحويلات الإلكترونية الفيدرالية التي يتم من خلالها تحويل المدفوعات إلكترونيًا بين المؤسسات المالية)، ونافذة الخصم، وخدمات بنك الاحتياطي الفيدرالي الأخرى.

**شفافية الأسعار:** ظلت مزايا الكفاءة لشفافية الأسعار على اتساع على النظام تتعرض منذ مدة طويلة للإحباط بفضل الأسواق الضخمة للمشتقات خارج أسواق الأوراق المالية، حيث لا تكون الأسعار علنية. وباشتراط أن يتم رفع تقارير عن معاملات المشتقات خارج أسواق الأوراق المالية إلى مكتب تسجيل (ما لم ترفع هذه التقارير بخلاف ذلك إلى غرفة مقاصة)، يتم تعزيز الشفافية.

إن الاشتراطات الجديدة لرفع تقارير عن أسعار وأحجام عمليات تداول المشتقات خارج أسواق الأوراق المالية من شأنها إحداث تغيير جذري في قدرة الجهات المنظمة على فرض رقابة دقيقة على السوق، من خلال مراعاة المراكز المفتوحة وأنشطة التداول التي كانت مخفية في السابق، وتحسين عملية اكتشاف الأسعار. كما أن تحسين اكتشاف الأسعار من شأنه أن يزيد من القدرة التنافسية لعملية التداول؛ لأن المستخدمين النهائيين (غير السماسرة) سوف يكسبون مزيدا من المعلومات بشأن السوق بأسرها.

**الإفصاح:** وضعت قوانين الأوراق المالية لعامي ١٩٣٣ و ١٩٣٤ اشتراطات للإفصاح عن المعلومات المالية الرئيسية كشرط لإصدار وتداول أسهم الشركات وسندات الديون. وقد أدى قانون الإسكان الوطني لعام ١٩٣٤ إلى إنشاء العقد التقليدي للرهن العقاري للمنازل، والمستندات الموحدة للقروض، وسوقا ثانوية للرهن العقاري للمنازل، وفي سياق مماثل، تطالب خطة وزارة الخزانة بأن توضح لجنة الأوراق المالية وأسواقها مستندات موحدة للتوريق، وتعزيز اشتراطات الإفصاح لإصدار وتداول صكوك الدين المورقة.

وقد مثل الافتقار إلى الشفافية وعدم كفاية الحيطة والحذر الواجبين عاملين مهمين في فشل السوق بالنسبة للأوراق المالية المهيكلة المتعلقة بالرهن العقاري. ويبدو أن التدابير المقترحة صممت لزيادة فرص الحصول على المعلومات عن هيكل التوريق وما يكمن وراءه من أصول، لتيسير مزيد من الحيطة والحذر الواجبين من جانب المستخدمين.

**نزاهة السوق:** تطالب الخطة شركات إدارة معظم صناديق التحوط، والأسهم الخاصة، ورأس المال المخاطر، وغيرها من الاتحادات المالية الخاصة بأن تسجل نفسها لدى لجنة الأوراق المالية وأسواقها، وأن ترفع تقارير وتمسك سجلات لأنشطتها. وقد صمم مستوى رفع التقارير بحيث يكفي لأن يسمح للجهات المنظمة بتحديد ما إذا كانت الاتحادات المالية الاستثمارية قد بلغت درجة من الضخامة، أو الاستدانة لتحقيق الفعالية المالية أو الترابط فيما بينها تهدد النظام بأكمله ويسهم التسجيل في التقليل من تواتر الاختلاس وغيره من أشكال التدليس عن طريق فرز المديرين. وسوف تعالج اشتراطات الإبلاغ عن المراكز الشواغل إزاء التلاعب في السوق، والاضطراب بسبب البيع على المكشوف، والآثار الباعثة على التشويه لاستثمارات صناديق التحوط على أسعار السلع. وسوف تسهم هذه التدابير في جعل الأسواق أكثر جدارة بالثقة، وتحسين ثقة المستثمرين، وزيادة قدرة السلطات الإشرافية على الرقابة الدقيقة.

كما ستعيد خطة وزارة الخزانة فرض حظر التدليس والتلاعب في أسواق المشتقات خارج أسواق الأوراق المالية التي سبق إلغاؤها في قانون كان يرمى إلى إلغاء اللوائح في ٢٠٠٠.

**تضارب المصالح:** تعزز وزارة الخزانة معالجة طائفة من العلاقات المتضاربة بين المستثمرين. وسوف يفرض على مصدري الأوراق المالية المضمونة بأصول الاحتفاظ بجانب من المخاطر الائتمانية لغرض الانضباط السوقية على الاكتتاب وتحويل المخاطر. وسوف يفرض على صناديق تعويضات المسؤولين التنفيذيين تحويل بؤرة التركيز من المكاسب قصيرة الأجل إلى الأداء طويل الأجل. وسوف يفرض على وكالات تصنيف الائتمان الإفصاح عن علاقاتها التجارية مع المصدريين، بما في ذلك ما تحصل عليه من أتعاب. وسوف يمنع مستشارو الاستثمار، الذين يديرون صناديق التحوط وغيرها من الاتحادات المالية الخاصة، من مزاوله أنشطة معينة أخرى.

### «عهد جديد» آخر

تمثل مقترحات الإصلاح تحولا جذريا من التركيز على الشركات المالية التي تدار ذاتيا حسب قاعدة «دعه يعمل» والتي سادت قبل الأزمة إلى التركيز على التدابير الاحترازية التي تستخدم لتحسين أداء الأسواق المالية والتحكم في العوامل الخارجية التي تنشأ عن تحمل المخاطر على نطاق واسع. ويبدو أن هذه المقترحات تتوخى نفس الحكمة الاقتصادية التي ارتكز عليها برنامج «العهد الجديد» الذي أعاد تشكيل الأسواق المالية عقب انهيار الأسواق في ١٩٢٩، وما تلاه من انهيارات مصرفية. وقد تحققت نجاحات قوية بفضل الإصلاحات التي أجريت في ثلاثينات القرن الماضي، مما يعد معيارا صعبا للمقارنة بالعهد الجديد في صورته الراهنة. لكن مقترح وزارة الخزانة يتسم بميزتين لم يتوافرا لرواد الإصلاح إبان «العهد الجديد»، هما الدروس المستفادة من تجربة «العهد الجديد» نفسه ومعرفة أن الإطار التنظيمي ينبغي أن يستشرف الابتكارات المستقبلية. ■

راندال دود خبير أول في القطاع المالي بإدارة الأسواق النقدية والرأسمالية، صندوق النقد الدولي.