

أمانة

مجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية

**"قضايا تطوير نظم الحفظ المركزي للأوراق المالية
ودور المصارف المركزية"**

إعداد

**محمد يسر برنيه
حفيظ أبريك**

صندوق النقد العربي

أمانة

مجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية

**"قضايا تطوير نظم الحفظ المركزي للأوراق المالية
ودور المصارف المركزية"**

إعداد

**محمد يسر برنيه
حفيظ أبريك**

ورقة قدمت في الاجتماع السنوي التاسع للجنة العربية لنظم الدفع والتسوية

صندوق النقد العربي

تقديم

أرسى مجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية تقليداً منذ عدة سنوات، بدعوة أحد أصحاب المعالي والسعادة المحافظين لتقديم ورقة عمل حول تجربة دولته في مجال السياسة النقدية. كذلك، يعد صندوق النقد العربي وفي السياق نفسه ضمن ممارسته لنشاطه كأمانة فنية لهذا المجلس، عدداً من التقارير والأوراق في مختلف الجوانب النقدية والمصرفية التي تتعلق بأنشطة المصارف المركزية ومؤسسات النقد. وتعد هذه التقارير والأوراق من أجل تسهيل اتخاذ القرارات والتوصيات التي صدرها المجلس. وفي ضوء ما تضمنته هذه الأوراق والتقارير من معلومات مفيدة عن هذه الموضوعات، فقد رأى المجلس أنه من المصلحة أن تتاح لها أكبر فرصة من النشر والتوزيع. ولذلك، فقد باشر الصندوق بنشر هذه السلسلة التي تتضمن الأوراق التي يقدمها السادة المحافظين إلى جانب التقارير والأوراق التي يعدها الصندوق حول القضايا النقدية والمصرفية والتي تثير اهتماماً في مختلف الأوساط. وليس الغرض من هذه التقارير والأوراق طرح وجهة نظر معينة، وإنما إلقاء الضوء، بأكثر قدر من الموضوعية والتجرد حول هذه الموضوعات. فهذه السلسلة ليست لطرح الآراء والمواقف، وإنما لتوفير المعلومات وزيادة الوعي ببعض القضايا النقدية والمصرفية. لذا، فالهدف الرئيسي منها هو تزويد القارئ بأكثر قدر من المعلومات المتاحة حول الموضوع. ونأمل أن تساعد هذه السلسلة على تعميق الثقافة الاقتصادية العربية.

والله ولي التوفيق،،

د. جاسم المناعي

المدير العام رئيس مجلس الإدارة

المحتويات

الصفحة

- أولاً: المقدمة 1
- ثانياً: خلفية عن السجلات المركزية لحفظ الأوراق المالية 2
- ثالثاً: وظائف وخدمات السجلات المركزية لحفظ الأوراق المالية 5
- رابعاً: أنواع سجلات حفظ الأوراق المالية 15
- خامساً: المخاطر المتعلقة بحفظ الأوراق المالية 20
- سادساً: مسؤوليات ودور المصارف المركزية 23
- سابعاً: تجارب الدول العربية على صعيد السجلات المركزية لحفظ الأوراق المالية.. 26
- ثامناً: الخلاصة والتوصيات 28

أولاً: المقدمة

ترتبط سلامة وكفاءة معاملات أسواق الأوراق المالية، بتوفر البنية التحتية السليمة لهذه الأسواق، والتي يأتي في مقدمتها توفر إجراءات وأنظمة فعالة ومتطورة لمقاصة وتسوية وحفظ الأوراق المالية. كذلك وعلى ضوء المخاطر النظامية التي قد تنشأ عن معاملات الأوراق المالية، فقد باتت توفر بنية تحتية سليمة لأسواق المال مطلباً رئيسياً من متطلبات الارتقاء بالقطاع المالي والمصرفي سواءً لتعزيز دوره في توفير التمويل أو دوره في تحقيق والمحافظة على الاستقرار المالي.

وإدراكاً لذلك، فقد أقدمت العديد من الدول على تطوير مؤسسات وطنية مستقلة للسجلات المركزية لحفظ الأوراق المالية، تتولى وظائف تسجيل وحفظ وتسوية الأوراق المالية إلى جانب خدمات إدارة الضمانات والمخاطر المرتبطة بتعاملات أسواق المال. كما تقدم بعض هذه المؤسسات خدمات إدارة الأصول للمستثمرين. كما أقدمت في السياق نفسه، التجمعات والأطر الدولية المعنية بنظم مقاصة وتسوية المدفوعات والأوراق المالية، إلى وضع مبادئ ومعايير دولية لإرساء الممارسات السليمة في هذا الشأن. وقد جاءت المبادئ الدولية الأخيرة حول البنية التحتية لأسواق المال (PFMI)، الصادرة في عام 2012 عن بنك التسويات الدولية والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية والمعتمدة من مجموعة العشرين، لتؤكد على أهمية إرساء اجراءات وممارسات سليمة تتعلق بمقاصة وتسوية وحفظ الأوراق المالية. كما تضمنت هذه المبادئ إشارة لمسؤولية المصارف المركزية بالتنسيق مع هيئات الأوراق المالية، في الاشراف على أنظمة وسجلات الحفظ المركزي للأوراق المالية.

كذلك فإن المصارف المركزية معنية بصورة كبيرة بوجود بنية تحتية سليمة لأسواق المال، على ضوء مسؤولياتها الرئيسية في المحافظة على سلامة وكفاءة النظام المالي والمصرفي

* ساهم السيد أحمد فرج الله من البنك المركزي المصري في مراجعة المسودة النهائية لهذه الورقة.

من جهة، وعلى ضوء ارتباط إجراءات وتعاملات المصارف المركزية وتدخلاتها في السوق النقدية، بمدى كفاءة نظم وعمليات مقاصة وتسوية وحفظ الأوراق المالية.

وانطلاقاً من ذلك، فقد رأت اللجنة العربية لنظم الدفع والتسوية تقديم ورقة حول قضايا تطوير نظم الحفظ المركزي للأوراق المالية، والدور الذي يمكن أن تلعبه المصارف المركزية في هذا الشأن. وتهدف هذه الورقة، إلى التعريف بجوانب عمل أنظمة السجلات المركزية للأوراق المالية، وما ينطوي على ذلك من وظائف وخدمات من جهة، ومخاطر من جهة أخرى يتعين التحوط لها. كما تهدف الورقة إلى التعريف بواقع احتياجات تطوير هذه النظم والسجلات في الدول العربية.

ثانياً: خلفية عن السجلات المركزية لحفظ الأوراق المالية

تعزز مع النمو الكبير في حجم الأوراق المالية التي يجري إصدارها وتداولها في الأسواق المالية خلال السنوات والعقود الماضية، أهمية ضمان إصدار وحفظ ونقل ملكية هذه الأوراق بشكل آمن وفعال، الأمر الذي يتطلب وجود تسجيل وتوثيق لهذه الأوراق المالية والمعاملات المرتبطة بها، في دفاتر وسجلات مركزية تخدم كل السوق المالي لدى كل دولة.

وتحتفظ هذه السجلات بصورة عامة، بحسابات الشركات المصدرة للأوراق المالية. كما تقوم في حالات كثيرة بوظيفة التسجيل والحياسة (Notary)، والتحقق من أن كمية الأوراق المالية المصدرة، تساوي في كل حين كمية الأوراق المالية المستحقة، وبالتالي تضمن عدم وجود إصدار غير مرخص له للأوراق المالية.

ويتمثل المشترك في نظام السجل المركزي للأوراق المالية، في أغلب الأحوال من كل:

أ- بنوك تمتلك حسابات للأوراق المالية باسم عملائها. وتمتلك كذلك حسابات نقدية لدى البنك المركزي، يتم من خلالها تسوية المقابل النقدي لعمليات تبادل الأوراق المالية.

ب- شركات الوساطة المالية المرخصة أو بنوك استثمار، والتي تمتلك حسابات للأوراق المالية باسمها وباسم عملائها، ولكنها لا تمتلك حسابات نقدية لدى البنك المركزي.

ج- صناديق استثمار كبيرة نسبياً، تمتلك حسابات للأوراق المالية باسمها فقط، ولكنها أيضاً لا تمتلك حسابات نقدية لدى البنك المركزي.

وتُعهد وظيفة التسجيل والحيابة في معظم الدول مباشرة للسجل المركزي لحفظ الأوراق المالية (CSD). إلا أنه في عدد قليل من الدول، يُكلف سجل منفصل بهذه الوظيفة. ويقوم في هذه الحالات، السجل المركزي للأوراق المالية بالتواصل مع هذا السجل المنفصل، لإخطاره بالتغييرات في ملكية الأوراق المالية وتسوية أرصدة الحسابات الموجودة لديه.

ويتوفر لدى السجل المركزي للأوراق المالية، عادة نوعين من الحسابات: حسابات اصدار الأوراق المالية، وحسابات حفظ الأوراق المالية التي تضبط الملكية القائمة لتلك الأوراق. وتكمن أهمية حسابات الاصدار، فقط في عملية إصدار الأوراق المالية واستكمال عملية التسجيل. ولا تسجل فيها أي عملية نقل للملكية الناتجة عن التداول في السوق الثانوية. ويقوم السجل المركزي للأوراق المالية، بتأكيد أي تغيير للملكية عن طريق تسجيل دفترى من حساب الحفظ لحساب حفظ آخر. وبما أن السجلات المركزية للأوراق المالية، تم انشاءها لتجميع إيداع الأوراق المالية لتعاملات الأسواق المالية الوطنية في سجل مركزي وحيد، فقد كانت هذه السجلات، في البداية، ذات نطاق محلي.

وتتطلب عملية اصدار الأوراق المالية عدداً من الخطوات الإدارية قبل الاصدار الفعلي لها واتاحتها للتداول من قبل المستثمرين. ففي البداية، تقوم الشركة المصدرة للأوراق المالية بتعيين أحد البنوك الذي يشارك في السجل المركزي المحلي للأوراق المالية. ويقوم هذا البنك بوصفه "وكيل الإصدار"، بطلب "الرقم التعريفي الدولي للأوراق المالية" (ISIN) من وكالة الترميز لسوق الأوراق المالية. ويذكر هنا، أنه ولغرض ضمان الكفاءة، غالباً ما يتم تكليف السجل المركزي للأوراق المالية بوظيفة الترميز هذه، إلا أنه في بعض الدول تكون وكالة الترميز منفصلة عن السجل المركزي. وبالإضافة إلى ذلك، يقوم وكيل الإصدار أيضاً بجمع حصيلة طرح الأوراق المالية للمستثمرين، وتحويلها إلى الشركة المُصدرة. كذلك قد يتواصل هذا الوكيل مع البورصة، نيابة عن الشركة المصدرة في حال تم الاتفاق على إدراج هذه الأوراق المالية المصدرة فيها.

وقد كانت عملية الاصدار في الأصل، تتمثل في شهادة حيازة مادية يتم تسليمها للمستثمر. وكان على المستثمر الحفاظ على تلك الشهادات في مكان آمن، حيث كان غالباً ما يقوم بإيداعها لدى البنوك التي يتعامل معها. إلا أن هذا الوضع أصبح غير عملي، وذو مخاطر، وخاصة مع النمو الكبير في الأسواق المالية وتعاملاتها من جهة، وما يرتبط بذلك من جهة أخرى من تغير في الشهادات المادية كنتيجة لتغيير في ملكية الأوراق المالية، أو عند عمليات التجزئة للأسهم (Splits)، أو عند المعالجة المنفصلة في حالة أي تغيير يمس بالحقوق الواردة في أجزاء من الشهادة كما هو الحال على سبيل المثال في "الكوبونات".

ومع مرور الوقت، أصبح واضحاً أن معالجة الأوراق المالية يمكن أن يتحسن بشكل ملحوظ من حيث السلامة والكفاءة والتكلفة أيضاً، وذلك من خلال تجميع إيداع شهادات الحيازة في سجل مركزي واحد. ونتيجة لذلك، تم إنشاء سجلات مركزية لحفظ الأوراق المالية في مختلف الأسواق الوطنية، كسجلات رسمية. ولا يحدث انتقال متعرف به للملكية إلا لدى تلك

السجلات. وتدرجياً ومع إدخال تكنولوجيا المعالجة الإلكترونية، تم الانتقال إلى تسجيل حيازة الأوراق المالية في شكل قيد دفترى إلكتروني، دون إصدار مادي لشهادات الملكية (immobilization) من قبل هذه السجلات المركزية للأوراق المالية.

واليوم، باتت معظم شهادات الأوراق المالية التي يتم تداولها ذات صفة غير عينية (Dematerialized) - أي أنها صادرة فقط في شكل قيد دفترى إلكتروني في حساب الشركة المصدرة لدى السجل المركزي للأوراق المالية. ومع ذلك، فإنه لا يزال هناك بعض الأسواق القليلة التي ينص فيها الإطار القانوني، على ضرورة إصدار شهادة حيازة مادية غير قابلة للتداول، قبل القيام بالتسجيل الإلكتروني للأوراق المالية.

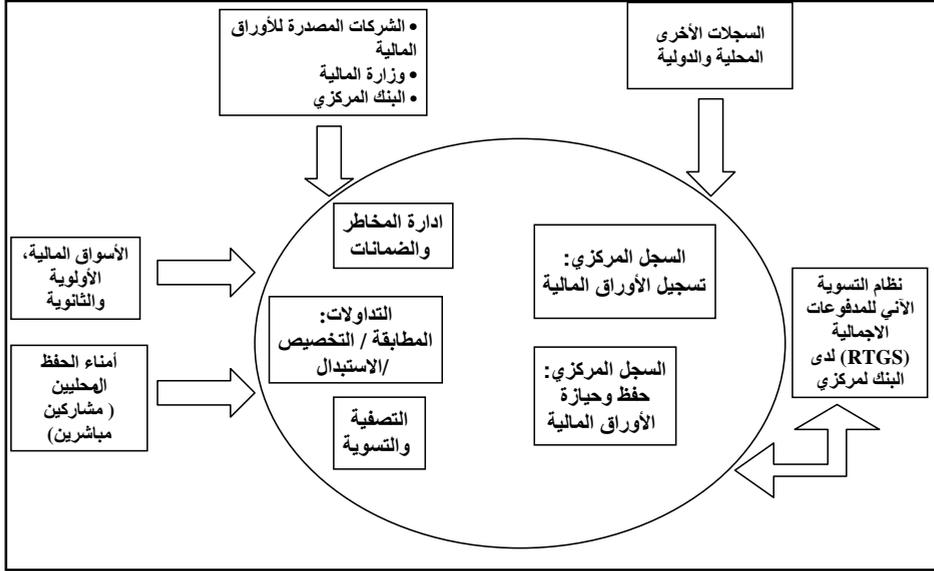
ثالثاً: وظائف وخدمات السجلات المركزية لحفظ الأوراق المالية

يبين الشكل التالي رقم (1)، أهم الوظائف الرئيسية لنظام السجل المركزي للأوراق المالية، وطبيعة المشتركين في مثل هذا النظام، وارتباطات هذا النظام مع الأنظمة الأخرى. هذا وتشمل هذه الوظائف بصورة عامة، وظيفة تسجيل الأوراق المالية عند إصدارها، ووظيفة الاحتفاظ وحيازة سجلات ملكية هذه الأوراق، وإجراء خدمات المطابقة والتخصيص والاستبدال المرتبطة بمعاملات وتداولات الأوراق المالية، وخدمات التسوية، بالإضافة إلى خدمات إدارة المخاطر والضمانات.

ويمكن الإشارة إلى أن هذه الوظائف الخاصة بالسجل المركزي للأوراق المالية، يمكن أن تقوم بها مؤسسة واحدة أو يمكن تقسيمها بين عدد من المؤسسات والجهات، تقوم كل منها بمجموعة محددة من الوظائف أو الخدمات. ويختلف هذا الوضع من دولة إلى أخرى، وفقاً لتطور القطاع المالي وتعقد أسواق المال فيها. وفيما يلي تعريفاً لهذه الوظائف:

الشكل رقم (1)

الإطار العام لنظام السجل المركزي للأوراق المالية



أ- وظيفة التسجيل المركزي للأوراق المالية (CSD): ويشمل ذلك وظيفتين رئيسيتين، هما وظيفة التسجيل (Registry) ووظيفة الحفظ (Depository):

ففيما يتعلق بوظيفة التسجيل، يتم إنشاء ملفات تخص كل من الشركات المصدرة الأوراق المالية، والأوراق المصدرة نفسها، بالإضافة إلى المالكين الحاليين للأوراق المالية. ويتضمن ذلك عمليات التسجيل المرتبطة بالإصدار الأولي لهذه الأوراق (شبيه بعمل وكيل المصدر)، وإجراءات هذا الإصدار أو إعادة الإصدار، أو عند تغيير الشركة المصدرة نفسها في حالات البيع أو الدمج، وكذلك تسجيل العمليات الخاصة بصرف الكوبونات (coupons) المستحقة، وصرف قيمة الأوراق عند الاستحقاق (Redemption).

أما فيما يتعلق بوظيفة الحفظ، يقوم السجل المركزي بفتح حسابات الأوراق المالية للمشاركين، وإدارة العمليات على الحسابات بما في ذلك تجميد (Pledge-freeze) الحسابات أو الحجز (Embargo)، أو احتساب الضرائب المستحقة على المالكين.

ب- وظيفة التسوية للأوراق المالية (SSS): تقوم أيضا معظم السجلات المركزية للأوراق المالية، بوظائف نظم تسوية الأوراق المالية (Securities Settlement Systems)، بحيث يتضمن ذلك، تنفيذ أوامر البيع والشراء للأوراق المالية، والبيع بغرض إعادة الشراء (Repo) سواء بمقابل مالي أو بدون دفع مالي. كما تقوم هذه السجلات، بعمليات مقاصة وتسوية الأوراق المالية. ويشمل ذلك، مطابقة أوامر البيع والشراء (Trade Matching) وتوزيع أو تخصيص العمليات (Trade Allocation) واستبدال العمليات (Trade Substitution)، إلى جانب تحديد الحقوق والواجبات المترتبة على عمليات البيع والشراء ونقل ملكية الأوراق.

ج- وظيفة إدارة المخاطر (إدارة الضمانات CMS): وقد تشمل خدمات السجلات المركزية على صعيد عمليات التسوية لمعاملات الأوراق المالية، تقديم ما يعرف بنظم إدارة الضمانات (Collateral Management Systems -CMS-). وتتضمن، تقييم وحجز الأوراق المالية المرهونة مقابل قرض مالي. وغالباً ما تتطلب هذه الاجراءات، وجود نظام لإدارة المخاطر يقوم، بإعادة تقييم تلك الأوراق بشكل دوري للتأكد من كفايتها لتغطية القروض، التي رهنت هذه الأوراق لأجلها. وهنا قد يتم في إطار هذا النظام، طلب زيادة الأوراق المرهونة (Margin Call) لتغطية أي نقص في قيمة الأوراق بالمقارنة مع قيمة القرض.

وبالإضافة إلى ذلك، قد تقدم السجلات المركزية للأوراق المالية خدمات مرتبطة بإدارة الأصول، تتنوع من التعامل مع الشركات في توزيع الأرباح للمستثمرين، أو عمليات تجزئة

الأسهم، إلى خدمات أكثر تطوراً وتنوعاً، مثل تحليل المخاطر وإدارة الضمانات وإقراض الأوراق المالية.

هذا وللتعرف على احتياجات وخصائص وظائف السجلات المركزية للأوراق المالية، يمكن النظر لهذه الخصائص من خلال التعرف على دورة الأوراق المالية، الموضحة في الشكل رقم (2).

الشكل رقم (2)

دورة حياة الأوراق المالية



وفيما يتعلق بمرحلة الإصدار، فإن هناك أنواع متعددة للإصدار منها،

- الإصدار المباشر (Outright Placement)، ويتم فيه إصدار الورقة المالية لأول مرة وبدون أية علاقة مع إصدارات قديمة.
- إعادة الفتح (re-opening): ويتم ذلك على أساس تاريخ استحقاق الورقة المالية، حيث أنه يمكن بعد عملية إصدار مباشر، أن تتم عملية إعادة فتح في يوم لاحق، يتم من خلالها إصدار أوراق جديدة لنفس الشركة المصدرة، تستحق في نفس تاريخ الاستحقاق المحدد في عملية الإصدار الأولية. ويمارس هذا النوع من الإصدار، عادة، في الأوراق الحكومية مثل أذون وسندات الخزنة الحكومية، حيث تكون هناك أوراق مالية بآجال مختلفة ثلاثة وستة وتسعة شهور تستحق كلها في نفس التاريخ.

- الشراء المبكر (Buy back)، ويقصد به شراء الأوراق من قبل الشركة المصدرة نفسها، قبل تاريخ استحقاقها.

- الاستبدال (Switches)، ويقصد به استبدال أوراق لم تستحق بعد بأوراق مصدرة جديدة.

وتوفر بصورة عامة السجلات المركزية للأوراق المالية، خدمات التسجيل والحفظ لكل هذه الأنواع من الاصدارات.

أما المرحلة الثانية بعد الإصدار فهي التداول (Trading)، حيث يقوم المشتري والبائع بعملية شراء وبيع للأوراق المالية وفقاً لشروط يتم الاتفاق عليها. ويتم ذلك إما في نظام عام يسمح بالتبادل المتعدد الأطراف "البورصات المنظمة"، أو من خلال التبادل المباشر - خارج المقصورة - (OTC)، أو في غيرها من أماكن التداول "كأسواق الخاصة". وبما أن الوصول إلى قاعات التداول يكون محكوماً بقوانين وتشريعات، فإن معظم المستثمرين الذين يشترون ويبيعون ويقومون بحيازة الأوراق المالية، لا يشاركون بشكل مباشر في عملية التداول بل يستخدمون أطراف أخرى كالسماسرة والوسطاء (brokers-dealers). ويسمى هذا الطرف وسيطاً عند تنفيذ أوامر التداول نيابة عن عملائه، فيما يقال أنه يتصرف كسمسار عندما ينفذ الصفقات لحسابه الخاص.

وهناك أنواع متعددة لعمليات التداول من أهمها:

- البيع والشراء التام والفوري (Outright spot sell and buy)، و يتم فيه النقل التام لملكية الورقة المالية من البائع إلى المشتري في الوقت الطبيعي لتنفيذ التسوية.

- البيع والشراء في وقت لاحق (Forward sell and buy)، ويتم فيه نقل الملكية في وقت لاحق عن الوقت الطبيعي لتنفيذ التسوية.

- البيع بغرض إعادة الشراء (sell buy back)، ويتضمن ذلك عمليتين مترابطتين: الأولى يتم فيها بيع الأوراق والثانية إعادة شرائها مرة أخرى بعد وقت محدد وبسعر آخر. كما تستخدم مثل هذه العمليات، في الدول التي لا تعترف قوانينها بأحقية ملكية المشتري للورقة المرهونة في حال عجز البائع عن إعادة شرائها.

- البيع بغرض إعادة الشراء بالطريقة التقليدية (Classic Repo) وفيه يتم تسجيل حركة واحدة تضم عملية البيع وعملية إعادة الشراء، وهي عملية رهن واضحة لا ينتج عنها نقل لملكية الأوراق المالية.

- البيع والشراء بدون دفع القيمة (Free of Payment Transfer – FOT)، ويتم في حالات متعددة منها أن يكون البائع والمشتري هما نفس الشخص مع وجود محفظتين لدى سمسارين مختلفين، أو أن قيمة الأوراق سيتم منحها في صورة تسهيلات ائتمانية وليس نقداً، كما هو الحال عند رهن المالك للأوراق لدى بنكه في مقابل الحصول على قرض أو تسهيل، أو أن يكون التحويل يخص عميلين لنفس البنك وبالتالي سيقوم البنك بالتسوية مباشرة من خلال حسابات عملائه.

وتكتسب عمليات البيع بغرض إعادة الشراء (Repo) أهمية كبيرة في الأسواق الحديثة، وهي عملية أقرب لرهن الأوراق المالية، حيث تكون أحد الجهات في حاجة للنقد لفترة قصيرة، فتقوم باقتراض أموال من أحد البنوك أو السماسرة مقابل تسليم الأوراق المالية. ويتم ذلك على مرحلتين: الأولى هي منح البائع النقد المطلوب مقابل تسليم أوراق مالية. ويتم التسليم

إما بنقل ملكية كاملة أو فقط بالرهن. وتكون قيمة الأوراق المطلوبة أعلى من قيمة القرض النقدي وكما يتم مراعاة، التغيير المحتمل في قيمة الورقة المالية بالسوق (Haircut) وكذا قيمة الفوائد النقدية المدفوعة مقابل الاقتراض (Interest). أما المرحلة الثانية فهي رد القرض النقدي بالإضافة للفوائد مقابل إرجاع الأوراق المالية كاملة.

الإطار رقم (1)

دور السجلات المركزية للأوراق المالية في عمليات "الريبو"

تعتبر عمليات البيع بغرض إعادة الشراء "الريبو" (Repo) هي الركيزة لما يعرف بنظم إدارة الضمانات (Collateral Management) حيث تعمل هذه النظم على وضع قواعد محددة لتقييم الأوراق المالية على حسب تاريخ استحقاقها والقيمة السوقية للورقة، بالإضافة إلى معاملات التغيير في قيمة الورقة التي غالبا ما تكون قليلة بالنسبة للأوراق الحكومية مقارنة بالأوراق المالية المصدرة من الشركات. وتهتم تلك النظم بشكل أساسي بإعادة تقييم الأوراق المستخدمة كضمانة بشكل دوري ومن ثم التأكد من كفاية الضمانة للقرض المقدم والتأكد من عدم استخدام الأوراق من قبل البائع بأي شكل آخر، وذلك لضمان حقوق المشتري في حال عجز البائع عن سداد قيمة القرض والفوائد المستحقة عليه.

هذا وتتم عملية منح القرض مقابل ضمانات في نظم إدارة الضمانات بأشكال متعددة، منها نقل الورقة إلى حساب فرعي تابع للبائع يسمى حساب الأوراق الموقوفة ضمانات (Blocked or Suspended) وهو حساب فرعي يتصرف فيه مدير النظام فقط ولا يملك البائع التصرف فيه. ومنها أيضا نقل ملكية الورقة تماما إلى المشتري، وفي هذه الحالة يكون من حق المشتري التصرف بالورقة بالبيع والشراء خلال فترة الرهن ولكن عليه استعادة الورق مرة أخرى لصالح البائع في توقيت المرحلة الثانية من عملية (Repo). وقد تكون عمليات (Repo) عرضة لما يعرف بطلب عمولة (Margin Call) والذي يحدث حين تهبط قيمة الأوراق المالية في السوق فتصبح قيمتها غير كافية لضمان القرض وفي هذه الحالة يطلب المشتري أوراق مالية أخرى كرهن لضمان سداد قيمة القرض مع الفوائد المستحقة.

ويتبع عملية التداول مرحلة المقاصة والتسوية، وذلك بعد أن يتم الاتفاق على تداول الأوراق المالية، تؤكد الأطراف في العملية الشروط المتفق عليها، ويتم تجهيز تعليمات لتنفيذ هذا

التداول (أي تسليم الأوراق المالية وتحويل الأموال) وإرسالها للمقاصة و التسوية. وتشمل المقاصة عملية الإرسال، والمطابقة (matching)، وفي بعض الحالات، تأكيد أوامر تحويل الأوراق المالية. وهناك نظامين قياسيين لإرسال أوامر التداول أولها وهو الأكثر انتشاراً نظام ISO15022 والآخر هو نظام ISO20022. ويتم التداول حين يقوم كل من البائع والمشتري بإرسال أمر التداول يوضح تفاصيل العملية من حيث كونها بيع أو شراء مع شروط التداول إلى النظام الذي يقوم بدوره بعملية مطابقة للأمرين للتأكد من اتفاق الطرفين على كل شروط العملية. وفي حال التطابق يتم إرسال العملية إلى المراحل التالية:

- توزيع/ تخصيص العمليات (Trade Allocation)، ويقصد به أن يقوم السمسار بإعادة توزيع العمليات بين حسابات عملائه. وتتم عادة حين يقوم السمسار بعملية كبيرة لها نفس الشروط تخص عدد من العملاء ثم يعيد توزيع الأوراق وتخصيصها بين هؤلاء العملاء بعد خطوة قبول التبادل.

- استبدال العمليات (Trade Substitution) وتتم عادة في حال قام أحد العملاء بتوكيل سمسار لبيع أو شراء أوراق مالية تكون مؤتمنة لدى سمسار أو بنك آخر. وفي هذه الحالة على البنك "أمين الحفظ" على الأوراق، تأكيد قبول العملية أو ما يعرف باستبدال أحد أطراف العملية.

هذا، وتتم مقاصة كل أوامر التحويل واحتساب الأرصدة النهائية للتسوية من خلال مرحلة المقاصة. وفي بعض الأسواق، قد يكون هناك طرف مقابل مركزي (Central counterparty CCP -)، يقوم بمهمة المقاصة بين الطرفين ويحتسب الأوضاع الصافية متعددة الأطراف، إلى جانب إدارة مركزية للمخاطر.

ويطلق مسمى "التسوية" على التسليم الفعلي للأوراق المالية وتحويل المقابل النقدي. ويتضمن ذلك عمليتين: الأولى تهم نقل ملكية الأوراق المالية وغالبا ما تقوم بها السجلات

المركزية للأوراق المالية (CSD)، التي تدير نظم تسوية الأوراق المالية. أما العملية الثانية فتكون من خلال نظام التسوية الآني للمدفوعات الإجمالية (RTGS) لدى البنك المركزي. وتخص نقل المقابل النقدي للأوراق المالية.

وكقاعدة عامة، يتم تسليم الأوراق المالية عند دفع المقابل النقدي وفقا لمبدأ "التسليم مقابل الدفع" (DvP)، إلا في حال تم الاتفاق على أن الأوراق المالية سوف يتم تسليمها خالية من الدفع (Free Of Payment). ويتطلب مبدأ الدفع مقابل التسليم، الربط بين نظام تسوية الأوراق المالية ونظام الدفع الوطني، لتسهيل مسألة تحويل المقابل النقدي الذي يتم من خلال الحسابات المفتوحة إما لدى البنك المركزي أو لدى أحد البنوك التجارية. وبصورة عامة، هناك ثلاثة أنواع من "نماذج التسليم مقابل الدفع".

1. **النموذج الأول:** تتم من خلاله تسوية كل عملية للأوراق المالية بشكل منفرد (Gross) مقابل تسوية للمقابل المادي بشكل انفرادي أيضا (Gross). ويتم فيه حجز الأوراق المالية التي تم تبادلها على نظام الحفظ المركزي للأوراق المالية، ومن ثم إرسال أمر التسوية النقدية لنظام التسوية الآني للمدفوعات الإجمالية. وحين تتم تسوية النقد يقوم نظام التسوية الآني للمدفوعات الإجمالية لدى البنك المركزي بالرد بالتأكيد على انتهاء التسوية المالية، يقوم عندها نظام حفظ الأوراق المالية لدى السجل المركزي للأوراق المالية بنقل ملكية هذه الأوراق.

2. **النموذج الثاني:** تتم من خلاله تسوية كل عملية للأوراق المالية بشكل منفرد (Gross) مقابل تسوية مجملة أو بنظام التصفية (NET) للمقابل المادي. ويتم فيه حجز الأوراق المالية التي تم تبادلها على نظام الحفظ المركزي للأوراق المالية كنتاج لعدد من العمليات، ومن ثم إرسال أوامر تسوية للنقد لنظام التسوية الآني للمدفوعات الإجمالية بنظام التصفية. وحين تتم

تسوية النقد يقوم نظام التسوية الآني للمدفوعات الإجمالية بالرد بالتأكيد على انتهاء التسوية المالية، يقوم عندها نظام حفظ الأوراق المالية بنقل ملكية هذه الأوراق.

3. **النموذج الثالث:** تتم من خلاله تسوية مجملة أو بنظام التصفية (NET) لعدد من عمليات للأوراق المالية مقابل تسوية مجملة أو بنظام التصفية (NET) للمقابل المادي. ويتم فيه حجز الأوراق المالية التي تم تبادلها على نظام الحفظ المركزي للأوراق المالية كنتاج لعدد من العمليات، ومن ثم إرسال أوامر تسوية للنقد لنظام التسوية الآني للمدفوعات الإجمالية بنظام التصفية. وحين تتم التسوية النقدية يقوم نظام التسوية الآني للمدفوعات الإجمالية لدى البنك المركزي بالرد بالتأكيد على انتهاء التسوية المالية، يقوم عندها نظام حفظ الأوراق المالية لدى السجل المركزي للأوراق المالية بنقل ملكية هذه الأوراق.

وتكمن أهمية تطبيق مبدأ "التسليم مقابل الدفع"، في أنه يحد من مخاطر تسوية الأوراق المالية حيث يمنع حالة تسليم الأوراق المالية من البائع إلى المشتري، دون أن يكون المشتري قد دفع ثمن تلك الأوراق المالية. وبهذا يضمن هذا المبدأ أنه على طول مسار التسوية، لا يمكن أن يملك أي من البائع أو المشتري الأوراق المالية وقيمتها النقدية في نفس الوقت.

وتجدر الإشارة أخيراً، إلى أن خدمات عمليات الإصدار والحفظ وخدمات الأصول التي تقدمها السجلات المركزية للأوراق المالية، هي أنشطة مرتبطة بالأسواق الأولية التي هي الأسواق التي تُعرض فيها الأوراق المالية للبيع لأول مرة. وقد يتم تقديمها للجمهور في إجراء يسمى "الاكتتاب العام الأولي" (IPO). أما عمليات التداول والمقاصة وخدمات التسوية فهي مرتبطة أساساً بنشاط السوق الثانوية، التي يتم فيها شراء وبيع للأوراق المالية بعد إصدارها في السوق الأولية. وغالباً ما يشار لهذه الخدمات أيضاً باسم خدمات "تداول" و "خدمات ما بعد التداول".

رابعاً: أنواع سجلات حفظ الأوراق المالية

تختلف السجلات المركزية لحفظ الأوراق المالية، بصورة عامة، وفقاً لنطاقها، من حيث الأوراق المالية التي تشملها، هل هي محصورة بالأوراق المالية المحلية أو تضم أوراق أو مشتركين خارج حدود الدولة. كما تختلف هذه السجلات، وفقاً لطبيعة المشاركين وهيكل الملكية أو تسجيل الأوراق المالية فيها.

أ- **على صعيد النطاق:** لعبت السجلات المركزية لحفظ الأوراق المالية كما سبقت الإشارة دوراً هاماً في عملية تسجيل وحفظ وايداع مختلف الأوراق المالية على المستوى المحلي. إلا أنه ومع انفتاح الأسواق وتوسع الاندماج المالي الذي عرفته عدد من الدول والأقاليم، إلى جانب التطور الذي حصل على مستوى اصدار أوراق مالية يتم قبولها وتداولها بين مستثمرين من بلدان مختلفة، فقد أدى كل هذا إلى إنشاء سجلات مركزية دولية للأوراق المالية (International CSD).

فقد أدى النمو الكبير في الإصدارات الدولية من السندات "يوروبوند" خلال العقود الماضية، إلى إنشاء مؤسسات متخصصة لتجميع عملية التسوية، على غرار ما تقوم به السجلات المركزية للأوراق المالية على المستوى المحلي. ونتيجة لذلك، تمت إقامة سجلين مركزيين دوليين (ICSD)، وهما "بنك Euroclear" ومقره في بلجيكا و"كليرستريم - Clearstream" في لوكسمبورغ.

في حين كان التركيز الرئيسي للسجلات الدولية هو تسهيل وتيسير العمليات الدولية، إلا أنها توفر أيضاً بعض الخدمات المماثلة المقدمة من قبل السجلات المركزية المحلية. وهكذا، وبالإضافة إلى السندات الدولية، يقوم هذين السجلين الدوليين بتقديم خدمات مرتبطة بالأوراق

المالية (أي أدوات الدين والأسهم العادية) التي يتم نقلها للسجلين (عن طريق ترتيبات معينة)، وذلك بعد إصدارها مسبقاً في سجل مركزي محلي للأوراق المالية.

وتجدر الإشارة إلى أن من السمات التي تميز إجراءات تسجيل السندات الدولية، أنها وعلى عكس السجلات المركزية المحلية، لم يكن هناك علاقة مباشرة للسجلات الدولية مع الأوراق المالية المُصدرة. ويعود ذلك، لكون السجلات المركزية الدولية لم تكن أصلاً تتوفر على خزائن لتخزين السندات الدولية المصدرة بشكل شهادات مادية، والتي كان يُحتفظ بها لدى بعض المصارف التجارية. ولما تم اعتماد التسجيل الدفترى للأوراق المالية، تم تقسيم الأوراق المالية بين السجلين المركزيين الدوليين اعتماداً على مكان تواجد حسابات المستثمرين الأوليين أو وسطاءهم، وعلى حسب السجل الذي هم أعضاء فيه. ولهذا السبب، وكاستثناء لمبدأ "سجل واحد لورقة مالية واحدة"، بات من الممكن لنفس السند أو الورقة المالية أن يحتفظ بها ويتم إيداعه في السجلين معاً.

وقد دفع وجود عدد من السجلات المركزية الدولية، والتفاوت فيما بينها على صعيد الكفاءة ومستوى الخدمات، إلى ضرورة الربط بين هذه السجلات المركزية. وقد أصبح أحد أجزاء الاتفاق على التداول بالنسبة للأوراق والسندات الدولية، الاتفاق على سجل التداول الذي قد يختلف عن سجل الحفظ فيما يعرف بالسجل الفرعي (Sub-Custody). كما نتج عن ذلك قيام السجلات الدولية بفتح حسابات للتداول داخل سجلات أخرى. ويعني ذلك أنه حين ترغب بعض البنوك في تداول بعض الأوراق في سجلات تختلف عن السجل المركزي المقيد به هذه الأوراق، تقوم بتحويلها في عملية بيع وشراء تامة بدون نقد (Outright FOP) إلى حساب السجل الآخر، ومن ثم إجراء عمليات بيع وشراء على السجل الآخر ثم العودة بقيم الملكيات الجديدة إلى السجل الأصلي.

ب- على صعيد هيكل الحيازة: يمكن تقسيم أنظمة تسجيل الأوراق المالية، بشكل عام، على حسب هيكل الحيازة فيها إلى مباشرة وغير مباشرة. وتشير مصطلحات "مباشرة" و"غير مباشرة" إلى مسألة ما إذا كان تسجيل ملكية المستثمرين للأوراق المالية يتم مباشرة على مستوى السجل المركزي للأوراق المالية (CSD)، أو عن طريق أمين الحفظ (custodian). وفي هذه الحالة، قد تكون هناك سلسلة من أمناء الحفظ، بين المستثمر والسجل المركزي. ويكون التسجيل على مستويين: أمين الحفظ المعني والسجل المركزي.

ويتميز نظام التسجيل المباشر بكونه ترتيب يعترف بالمستثمرين بشكل فردي كمالكين نهائيين للأوراق المالية على مستوى السجل المركزي. ويسمح بتنفيذ كل تسجيل أو تغيير في ملكية الأوراق المالية بشكل مركزي في دفاتر السجل المركزي للأوراق المالية. وقد تم اعتماد نظام التسجيل المباشر في العديد من البلدان الأوروبية وكذلك في المنطقة العربية، وجنوب شرق آسيا والصين. وقد تكون نظم التسجيل المباشر إما إلزامية نتيجة للقوانين الوطنية، أو طوعية.

هذا، كما يمكن الجمع بين ميزات البديلين الإلزامي أو الطوعي، بحيث لا يتم الاعتراف بملكية الأوراق المالية على مستوى السجل المركزي إلا لفائدة المستثمرين المحليين فقط، على عكس نظم التسجيل المباشرة الإلزامية التي يشمل فيها الاعتراف بالملكية كل المستثمرين.

ويعود العمل بنظم التسجيل المباشر، نتيجة أن أغلبية الأسهم في الأسواق يتم إصدارها كأسهم مسجلة. ولذلك تم إنشاء نظام السجل المركزي على افتراض أن المالك المسجل ينبغي أن يكون أيضاً مسجلاً في حساب معين للأوراق المالية. وكان من شأن هذا الأمر، أن لا تكون هناك حاجة لأي وساطة وأن يلعب السجل المركزي دور وكيل المصدر. هذا، وفي بعض

الأسواق الجديدة، تم ادخال نظام التسجيل المباشر في سياق الاكتتابات العامة الأولية الكبيرة، خاصة عند طرح بعض الشركات المملوكة للحكومة للبيع عبر الإصدارات الأولية للجمهور. وفي هذه الحالة، يكون نظام التسجيل المباشر الأنسب لتنفيذ مثل هذه الاكتتابات مع ضمان الفعالية والتكلفة المناسبة.

أما فيما يتعلق بنظام التسجيل غير المباشر، الذي يتم اعتماده في السجلين المركزيين الدوليين المشار إليهما، فلا يتم الاعتراف بالملكية النهائية لغالبية المستثمرين للأوراق المالية بشكل فردي على مستوى السجل المركزي (وفي بعض الأحيان يشمل ذلك جميع المستثمرين). وبدلاً من ذلك، تكون هناك "كتل/مجموعة الأوراق المالية" مسجلة في حسابات الوسيط لدى السجل المركزي للأوراق المالية، وغالباً ما تسمى هذه الحسابات "حسابات جامعة"، لكونها تشمل أوراق مالية مملوكة لمجموعة من المستثمرين، ولكنها مسجلة تحت حساب موحد لدى السجل المركزي. ويقوم الوسيط (أي أمناء الحفظ) بإدارة الحسابات الفردية للمستثمرين المفتوحة لدى هؤلاء المؤتمنين. وبهذا، يكون عدد الحسابات المفتوحة لدى السجل المركزي في نظام التسجيل الغير المباشر قليل جداً.

وقد لا يرغب المستثمرون بفتح حسابات لدى السجل المركزي (وفي بعض الأحيان قد لا تسمح لهم التشريعات بذلك)، فيلجئون بالتالي لخدمات الوسيط (أمناء الحفظ أو أنواع أخرى من الوسيط الماليين غير المصرفيين)، فيقوم هؤلاء الوسيط بتنفيذ أوامر التسوية نيابة عنهم. ومن الممكن أن يكون هؤلاء الوسيط حسابات جامعة مباشرة لدى السجل المركزي، أو عن طريق وسيط آخرين (sub-custodians)، مما قد ينتج عن ذلك ظهور سلسلة عمودية من الوسيط تقوم بإدارة حسابات لفائدة الوسيط في المستويات الأخرى، قبل الوصول إلى آخر فئة التي لها حسابات مباشرة لدى السجل المركزي.

وتمثل قدرة الوسيط على الحفاظ على سجلات الأوراق المالية المملوكة من قبل عملائه أمر بالغ الأهمية من أجل حماية حقوق ملكية عملائه. فيصبح من الضروري في سبيل الحفاظ على سلامة حيافة الأوراق المالية، التوفيق بين أرصدة الحسابات لدى الوسطاء في كل مستوى من السلسلة التي تم إنشائها. وفي حالة وجود تناقضات، تكون أرصدة حسابات السجل المركزي هي الأساس الذي يجب أخذه بالاعتبار.

وبالمقارنة بين نظام الحيافة المباشر ونظام الحيافة غير المباشرة، فإنه في نظام الحيافة غير المباشر، يقسم أمين الحفظ/الوسيط تداولات البورصة إلى معاملات مختلفة للعميل في نظام المحاسبة الداخلية لديه، مع القيام بنقل ملكية الأوراق المالية في تلك المرحلة وبطبيعة الحال، يبقى هذا غير ممكن في نظام الحيافة المباشر، لكون النظام الداخلي للوسيط ليست له الشرعية القانونية للقيام بالتسوية، لأن نظام تسوية الأوراق المالية يتطلب الوصول إلى أعلى مستوى للملكية - أي مستوى السجل المركزي.

كذلك ومن الميزات الواضحة لنظم الحيافة المباشرة، هو أن وظائف التسجيل والحفظ - وكذلك التسوية- ، يمكن أن تؤدي من قبل نفس الجهة ألا وهي السجل المركزي. وينتج عن إجراءات التسوية النقل النهائي وغير القابل للإلغاء (irrevocable) لملكية الأوراق المالية على مستوى المستثمر النهائي، وذلك بفضل حسابات المستثمرين التي يديرها السجل المركزي والتي تُسهل عليه أداء هذه المهام. إلا أن ذلك يستدعي إرسال كمية كبيرة من المعلومات عن كل عملية/صفقة للسجل المركزي، حيث أن هناك حاجة للحصول على معلومات عن المستثمر النهائي بالإضافة إلى بيانات خاصة بالصفقة ذاتها. ويمثل هذا الأمر، واحداً من عيوب هذا النظام.

بالإضافة إلى ذلك، يتطلب نظام الحيافة المباشر عدداً أكبر بكثير من الحسابات المفتوحة لدى السجل المركزي مقارنة بالعدد المطلوب بالنسبة لنظام الحيافة غير المباشر، وذلك نتيجة

لكون الوسطاء غالباً ما يقومون، لأسباب متعلقة بفعالية التكاليف، بتنفيذ عمليات بيع أو شراء بصورة إجمالية لفائدة عدد من المستثمرين النهائيين بدلاً من القيام بمعاملات منفصلة لكل عميل على حده.

خامساً: المخاطر المتعلقة بحفظ الأوراق المالية

كما سبقت الإشارة، يعتبر السجل المركزي للأوراق المالية جزءاً مهماً من البنية التحتية لأسواق المال، حيث يقوم بوظائف عدة تخص التسجيل والحفظ وتسوية الأوراق المالية. وبطبيعة الحال، فإن هناك مخاطر مختلفة من الممكن أن يتعرض لها نظام معالجة وتسوية الأوراق المالية، قد تنجم عنها آثار أو تداعيات قد تؤثر على مشترك أو أكثر، وفي بعض الحالات قد تؤثر على النظام المالي ككل. ويهدف هذا الجزء من الورقة، التطرق فقط للمخاطر المرتبطة بالسجلات المركزية كونه موضوع الورقة.

أ- **مخاطر وكيل التسوية:** تشير مخاطر وكيل التسوية، لاحتمال فشل وكيل التسوية الذي يقدم خدمات الدفع و التسوية للأوراق المالية. ويمكن أن يؤدي هذا الفشل إلى عدم اليقين بشأن الوضع القائم وإمكانية إلغاء عمليات الدفع المتعلقة بالعملاء، أو حتى المدفوعات بين البنوك المقدمة إلى وكيل التسوية، فضلاً عن فقدان أرصدة التسوية القائمة التي احتُسبت من قبل وكيل التسوية.

وفي معظم أنظمة الدفع ذات الأهمية النظامية، يكون البنك المركزي هو بنك التسوية، مما يلغي مخاطر الائتمان بالنسبة للمشاركين فيما يتعلق بوكيل التسوية. وفي أسواق الأوراق المالية، يقوم معظم السجلات المركزية بتسوية المعاملات مستخدمين حسابات البنوك المركزية (central bank money)، وذلك نظراً لأهميتها النظامية. وعلى العكس، فإن السجلات المركزية الدولية (ICSD)، وعدد من السجلات المركزية المحلية الأخرى، تسوي

كل أو جزء من معاملاتها التجارية من خلال حسابات المصارف التجارية. ونتيجة لذلك، فإنه من المهم أن يقوم البنك المركزي وهيئة الأوراق المالية، بتطبيق ترتيبات رقابة وإشراف صارمة بما فيه الكفاية، لتقليل احتمال فشل وكيل التسوية الذي في أغلب الأحيان يكون هو السجل المركزي.

ب- مخاطر الائتمان: هناك مصدرين رئيسيين لمخاطر الائتمان في نظم تسوية الأوراق المالية: الأول يتعلق بالفترة الزمنية الفاصلة بين إبرام وتسوية صفقة الأوراق المالية. إذ أنه كلما زادت هذه الفترة كلما نتج عن ذلك مخاطر ارتفاع تكلفة الاستبدال في حالة ما إذا كان هناك فشل في تسوية الأوراق المالية أو المقابل النقدي المرتبط بها، أو إذا تم فتح إجراءات الإعثار ضد أحد الأطراف المعنية بالصفقة، مما ينتج عنه عدم إمكانية تنفيذ الصفقة ويكون من الضروري استبدالها. وقد لا يكون من الممكن استبدال هذه الصفقة بغيرها وفقاً لنفس شروط الصفقة الأولية. وتزداد مخاطر ارتفاع تكلفة الاستبدال كلما ازدادت الفترة الزمنية الفاصلة بين إبرام وتسوية المعاملات وزادت التقلبات في أسعار السوق.

ويمكن تجنب هذه المخاطر عن طريق تسوية معاملات الأوراق المالية في وقتها الأنّي (real time)، أي في نفس الوقت التي يتم فيها إبرام الصفقة. ويمكن أيضاً التخفيف من هذه المخاطر من خلال اعتماد تدابير محددة تهدف إلى تسهيل تسوية الأوراق المالية سواء بشكل مباشر وذلك على سبيل المثال عن طريق تقصير دورة التسوية، أو بشكل غير مباشر عن طريق اشتراط تأكيد التداول أو من خلال تعزيز الوصول إلى الخدمات المساعدة مثل اقتراض الأوراق المالية أو، حيثما كان متاحاً، من خلال المقاصة والتصفية التي توكل للطرف المقابل المركزي (CCP) وذلك على سبيل المثال.

أما المصدر الثاني لمخاطر الائتمان في نظم تسوية الأوراق المالية، فهو الفارق الزمني بين تسوية الأوراق المالية وتسوية المقابل النقدي لها. إذ أن فشل الطرف المقابل وعدم قدرته

على الوفاء بالتزاماته المالية يبقى وارداً. فالطرف الأول الذي يسلم أصوله يتعرض إلى مخاطر الائتمان مصدرها الطرف المقابل له تُعادل القيمة المتفق عليها للصفقة. وكلما توسع هذا الفارق الزمني، كلما ازداد تعرض الأطراف للخطر الرئيسي.

ويكمن الحل لتفادي هذه المخاطر هو اعتماد مبدأ التسوية على أساس "التسليم مقابل الدفع" (DvP)، يضمن تسليم الأوراق المالية فقط إذا كان استُكملت عملية الدفع النقدي. ويمثل اعتماد مبدأ التسليم مقابل الدفع على نطاق واسع من قبل السجلات المركزية المحلية والسجلات المركزية الدولية (ICSD) تطوراً مهماً، أسهم بشكل كبير في الحد من هذه المخاطر.

وبالإضافة إلى ذلك، يمكن تفادي مخاطر الائتمان عن طريق وجود صندوق ضمان التسويات (Settlement Guarantee Fund). وتقوم فكرة هذا الصندوق على تضامن جميع المشتركين في التسوية في ضمان وجود نقد كافٍ لإتمام التسوية. فيساهم كل مشترك بمبلغ نقدي يتناسب مع متوسط عمليات التسوية اليومية له من أجل تجميع مبلغ يكفي لتسوية عمليات أكبر مدين في السوق، وفي أحوال أخرى أكبر اثنين من المدينين في السوق. وفي حال جاء وقت التسويات اليومية ولم يكن لدى أحد المشتركين المبلغ الكافي لتسوية المديونية الواقعة عليه الخاصة بعمليات اليوم، يتم عندها استخدام النقد الموجود بالصندوق مباشرة لتغطية هذا المشترك، وبالتالي ضمان اتمام التسوية. ويمنع هذا المشترك بشكل فوري من الاشتراك في الجلسة التالية لحين سداد المديونية الخاصة به.

ج- مخاطر فشل أمين الحفظ (custody risk): هذا الخطر مرتبط بخسارة يجري تكديدها في الأوراق المالية المحتفظ بها عند أمين الحفظ نتيجة إعتار أمين الحفظ هذا، أو إهماله، أو إساءة استخدام الأصول، أو احتياله، أو سوء إدارته أو عدم ملائمة نظام الحفظ لديه.

ومن أجل التخفيف من خطر فشل أمين الحفظ، يكون من الضروري أن يقوم أمين الحفظ بالفصل على مستوى دفاتره بين الأوراق المالية الخاصة بعملائه وتلك المملوكة له ("فصل الحسابات")، وذلك من أجل حماية الأوراق المالية للعملاء ضد المطالبات التي يمكن أن تأتي من دائنين لأمين الحفظ. وعلاوة على ذلك، في نظم الحيابة الغير المباشرة، يجب الاحتراز من الإنشاء غير المبرر للأوراق المالية أو إضافة قيود دفترية من قبل أمناء الحفظ قد تؤدي إلى أرصدة سلبية لحسابات الأوراق المالية. وهذا قد يُعتبر خطأ محاسبي أو خطأ في مسك الدفاتر، سينتج عنه حالة تتجاوز فيها القيمة الإجمالية لورقة مالية معينة مسجلة في الحسابات المفتوحة لدى السجل المركزي القيمة الإجمالية لإصدار تلك الورقة، كما هي في حسابات الإصدار لدى السجل المركزي.

ويمكن الوقاية من الإنشاء غير المبرر للأوراق المالية على مستوى مختلف مراحل سلسلة أمناء الحفظ، من خلال التوفيق بين حسابات أمين الحفظ وحسابات السجل المركزي. ومن أجل مزيد من التقليل من خطر فشل أمين الحفظ، فإنه من المستحسن، وخاصة لدى الدول أو المناطق القضائية (jurisdictions) التي يُسمح فيها بهذه الممارسة، أن تكون هناك إلزامية إعطاء العميل لموافقته الصريحة لأمين الحفظ، قبل أن يتمكن هذا الأخير من استخدام الأوراق المالية للعميل في أعماله الخاصة (على سبيل المثال لإقراض الأوراق المالية أو كضمان للاستفادة من ائتمان).

سادساً: مسؤوليات ودور المصارف المركزية

لقد أكدت جميع المؤسسات الدولية المعنية بنظم مقاصة وتسوية المدفوعات الأوراق المالية، بأهمية السجلات المركزية للأوراق المالية، وضرورة اتخاذ التدابير اللازمة لتفادي كل المخاطر المرتبطة بها. وقد أصدرت المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) عدة مبادئ وتوصيات تناولت جوانب مختلفة من أنظمة تسوية الأوراق المالية، من بينها مهام ووظائف سجلات الحفظ المركزي للأوراق المالية.

كذلك تناولت المبادئ الدولية الجديدة الخاصة بالبنية التحتية لأسواق المال والتي تم إصدارها في أبريل 2012 من قبل اللجنة الدولية لنظم الدفع والتسوية والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، والمعتمدة من قبل مجموعة العشرين، مسائل تعزيز كفاءة أنظمة السجلات المركزية للأوراق المالية. فقد تم تخصيص مبدأ خاص بالسجلات المركزية (المبدأ 11) تم التأكيد من خلاله على أن السجل المركزي، يجب أن يتوفر على قواعد وإجراءات مناسبة للمساعدة على ضمان سلامة قضايا الأوراق المالية وتقليل وإدارة المخاطر المرتبطة بحفظ ونقل ملكية الأوراق المالية. كما أكد هذا المبدأ، على أنه يجب على السجلات أن تحافظ على الأوراق المالية في شكل مجمد (immobilized) أو غير مادي (dematerialized) لتسهيل نقل ملكيتها بواسطة قيود دفترية.

ولا شك فيه أن السجلات المركزية تعتبر جزءاً هاماً من البنية التحتية اللازمة لكفاءة القطاع المالي. وعلى ضوء ذلك، فإن المصارف المركزية، بالتعاون مع السلطات الرقابية الأخرى كهيئة الأوراق المالية، مطالبة بالإشراف على تطبيق السجلات المركزية لهذه المبادئ الجديدة.

فقد أكدت المعايير الدولية المعمول بها في هذا المجال، على مسؤوليات المصارف المركزي بالنسبة لنظم الدفع وتسوية الأوراق المالية. وأكدت على أهمية دور الإشراف، حيث أصدرت اللجنة الدولية لنظم الدفع، ورقة في هذا الشأن تضمنت المبادئ العامة التي تنطبق على جميع ترتيبات الإشراف. كما وضحت هذه الورقة، مسألة الرقابة المشتركة (Cooperative Oversight) مع مصارف مركزية أخرى، والتي قد تلجأ إليها مصارف مركزية في حالات خاصة. وقد نص أحد هذه المبادئ على ضرورة أن يكون للمصارف المركزية السلطة والقدرة على تنفيذ ترتيبات الرقابة على نحو فعال. وهذا يتطلب وجود إطار قانوني واضح ومكتمل، يعطي للبنك المركزي كل الصلاحيات في هذا الشأن من أجل ضمان سلامة وكفاءة في نظم الدفع وتسوية الأوراق المالية.

وفي إطار مهمة الإشراف هذه، فإنه من المهم التأكيد على بعض الجوانب الرئيسية المتعلقة بالسجلات المركزية لحفظ الأوراق المالية، وفقاً لما يلي:

- يجب أن يكون للسجل المركزي القواعد المناسبة والإجراءات والضوابط، بما في ذلك الممارسات المحاسبية القوية للحفاظ على حقوق مصدري الأوراق المالية وأصحابها، ومنع الإنشاء أو الحذف الغير المصرح به للأوراق المالية، وإجراء المطابقة الدورية واليومية على الأقل للأوراق المالية المصدرة.
- ينبغي على السجل المركزي حظر السحب على المكشوف وتواجد أرصدة مدينة في حسابات الأوراق المالية.
- يجب على السجل المركزي أن يحافظ على الأوراق المالية في شكل مجمد أو غير مادي لتسهيل نقل ملكيتها من خلال القيود الدفترية. وكلما كان ذلك ممكناً، ينبغي توفير حوافز لتجميد أو إضفاء الأوراق المالية الشكل الغير المادي.
- ينبغي على السجل المركزي حماية الأصول ضد خطر فشل أمين الحفظ من خلال قواعد وإجراءات تتسق مع الإطار القانوني المتعلق به.
- ينبغي على السجل المركزي أن يتوفر على نظام قوي، يضمن الفصل بين الأصول الخاصة به والأوراق المالية المملوكة من قبل المشاركين فيه. كما يجب أيضاً، في ظل تواجد إطار قانوني ملائم، دعم عملياً الفصل بين الأوراق المالية لعملاء كل مشارك على مستوى حساب المشارك.
- يجب على السجل المركزي تحديد وقياس ومراقبة وإدارة المخاطر التي تنشأ من أي أنشطة أخرى قد يكون السجل المركزي يؤديها، علماً بأن ذلك يتطلب تواجد أدوات إضافية من أجل التصدي لهذه المخاطر.

سابعاً: تجارب الدول العربية على صعيد السجلات المركزية لحفظ الأوراق المالية

بالاستناد إلى نتائج استبيان جرى إعداده حول أوضاع سجلات الحفظ المركزي للأوراق المالية في الدول العربية، فإن الملاحظ أن معظم هذه السجلات في الدول العربية تم إنشائها خلال العقدين الماضيين وذلك لمواكبة تطور البورصات وأسواق المال العربية. ويبقى عدد الدول العربية التي لا تمتلك سجل مركزي للأوراق المالية، هو عدد محدود. وقد تم إنشاء السجلات من خلال قوانين الأسواق المالية، التي نصت على ضرورة تجميع وتركيز حفظ الأوراق المالية في سجل وطني موحد، يخدم السوق المالية المحلية ككل. ونتيجة لذلك فقد تميزت معظم هذه السجلات بصفة الشمولية، بحيث أن كل الأوراق المالية المتداولة في الدولة، يتم حفظها فقط في هذا السجل المركزي.

ويبقى الوضع مختلفاً شيئاً ما لدى لبنان حيث أن سندات الخزينة لا تزال محفوظة لدى مصرف لبنان. كما أن بعض الشركات المصدرة للأوراق المالية لا تزال تفضل الاحتفاظ بأوراقها المالية. كما أن السجل المركزي في فلسطين المملوك من قبل بورصة فلسطين لا يحتفظ حالياً إلا بالأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة. ويعود هذا الأمر بطبيعة الحال، للوضع السياسي لدولة فلسطين ولعدم إصدار سندات الخزينة الخاصة بها.

كما تطرقت قوانين الأسواق المالية في معظم الدول العربية باستثناء لبنان إلى مسألة تقادي استعمال الشهادة المادية (Dematerialization) لتثبيت ملكية الأوراق المالية وإلزامية استعمال القيد الدفترى لما يتحه من سهولة في نقل الملكية عند التداول في الأوراق المالية.

كذلك يلاحظ أن السلطات المعنية في الدول العربية أوكلت لمعظم هذه السجلات، مهام حفظ الأوراق المالية وترميزها من خلال اختيار رقم تعريف دولي للأوراق المالية (ISIN)، يكون

هو الأساس في أي عملية مرتبطة بالأسواق المالية. كما أن سجلات الحفظ المركزي، هي الجهة الوحيدة التي انفردت بإنشاء وإدارة حسابات مالكي الأوراق المالية بطريقة مباشرة. وقد تطور الوضع في معظم الدول العربية باستثناء لبنان وفلسطين، مع ظهور أطراف أخرى كالسماسرة والوسطاء (brokers-dealers) الذين أصبحوا هم المسؤولين عن إدارة حسابات الأشخاص. هذا وقد جعل هذا الأمر السجل المركزي يتحرر من هذه المسؤولية، ويقتصر فقط على حسابات هؤلاء الوسطاء.

كما يلاحظ أنه، من المهام المهمة جدا التي كُلفت بها السجلات المركزية في معظم الدول العربية هي القيام بتسوية العمليات المرتبطة بالأوراق المالية من خلال الربط بالنظام الآني لتسوية المدفوعات الإجمالية (RTGS)، الذي يديره البنك المركزي، وذلك من أجل تحويل المقابل النقدي الذي يتم من خلال الحسابات المفتوحة لديه. وفي أغلب الدول العربية، يتم تسليم الأوراق المالية مقابل دفع المقابل النقدي وفقا لمبدأ "التسليم مقابل الدفع"، وإنما هناك اختلاف في إجراءات التسوية من دولة لأخرى.

ويذكر أن مهمة الرقابة على السجلات المركزية في الدول العربية، قد أوكلت منذ إنشائها لهيئة سوق المال على مستوى كل بلد. إلا أن الوضع تغير اليوم مع إصدار المبادئ الجديدة التي تؤكد على مشاركة البنك المركزي للمسؤوليات في هذا المجال. وبالتالي فإن مسألة الرقابة والإشراف يتعين أن تتم من خلال التنسيق المكثف بين البنك المركزي وهيئة سوق المال.

ومع ذلك، لا يزال مجالاً واسعاً للارتقاء بكفاءة السجلات المركزية لحفظ الأوراق المالية في الدول العربية، وتحديداً من خلال تحسين الخدمات الإضافية التي يمكن أن تقدمها للسوق المالي والمستثمرين.

ثامناً: الخلاصة والتوصيات

عرفت السجلات المركزية لحفظ الأوراق المالية تطوراً كبيراً خلال السنوات الماضية. فقد ساعد التقدم في نظم تقنيات المعلومات، في تطوير إجراءات وخدمات هذه السجلات المركزية، تتجاوز به الدور التقليدي لتسجيل الأوراق المالية، لتقديم خدمات التسوية وإدارة المخاطر والضمانات. ونتيجة لذلك، فإن هذه السجلات باتت تلعب دوراً هاماً في سلامة وكفاءة معاملات الأوراق المالية، من خلال مجموعة من الوظائف والخدمات الهامة التي أضحت تقوم بها.

وقد دفع هذا الأمر، المؤسسات والتجمعات الإقليمية والدولية إدراكاً منها لأهمية هذه السجلات المركزية كعنصر أساسي من متطلبات البنية التحتية السليمة للقطاع المالي والمصرفي، إلى وضع مجموعة من المعايير التي تساعد في تطوير إجراءات هذه السجلات وتساهم في الحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأسواق المالية. كما تناولت هذه المبادئ والمعايير، قضايا الاشراف والدور الذي يمكن أن تلعبه السلطات الرقابية لضمان فعالية وكفاءة وسلامة هذه السجلات. ويتطلب القيام بذلك، توفر إطاراً قانونياً واضحاً وشاملاً، يتعلق بترتيبات تسوية الأوراق المالية، يوضح مسؤوليات كل الجهات المعنية.

وقد استعرضت هذه الورقة في هذا الصدد، المعايير والممارسات السليمة في عمل هذه السجلات. كما قدمت شرحاً لوظائفها وخدماتها المتنوعة. كما تعرضت الورقة، إلى مسؤوليات المصارف المركزية بالتنسيق مع هيئات الأوراق المالية في الإشراف على هذه السجلات المركزية، وذلك على ضوء مسؤولية هذه المصارف في ضمان سلامة وكفاءة النظام المالي والمصرفي بصورة عامة من جهة، وبلاستناد من جهة أخرى إلى المبادئ الدولية الجديدة للبنية التحتية لأسواق المال التي أشارت إلى مسؤولية المصارف المركزية في هذا الشأن.

كذلك استعرضت الورقة، واقع وأوضاع السجلات المركزية لحفظ الأوراق المالية في الدول العربية، والتي أظهرت تطور هذه السجلات وتوافقها بصورة عامة مع الممارسات الدولية السليمة. إلا أنه ومع ذلك، هناك حاجة للمزيد من التطوير في تحسين خدمات هذه السجلات المركزية في الدول العربية، بما ينعكس إيجاباً على تحسين كفاءة وسلامة معاملات في الأسواق المالية بصورة خاصة، وكفاءة النظام المالي والمصرفي بصورة عامة.

وانطلاقاً مما تقدم، فإن السلطات الإشرافية في الدول العربية مدعوة إلى العمل على متابعة تطوير وتحسين كفاءة وسلامة السجلات المركزية لحفظ الأوراق المالية لديها، بما يساهم في تقوية البنية التحتية السليمة للنظام المالي والمصرفي، ويعزز من سلامة وكفاءة هذا النظام. كما هناك حاجة إلى المزيد من التنسيق بين المصارف المركزية وهيئات الأوراق المالية، لوضع القواعد المناسبة للإشراف على هذه السجلات وضمان سلامة إجراءاتها، سعياً للحد من المخاطر النظامية التي قد تنشأ عن معاملات الأوراق المالية.

**قضايا تطوير نظم الحفظ المركزي للأوراق المالية
ودور المصارف المركزية**

فريق العمل

يعد أوراق العمل الصادرة عن اللجنة العربية لأنظمة الدفع والتسوية فريق العمل المنبثق عن اللجنة التالية أسماءهم:

من المصارف المركزية العربية:

السيد المعز صابر	مدير إدارة نظم الدفع (السودان)
السيد علي الحميدان	مدير نظم الدفع "سريع" (السعودية)
السيد رمزي حمادة	مدير أنظمة الدفع (لبنان)
السيدة أحمد فرج الله	مدير دائرة نظم الدفع (مصر)
السيد عبدالإله الوناني	رئيس قسم مراقبة نظم الدفع (المغرب)

من الأمانة:

السيد محمد يسر برنيه	رئيس قسم الأوراق المالية في صندوق النقد العربي
السيد حفيظ أبريك	مسؤول نظم الدفع في صندوق النقد العربي

**قضايا تطوير نظم الحفظ المركزي للأوراق المالية
ودور المصارف المركزية**

سلسلة الكتيبات الصادرة عن

أمانة مجلس محافظي المصارف المركزية

و مؤسسات النقد العربية

1. التوجهات الدولية و الإجراءات و الجهود العربية لمكافحة غسل الأموال – 2002.
2. قضايا و مواضيع في الرقابة المصرفية – 2002.
3. تجربة السودان في مجال السياسة النقدية – 2003.
4. تطورات السياسة النقدية في جمهورية مصر العربية – 2003.
5. الوضعية النقدية و سير السياسة النقدية في الجزائر – 2003.
6. تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية و دور السلطات النقدية- 2004.
7. الملامح الأساسية لاتفاق بازل II و الدول النامية – 2004 .
8. تجربة السياسة النقدية في المملكة المغربية -2004.
9. إدارة المخاطر التشغيلية و كيفية احتساب المتطلبات الرأسمالية لهل – 2004.
10. التقييم الداخلي للمخاطر الائتمانية وفقاً لمتطلبات (بازل II) – 2005.
11. تجربة السياسة النقدية و إصلاح القطاع المصرفي في الجمهورية اليمنية – 2005.
12. ضوابط عمليات الإسناد الخارجي للمؤسسات المصرفية – 2005.
13. مراقبة الامتثال للقوانين و التعليمات في المصارف – 2005.
14. أنظمة تحويلات العاملين – قضايا و توجهات – 2005.
15. المبادئ الأساسية لنظم الدفع الهامة نظامياً و مسؤوليات المصارف المركزية – 2006.
16. الدعامة الثالثة لاتفاق (بازلII) " انضباط السوق " – 2006.
17. تجربة مؤسسات نقد البحرين كجهاز رقابي موحد – 2006.
18. ترتيبات الإعداد لتطبيق مقترح كفاية رأس المال (بازل II) – 2006.
19. PAYMENTS AND SECURITIES CLEARANCE AND SETTLEMENTS SYSTEM IN EGYPT-2007

20. مصطلحات نظم الدفع و التسوية – 2007.
21. ملامح السياسة النقدية في العراق – 2007.
22. تجربة تونس في مجال السياسة النقدية و التوجهات المستقبلية – 2007.
23. الدعامة الثانية لاتفاق بازل II – المراجعة الرقابية 2007.
24. ضوابط العلاقة بين السلطات الرقابية في الدولة الأم و الدول المضيفة – 2007.
25. الإرشادات العامة لتطوير نظم الدفع و التسوية – 2007.
26. تطوير أنظمة الاستعلام الائتماني ومركزيات المخاطر – 2008.
27. استمرارية الأعمال في مواجهة الطوارئ – 2008.
28. نظم الدفع الخاصة بعرض و سداد الفواتير الكترونياً – 2008.
29. مبادئ الإشراف على أنظمة الدفع و التسوية ومسؤوليات المصارف المركزية - 2008.
30. مقاصد الشيكات في الدول العربية – 2008.
31. برنامج إصلاح إدارة سوق الصرف و السياسة النقدية في مصر - 2008.
32. Information Sharing and Credit Reporting System in Lebanon
33. أنظمة الإنذار المبكر للمؤسسات المالية – 2009.
34. تنميط أرقام الحسابات المصرفية – 2009.
35. التمويل متناهي الصغر ودور البنوك المركزية في الرقابة والإشراف عليه – 2009.
36. برنامج الاستقرار المالي لمواجهة تداعيات الأزمة المالية في دولة الكويت – 2009.
37. تطوير السياسة النقدية و المصرفية في ليبيا 2010.
38. Information Sharing and Credit Reporting System in Syria-2010
39. Information Sharing and Credit Reporting System in Yemen-2010
40. Information Sharing and Credit Reporting System in Oman-2010
41. Information Sharing and Credit Reporting System in Tunisia-2010
42. مبادئ إدارة مخاطر الائتمان - 2011.

43. قواعد ممارسات منح المكافآت المالية - 2011.
44. الإدارة السليمة لمخاطر السيولة والرقابة عليها - 2011.
45. إطار ربط محاولات الدفع الوطنية في الدول العربية - 2011.
46. الإطار القانوني لنظم الدفع وتسوية الأوراق المالية - 2012.
47. تجربة البنك المركزي التونسي في التعامل مع التداعيات الاقتصادية للتطورات السياسية الأخيرة - 2012.
48. السياسات النقدية والمصرفية لمصرف قطر المركزي في مواجهة تداعيات الأزمة العالمية - 2012.
49. توسيع فرص الوصول للتمويل والخدمات المالية في الدول العربية ودور المصارف المركزية - 2013.
50. مبادئ اختبارات الجهد للمؤسسات المصرفية - 2013.
51. نظم الدفع عبر الهاتف المحمول- الأبعاد والقواعد المطلوبة - 2013.
52. تجربة بنك المغرب في مجال تعزيز الولوج إلى الخدمات المالية - 2013.
53. قضايا تطوير نظم الحفظ المركزي للأوراق المالية ودور المصارف المركزية.
54. أهمية ودور مجلس المدفوعات الوطني - تجارب الدول العربية.
55. حماية المستهلك (العميل) في الخدمات المصرفية.
56. مبادئ حوكمة المؤسسات المصرفية.
57. التجربة الفلسطينية في مجال تطوير البنية التحتية للقطاع المالي والمصرفي.