

TD

الأمم المتحدة

Distr.
GENERAL

TD/B/CN.1/10
27 August 1993
ARABIC
Original : ENGLISH

**مؤتمر الأمم المتحدة
للتجارة والتنمية**



مجلن التجارة والتنمية
اللجنة الدائمة للسلع الأساسية
الدورة الثانية
جنيف ، ١ تشرين الثاني/نوفمبر ١٩٩٣
البند ٤ من جدول الأعمال المؤقت

المشاركة في تحسين عمل أسواق السلع الأساسية

تحليل طرق تحسين فعالية واستخدام الاليات القائمة
لادارة المخاطر الناجمة عن التقلبات في أسعار
السلع الأساسية

تقرير من أمانة الونكتاد

المحتويات

<u>الفصل</u>	<u>المحتويات</u>	<u>الصفحة</u>	<u>الفقرات</u>
مقدمة
أولا - إدارة المخاطر السعرية للسلع الأساسية: الأسواق والأدوات	
الف - الأسواق المنظمة والأسواق غير الرسمية
باء - ما هي السلع التي توجد من أجلها أدوات إدارة المخاطر القائمة على السوق
جيم - العقود الآجلة مع التسليم
دال - العقود الآجلة
هاء - الخيارات
واو - المقاييس
زاي - السنادات والقروض السلعية
ثانيا - الشروط التقنية والتنظيمية التي تؤثر على أداء البورصات السلعية ودورها كآليات لتكوين الأسعار			
١٥
الف - دور العقود الآجلة المتعامل فيها في البورصات في تعزيز التجارة المادية ، والشروط الازمة كيما تكون العقود الآجلة آليات مالية لتكوين الأسعار
١٥
١ - العقود الآجلة وعقود الخيارات المتعامل فيها في البورصة: مع أي سلع تصلح؟
١٥
٢ - الظروف المتعلقة بتقلب الأسعار
١٧
٣ - الشروط الازمة لكي تكون العقود الآجلة آليات قابلة للبقاء لتكوين الأسعار
١٨
باء - الإجراءات الخاصة بمواصفات العقود
١٩
جيم - تأثير مختلف أنواع المشتركين
٢٠
١ - عدد المشتركين في أسواق العقود الآجلة وعقود الخيارات ، وحجمهم وأنواعهم
٢٠
٢ - مشاكل التلاعب
٣ - الشروط التنظيمية التي تؤثر على دور فئات المشتركين المختلفة
٢٤
٢٥

المحتويات

<u>الفقرات</u>	<u>المصفحة</u>	<u>الفصل</u>
		ثالثا - العوامل التقنية والتنظيمية التي تؤثر على استخدام
٢٨	٨٤_٦٤	مشتري السلع وبائيها، للبورمات السلعية
		الف - خصائص هيكل التسويق المحلي التي تؤثر على
٢٨	٦٦_٦٥	استخدام أدوات إدارة المخاطر السعرية السلعية
٢٩	٦٨_٦٧	باء - موافقات العقود ومخاطر الأسعار
		جيم - اللوائح التنظيمية والسياسات على المعيد
٣٣	٧٣_٦٩	الوطني
		دال - طلبات التغطية والمشاكل الأخرى المرتبطة
٣٣	٧٥_٧٤	بالتتدفقات النقدية
٣٤	٨٠_٧٦	هاء - تنظيم الشركات وقضايا مراقبة العمليات
		واو - عوامل المخاطر المرتبطة بالتجارة وبالبلد
٣٥	٨٤_٨١	وبالسيادة
٣٧	٨٧_٨٥	الخلاصة

مقدمة

١ - في الدورة الثامنة للأونكتاد سلمت الحكومات بأهمية استكشاف نهج جديدة للتقليل إلى أدنى حد من المخاطر الناشئة عن تقلبات أسواق السلع الأساسية . وأوصت بأنه "ينبغي تزويد البلدان النامية ، حيالها يكون ذلك مناسبا ، بمساعدة تقنية وبمشورة في مجال السياسات بشأن آليات مثل استخدام الأدوات المالية ، بغية التصدي للمخاطر السعرية والمخاطر الأخرى المتعلقة بالسلع الأساسية" . ولاحظت أيضا "أن زيادة الاعتماد على قوى السوق لتحديد الأسعار الدولية للسلع الأساسية يتطلب مير العمل في آليات تكوين الأسعار على نحو يتم بالكفاءة والشفافية . ولا بد ، على وجه الخصوص ، من أن تكون لدى المشترين والبائعين على السواء الثقة الكاملة في قدرة بورصات السلع الأساسية على تكوين الأسعار التي تعكس الحالة الأساسية للعرض/الطلب" ^(١) .

٢ - وبناء عليه ، وافق المؤتمر على أنه "ينبغي أن تستكشف أمانة الأونكتاد آليات مختلفة ، بما فيها آليات ضمان الأسعار المرتبطة بالأسواق ، مثل الصفقات الآجلة للسلع الأساسية ، والخيارات ، والائتمان المتبادل ، والسداد ، والعقبات أمام استخدامها المحتمل بما في ذلك الخطر المرتبط بالسيادة ومشاكل الملاحة ، وطرق التغلب عليها وينبغي أن توفر المعلومات والمساعدة في هذا الشأن . وعلى مستوى الخبراء الحكوميين وغير الحكوميين ، ينبغي الاطلاع في الأونكتاد ببحث: (أ) الشروط التقنية والتنظيمية معا ، لتشجيع أقصى المشاركة في بورصات السلع الأساسية واللجوء إليها من جانب مشتريي السلع الأساسية وبائيتها على السواء . و(ب) المقترنات لمعالجة هذه الشروط" ^(٢) . ثم انعکس هذا الاتفاق في برنامج عمل اللجنة الدائمة للسلع الأساسية ، التي قررت تحليل طرق تحسين فعالية واستخدام الآليات القائمة لإدارة المخاطر الناجمة عن التقلبات في أسعار السلع الأساسية ^(٣) .

٣ - واستجابة لهذه التكليفات ، أعدت الأمانة وثيقتين غير متعلقتين بالدوره ونظم الأمين العام للأونكتاد اجتماعا لفريق من الخبراء الحكوميين وغير الحكوميين . وتتوفر الوثيقة الأولى ^(٤) معلومات أساسية عامة عن الأسواق المختلفة لإدارة مخاطر السلع الأساسية في العالم وعن الأدوات المختلفة المستخدمة لتخفيف المخاطر السعرية المتعلقة بالسلع الأساسية . وتناقش الوثيقة الثانية ^(٥) الشروط التقنية والتنظيمية المختلفة التي تؤثر على الاشتراك في بورصات السلع الأساسية وعلى استخدام مشتريي وبائيها السلع الأساسية العقود الآجلة وعقود الخيارات . ووفر التقرير الأخير المدخلات الرئيسية لفريق الخبراء المعنى ببورصات السلع الأساسية الذي عقد دورته الأولى في جنيف في الفترة من ٢٤ إلى ٣٧ أيار/مايو ١٩٩٣ . وركزت المناقشة في هذه الدورة على القضايا الرئيسية المنشقة في سير العمل في بورصات السلعية للعقود الآجلة . وسيتناول

الاجتماع الثاني لفريق الخبراء ، المقرر عقده في أيلول/سبتمبر ١٩٩٣ ، المقترنات الخاصة بما ينفي القيام به من عمل ، الموضوعة استناداً إلى النتائج الرئيسية للجتماع الأول .

٤ - والغرض من هذا التقرير هو تقديم المادة الأساسية الواردة في وثيقي المعلومات الأساسية إلى الحكومات وربط ذلك بالنتائج الرئيسية للجتماع الأول لفريق الخبراء المعنى ببيانات السلع الأساسية ، على أمل أن يسهم هذا العرض التجميلي في تحسين فهم إمكانيات أسواق وأدوات إدارة المخاطر المتعلقة بالسلع الأساسية والقيود والمشاكل التي تواجه في هذا المجال .

٥ - يضاف إلى هذا أنه ، للاستجابة على نحو مباشر لتكليف الأونكتاد الشامن ، تركز أنشطة التعاون التقني للأمانة على نحو متزايد على توفير المعلومات والمشورة والتدريب في ميدان التجارة في السلع الأساسية . وهذه الأنشطة ، المرتبطة ببرنامج الأونكتاد "التدريب للتجارة" (ترینغورتريد) ، موجهة لثلاث فئات من المستفيدين: مصدو ومستوردو السلع الأساسية على مستوى العمليات ، كبار موظفي الشركات والمؤسسات المشتركة في التجارة في السلع الأساسية ، وواعدو السياسات في الحكومات ، بما في ذلك الممارات المركزية والمعنيون بالتخطيط للتجارة والتنمية في وزارات المالية . وترد تفاصيل عن هذه الأنشطة في التقرير عن المساعدة التقنية في إطار البند ٨ من جدول الأعمال المؤقت للدورة الثانية للجنة الدائمة للسلع الأساسية^(٦) .

أولاً - إدارة المخاطر السعرية للسلع الأساسية: الأسواق والأدوات

٦ - إن أسعار المنتجات الأولية في السوق العالمية كثيراً ما تتقلب تقلباً مريعاً واماً ، الأمر الذي يطرح عدداً من المشاكل لمنتجي وتجار ومستهلكي السلع الأساسية ، بما في ذلك القائمون بتجهيزها ، ولمن يتعرضون على نحو غير مباشر للمخاطر السعرية للسلع الأساسية . فمن الممكن أن تقل الأسعار الفعلية للمبيعات ، أو تزيد الأسعار الفعلية للمشتريات ، عما كان متصوراً أصلاً ، فتتاثر من جراء ذلك ، على وجه خاص ، ربحية الاستثمارات في إنتاج السلع الأساسية أو تجهيزها ، ذلك لأنها تتوقف بطبيعتها على الأسعار مستقبلاً .

٧ - وقد سعى فاعلون مختلفون مشتركون في ميدان السلع الأساسية إلى ايجاد واستحداث أدوات لمواجهة ما يتعرضون له من المخاطر السعرية للسلع الأساسية . وتشمل هذه الأدوات برامج وصناديق تثبيت الأسعار (على المستوى الدولي والوطني أو على مستوى الشركة) ، واستراتيجيات التسويق التي تتنبئ على تقوية المبيعات والمشتريات والعقود الطويلة الأجل بأسعار ثابتة ، وكذلك عدداً من الأدوات القائمة على السوق ، ولا سيما العقود الآجلة التي تزايدت أهميتها منذ بداية السبعينيات في تجارة السلع الأساسية التي تطبق فيها هذه العقود ، كأدوات للتغطية أو كآليات لتحديد السعر الدولي للسلع المعنية ، على السواء .

٨ - وهناك أسباب عديدة لذلك . فأولاً ، أدى تزايد عدد الموردين في أسواق السلع الأساسية إلى انخفاض في القدرة التفاوضية للمنتجين وفي عدد الاتفاقيات التجارية الطويلة الأجل بأسعار للمنتج مستقرة ومنتظمة إلى حد ما ، فازدادت الحاجة إلى آليات مستقلة لتكوين الأسعار . وفضلاً عن ذلك ، أدى هذا التطور إلى زيادة التقلب في أسعار السلع الأساسية مما أدى ، من ناحية ، إلى زيادة الحاجة إلى الحماية من المخاطر السعرية ، ومن ناحية أخرى ، إلى توفير درجة كافية من التغير في السعر لاجتناب السيولة إلى الأسواق الآجلة من خلال نشاط المضاربين .

٩ - والسبب الثاني هو أن عدداً من المخططات الوطنية والدولية لثبتت الأسعار واجهت مصاعب ، فكان على المشتركين في أسواق السلع الأساسية أن يبحثوا عن آليات أخرى لحماية أنفسهم من المخاطر السعرية الزائدة عن الحد . وثالثاً ، أدى ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقة في بداية الثمانينيات إلى ارتفاع تكاليف التخزين ، وبالتالي كان من الأرخص بكثير على تاجر ومستهلكي السلع الأساسية الحصول على حق بقصد السلع الأساسية من خلال شراء عقد آجل بدلًا من شراء وتخزين السلع نفسها ، فغير ذلك

من مفهومهم فيما يتعلق بالموازنة بين الاحتفاظ بالسلع في المخازن واستخدام أسواق العقود الآجلة والخيارات . وأما السبب الرابع فهو أن سهولة الوصول إلى شبكات المعلومات والاتصالات سهلت كثيراً من الاشتراك في أسواق البورصات على عدد كبير من المشتركين في جميع أنحاء العالم .

١٠ - وقد أدت الأهمية المتزايدة للعقود الآجلة إلى زيادة كبيرة في أنواع أدوات إدارة المخاطر القائمة على السوق التي يمكن استخدامها ، كما أدت إلى زيادة المرونة التي توفرها هذه الأدوات للمستخدمين المحتملين . ويرد في هذا الفصل عرض موجز لمجموعة الأدوات المتاحة .

ألف - الأسواق المنظمة والأسواق غير الرسمية

١١ - أدوات إدارة المخاطر القائمة على السوق متاحة كعقود موحدة أو كعقود تمويم خصيصاً . والعقود الموحدة يجري التعامل فيها عادة في البورصات السلعية للعقود الآجلة والخيارات ؛ وهذه العقود (الآجلة والخيارات) تحدد على وجه التخصيص نوعية السلعة وحجمها وتاريخ التسليم والإجراءات بالضبط . أما عقود إدارة المخاطر التي يجري تمويمها خصيصاً ، فتعدها وتعرضها صفيحة من الدور التجارية للسلع الأساسية (من بينها الأذرع التجارية لشركات النفط الكبيرة) والمؤسسات المالية (شركات السمسرة والمصارف الخاصة) . وهذه السوق يطلق عليها السوق غير الرسمية ؛ وتشمل الأدوات الموفرة العقود الآجلة مع التسليم والمقاييس والسنادات السلعية والقروض .

١٢ - والبورصات السلعية هي أسواق مالية تتعاقد فيها مجموعات المشتركين المختلفة (القائمون بتفطية العمليات الآجلة ، أي الذين يقومون بتفطية المخاطر السعرية في الصفقات المادية ، ومختلف أنواع المضاربين) على العقود ذات الملة بتجارة السلع الأساسية ، سواء الآجلة أو الخيارات ، مع هدف ضمني هو نقل التعرض للمخاطر السعرية للسلع الأساسية والبورصات السلعية للعقود الآجلة موجودة منذ القرن الماضي ؛ وأدخلت في بداية الثمانينيات تجارة الخيارات المنظمة . وتوجد أهم البورصات السلعية في العالم في البلدان المتقدمة ، وهي تجلب لهذه البلدان أرباحاً كبيرة غير منتظرة بالعملات الأجنبية . وأهم هذه البورصات هي مجلس شيكاغو للتجارة (CBOT) ، بورصة نيويورك التجارية (NYMEX) ، بورصة لندن للمعادن (LME) ، بورصة طوكيو السلعية (TOCOM) ، بورصة لندن السلعية (LCE) ، بورصة نيويورك السلعية (COMEX، New York) ، بورصة طوكيو للحبوب (TGE) ، البورصة الدولية للنفط (لندن) (IPE) ، وبورصة البن والسكر والكافكاو (CSCE) في نيويورك^(٧) .

١٣ - وهناك أيضا بورصات سلعية للعقود الآجلة في عدد من البلدان النامية . وخامس أكبر بورصة سلعية للعقود الآجلة في العالم هي حاليا بورصة البرازيل السلعية للعقود الآجلة (BM&F) ، حيث يجري منذ أيار / مايو ١٩٩١ التعامل في العقود المتعلقة بالبن والقطن والماشية وعجلو التسمين بدولار الولايات المتحدة إلى جانب التعامل في العقود المتعلقة بعده من السلع الأخرى بالعملة المحلية وإلى جانب العقود المالية . وهناك بورصات أخرى في منغافورة (بورصة منغافورة المالية الدولية (SIMEX) ، ورابطة المطاط التابعة لبورصة منغافورة السلعية (RASCE)) ، وفي ماليزيا لبورصة كوالالمبور السلعية (KLCB) ، بينما توجد بورصات ملعنة أصفر ، موجهة بمفهوم أساسية للعقد المحلية الآجلة ، في الأرجنتين والمكسيك وهونغ كونغ والهند والفلبين . ويتوسط عدد من البلدان الأخرى ، منها شيلي واندونيسيا والمكسيك ، إنشاء بورصات فيها . وهناك أيضا البورصات السلعية في جمهوريات كمبونولت الدول المستقلة ، وإن كانت قلة فقط من الأسواق الموجودة في هذه البلدان ، وهي من نوع أسواق المزادات ، هي التي اتخذت خطوة التحول من سوق للمصفقات الفورية إلى سوق للعقود الآجلة مع التسليم والآجلة .

١٤ - والمتأخرة في السلع الأساسية يمكن أن تجري بطرق مختلفة أشييعها التنادي العلني . ففي نظام التنادي العلني ، يتجمع الاشخاص المدرج لهم بالمتأخرة خلال فترة الاتجاه في حلقة السوق ، ويعطون إشارات باليد أو بالصياغ (ومن هنا عبارة التنادي العلني "open outcry") بأوامر الشراء التي يريدون اصدارها وبالامصار . وفترة الاتجاه يمكن أن تستمر من خمس دقائق إلى بضع ساعات . وخلال هذه الفترة ، تتحرك الأسعار بسرعة ، وقلما تبقى ثابتة لأكثر من بضع دقائق . والمعلومات عن الأسعار التي تتكون على هذا النحو يتم توزيعها في الحال تقريبا من خلال شبكات الاتصالات الوطنية والدولية ، وفي كثير من الحالات تُعطي الأسعار المرجعية الوطنية أو الدولية للتجارة المادية في السلع المعنية .

١٥ - وفيما يتعلق بأدوات السوق غير الرسمية ، فإن الوسطاء هم الذين "يصنعون" هذه السوق ، فيقررون ما هي الأدوات المتاحة ، ولمن ، وبأي معر . ويشمل هؤلاء الوسطاء الدور التجارية ودور السمسرة والمصارف . وتتمثل السوق غير الرسمية ، في أبسط أشكالها ، في وسیط يعرض على عميل أداة معينة لإدارة المخاطر بسعر معين ، من المفترض أنها مممت خصيصا لتلبية احتياجات العميل . وهناك شكل أكثر تقدما نوعا ما ، فيه يجمع السمسار الأسعار المعينة لعدد من المصارف والدور التجارية ، فيعرض الأسعار الأكثر تنافسية على العملاء المحتملين ، وأحيانا يكون ذلك من خلال مرفق المعلومات الالكترونية . وجميع الشركات التي ت تعرض أدوات السوق غير الرسمية تنفر من المخاطر ، فتحاول أن تحد من مخاطرها أو حتى تزيلها بأن تعرض أدوات لإدارة المخاطر

من خلال مفقات مماثلة عكسية في السوق غير الرسمية أو في بورصة سلعية للعقود الآجلة أو في التجارة المادية . ويترتب على ذلك آثار عديدة ، منها أن مصارف استثمار عديدة تجد جاذبية في الاشتراك في التجارة المادية بالنظر إلى أن امكانية مقابلة المقاييس والاليات المشابهة بمفقات مادية هي أمر يحسن من قدرة الوسيط على عرض أدوات مختلفة . وأثر آخر هو أن البورصات السلعية المنظمة والسوق غير الرسمية مترابطتان ومكملتان لا متنافسان: فاستخدام أدوات السوق غير الرسمية يؤدي عادة إلى زيادة استخدام أموال العقود الآجلة .

باء - ما هي السلع التي توجد من أجلها أدوات إدارة المخاطر القائمة على السوق

١٦ - توجد العقود الآجلة وعقود الخيارات لمعظم السلع الأولية الرئيسية المتاجرة فيها دولياً^(٨) . وهناك عدة أنواع من العقود متاحة في قطاعات الوقود والكافاو والبن والقطن والماشية والذرة وعصير البرتقال وزيت النخيل والمطاط والحرير وفول الصويا وزيت فول الصويا والسكر والقمح والألومينيوم والنحاس والنحيب والرمادي والنikel والغفة والزنك . ولكن تجدر ملاحظة أنه ليس جميع العقود يمكن اعتبارها أدلة يوفر أدلة مناسبة لإدارة المخاطر لجميع أنواع التجارة في السلعة المعنية: فكثير من العقود تستخدم بصفة رئيسية للأغراض المحلية ؛ وهناك عقود أخرى ، حتى إذا كانت تستخدم للتجارة في السوق العالمية ، لا تغطي المخاطر السعرية لجميع رتب السلعة المعنية أو لجميع المناطق التي يتاجر فيها في هذه السلعة . من أمثلة ذلك أن ما هو موجود حالياً من العقود الآجلة للقطن لا تفيد كثيراً مصدرى القطن طويل التيلة ، بينما لا تناسب كثيراً عقود الزيوت الخام في نيويورك تجارة الزيوت في شرق أفريقيا وبعض أنحاء آسيا .

١٧ - والسوق غير الرسمية لا تسد سوى بعض من هذه الثغرات ، حيث إن معظم الأدوات التي تعرضها تقوم على العقود المتعامل فيها في البورصة . وأحياناً ، ما يمكنها البناء على هذه العقود ، على سبيل المثال من خلال عرض مقاييس للزيوت الخام مفصلة خصيصاً حسب الأسعار السائدة في منطقة جنوب شرق آسيا . وحالات نادرة فقط هي التي تعرف فيها السوق غير الرسمية فعلاً أدوات للسلع الأساسية التي لا توجد أموال عقود آجلة لها ؛ هذا هو الحال بصفة خاصة فيما يتعلق بالفحم ولب الخشب ، وهما ملعتان لهما سوق مادية نشطة يجري توفير المعلومات عن الأسعار فيها من خلال هيئات مستقلة يعول عليها .

جيم - العقود الآجلة مع التسليم

١٨ - العقود الآجلة مع التسليم (forward contracts) هي اتفاقات لشراء أو بيع كمية محددة من السلعة في تاريخ آجل محدد بسعر محدد مسبقاً . وينتظر التسليم

المادي . فإذا حدث ، عند تاريخ الاستحقاق (التاريخ الأجل المتفق عليه في العقد) أن كان السعر الفعلي (السعر الغوري) أعلى من السعر الوارد في العقد الأجل مع التسليم ، يحقق المشتري ربحا ، ويخسر البائع خسارة موازية . وإذا كان السعر الغوري هو الأقل ، يحدث العكس ، ولكن ، وجود سعر محدد مسبقا يزيل مخاطر التغيرات في السعر لكل من المشتري والبائع .

١٩ - وهناك أشكال مختلفة من التجارة الأجلة مع التسليم ، ويوجد لها عدد من الأسواق المنظمة (على سبيل المثال في الصين والهند واندونيسيا والاتحاد الروسي) . ومع ذلك ، تجري معظم هذه التجارة في السوق غير الرسمية فتعقد المفقات على نحو مباشر أو من خلال مسامرة ووكلاء بالهاتف والتلפון والفاكس . وهذه العقود الأجلة مع التسليم ، التي كثيرا ما كان يجري التفاوض عليها على أساس الأسعار التي تتكون في البورصات السلعية للعقود الأجلة (futures) ، كانت حتى مؤخرا تستخدم على نطاق واسع لجميع السلع في جميع المناطق . ولكن مع تحرير التجارة وما ترتب على ذلك من تفتت أنظمة التسويق في كثير من البلدان المصدرة للسلع الزراعية ، انخفض استخدام هذه العقود على ما يبدو ، حيث إن مغار المصدرين المستقلين المحليين ، على خلاف هيئات التسويق ، يميلون إلى البيع الغوري .

دال - العقود الأجلة

٢٠ - تختلف العقود الأجلة (futures contracts) اختلافا طفيفا عن العقود الأجلة مع التسليم (forward contracts) ، فكلتا الفيتين عبارة عن اتفاقيات لشراء أو بيع كمية معينة من السلعة الأساسية في تاريخ مقبل محدد مسبقا ، ولكن الفئة الأولى futures contracts تختلف عن الفئة الثانية (forward contracts) في أن الأمر لا ينطوي بالضرورة على تسليم مادي: فمن الممكن أن يستخدم العقد لتسليم أو استلام البضاعة المادية ، ولكن عادة ما يجري مقابلته بمقدمة مالية في تاريخ الاستحقاق أو قبله (اليوم السابق لتاريخ الاستحقاق) تمثل صفة مماثلة عكسية .

٢١ - والعقود الأجلة (futures contracts) ، مثلها مثل العقود الأجلة مع التسليم (forward contracts) ، تثبت إلى حد ما السعر الذي سيحصل عليه المستخدم أو يدفعه ، ولكن الآلية في هذه المرة غير مباشرة ، فالبائع الذي اتفق على تسليم كمية معينة من ملعة معينة في موعد آجل بالسعر السائد في ذلك الموعد الأجل يقوم في نفس الوقت لتف涕ية نفسه ، ببيع عقد أو عقود آجلة بنفس الكمية بالسعر الجاري للتسليم في الموعد الأجل . وعندما يسلم فعليا بضاعته المادية ، يقوم أيضا بإعادة شراء عقوده الأجلة . فإذا كان سعر السوق في يوم التسليم أقل من السعر في العقد الأجل ، فالخسارة في السوق المادية يعوضها ارتفاع السعر في العقد الأجل (فهو يعيد شراء

العقد بسعر أقل من السعر الذي باعه به) . ومن ناحية أخرى ، اذا كان السعر في السوق المادية أكبر من السعر الذي باع به عقده الأجل ، فالربح في السوق المادية يعادل بالخسارة في اعادة شراء العقد الأجل .

٢٢ - واحد الفروق الهامة بين فئة العقود الآجلة (futures contracts) وفئة العقود الآجلة مع التسليم (forward contracts) هو أن الفئة الأولى يعاد تقييمها كل يوم حسب تحركات الأسعار في السوق ("marked to market") : فإذا تحركت الأسعار الآجلة على نحو معاكس لأحد أصحاب العقود الآجلة ، فإن هذا المتعاقد يكون ملزماً بأن يدفع إلى دار المقاومة (التي تضمن عقود البورصة) مبلغاً مساوياً لقيمة الحركة المعاكسة (طلب تفطية) . وهذا يمنع مستخدمي السوق من ترحيل خسائر كبيرة دون دفعها عبر فترة طويلة ، وبالتالي يقلل من خطر الأسعار . ومع ذلك ، يمكن أن تخلق هذه الممارسة مشاكل سيولة لمستخدمي السوق لأن طلبات التفطية ينبغي عادة تفطيتها في غضون ٤٤ ساعة . وعلى الرغم من أن طلبات التفطية هذه لا تمثل خسائر لمن يقومون بتفطية العمليات الآجلة ، لأنه بالنسبة لهم تتمادى تحركات الأسعار المعاكسة في السوق الآجل مع تحركات أسعار مواثية في السوق المادية ، فإن معظم المصارف وغيرها من مقدمي الأئتمانات غالباً ما يكونون حذرين نوعاً ما لدى تقديم الأئتمانات المطلوبة ، ولا سيما في حالة الشركات التابعة لبلدان نامية . والعقود الآجلة يجري تجفيتها تلقائياً إذا لم يتم تلبية طلب التفطية ؛ وببناء عليه ، فإن الشركات التي يمكنها الحصول فوراً على مبلغ كافٍ من العملات القابلة للتحويل ، كثيراً ما تفضل استخدام السوق الآجل على نحو غير مباشر ، من خلال التجارة في العقود المادية مثل "الأوامر القابلة للتنفيذ" (٩) . وفي هذه الحالة ، يتحمل الشريك في العقد (عادة دار تجارية) مسؤولية مدفوعات التفطية .

٢٣ - ولا تزال شركات البلدان المتقدمة تستثمر بالجانب الأكبر من النشاط في البورصات السلعية للعقود الآجلة ، سواء كان ذلك لغرض المضاربة أو التفطية . واستخدام البلدان النامية وبلدان أوروبا الوسطى والشرقية للبورصات على نحو مباشر أو من خلال الوسطاء محدود غالباً ، وإن كان يبدو في تزايد . وهناك عدد ضئيل جداً من شركات البلدان النامية ، جميعها في مجال المعادن ، أعضاء في بورصات البلدان المتقدمة .

هـ - الخيارات

٢٤ - الخيارات هي أدوات لإدارة المخاطر تحمي من يشتريونها من تحركات الأسعار غير المواتية مع الاحتفاظ في نفس الوقت بامكانية الاستفادة من التحركات المواتية . ويطلق على تكلفة شراء خيار "العربون" . وخيار البيع يوفر حماية من الانخفاضات في

السعر ، بينما توفر خيارات الشراء الحماية من الزيادات في السعر . ومن يشترون الخيارات ليسوا معرضين لأي طلبات تفطية . ولكن بيع الخيارات أمر معقد ينطوي على مخاطر ، وعلى باقعي الخيارات أن يلبوا طلبات التفطية المحتملة . (على الأقل فيما يتعلق بالخيارات التي يجري التعامل فيها في البورصات المنظمة ، وهناك أيضاً سوق غير رسمية نشطة) .

٢٥ - وادخال الخيارات في البورصات أمر حديث إلى حد ما ، فقد حدث ذلك عقب توسيع صريع في سوق الخيارات غير الرسمية خلال السبعينات . وكان أول عقد خيار في بورصة ملوكية (منذ حظر الخيارات في الثلاثينيات) يتعلق بالسكر في عام ١٩٨٣ في بورصة البن والسكر والكافكاو في نيويورك . والخيارات في البورصات السلعية نشطة الآن في عدد من السلع - ولكنها في المقام الأول لاجمال استحقاق قصيرة ، مع قلة من الصفقات التي تتجاوز سنة واحدة . والخيارات على الصفقات الآجلة يجري التعامل فيها على نحو نشط في الزيوت والذهب والفضة والبن والكافكاو والسكر وفول الصويا والقطن والألومينيوم والنحاس . وتتنوع حالياً سوق غير رسمية ، تتعامل بنشاط في خيارات تصل إلى ثلاثة سنوات .

٢٦ - وأهم مستخدمي الخيارات ، مثلها مثل العمليات الآجلة ، هم ، على الأطلاق ، الشركات والدور التجارية ، والمنتجون والمستهلكون في البلدان المتقدمة ، وشركات هذه البلدان المتخصصة في المرابحة بين الأسواق الآجلة وأسواق الخيارات . وبعشر شركات مؤسسات البلدان النامية ، ولا سيما في أمريكا اللاتينية ، تستخدم خيارات البيع كحماية من انخفاض أسعار صادراتها وتستخدم خيارات الشراء كتفطية ضد الزيادة في فاتورة وارداتها .

واو - المقاييس

٢٧ - استحدثت المقاييس كأداة لإدارة المخاطر السعرية على المدى الطويل لتكميل العقود الآجلة ، التي لم تكن متاحة حتى مؤخراً ، إلا لمدد لا تتجاوز ١٨ شهراً ، ولا تتسم في معظم الحالات بسيطرة كبيرة بعد ستة أشهر . والمقاييس السلعية هي اتفاق مالي يبحث يعطي حجماً معيناً من السلعة . ويتعلق الأمر بسعرين: أحدهما متغير ويعبر عنه عادة من حيث علاقته برقم قياسي معلن للأسعار مثل سعر العقود الآجلة ؛ والآخر يحدد وقت الاتفاق . ويظل المنتجون والمستهلكون يشترون ويباعون السلعة المادية في السوق المفتوح . ولكن بموجب المقاييس يدفع المشتركون مبالغ تتصل ، أو يجري تعويضهم عن مبالغ تتصل بالفرق بين السعر الثابت والسعر المتغير على نحو ما جرى تحديده لسعر السلعة وقت اتفاق المقاييس . والواقع أن المقاييس هي عمليات مصممة لتفطية العميل على المدى الطويل تحسن من قدرة الشركة على تسديد القروض أو دفع الأرباح . لذا كانت

المقاييس جذابة للمقرضين والمستثمرين إذ إنها تضمن التدفق النقدي للشركة التي يوفرون لها التمويل .^(١٠)

٢٨ - وقد استحدثت المقاييس السلعية في منتصف الثمانينات واكتسبت أهمية كبيرة بحلول نهاية الثمانينات ، وقدرت قيمة سوق المقاييس السلعية بحوالي ٤٠ مليار دولار مستحقة في آخر عام ١٩٩١ مقابل قرابة ٢ ترليون دولار مستحقة في مقاييس أسعار الفائدة والعملة^(١١) . وفي البداية ، كانت المصارف وعدد من الشركات التجارية (التي لها مصالح في مجال الإنتاج و/أو التكرير بمفهوم عامة مما يتبع لها معادلة مخاطرها بعمليات تجارية) هي المؤسسات الوحيدة التي توفر المقاييس ، ولا تزال هي أهم المؤسسات المشتركة في ذلك ، ولكن بدأ عدد من مماسرة المقاييس ، نشطون عادة في سوق المقاييس المالية ، يدخلون في مجال السلع . ومعظم من ينشطون في ترويج المقاييس يتصرفون بصفتهم وسطاء فقط ، لتقليل مخاطرهم إلى أدنى حد من خلال مقابلة المقاييس (المقايضة مع المستهلك يجري ترتيبها مع مقايبة مماثلة عكسية مع المنتج) أو الصفقات الآجلة . وبالمقارنة مع اتفاق المقايضة المباشر بين المستهلك والمنتج ، فإن استخدام الوسيط يترك الوسيط يتحمل جميع المخاطر المقترنة بـأداء المقايضة (مخاطر الطرف الآخر في العقد ، التي تشمل عامل المخاطر السيادية - انظر الفصل الثالث) . وأجل استحقاق معظم المقاييس السلعية يتراوح بين سنة واحدة وسبعين سنة . ويمكن ترتيب مقاييس أقصر أجلًا إذا لم تكن هناك أسواق آجلة (forward markets) أو أسواق آجلة مع التسليم (forward markets) لتفطية العملية (على سبيل المثال للمنتجات التي لا يجري التعامل بها في البورصات) . وفي حالات نادرة جداً ، تصل مدة صفقات المقايضة إلى ٢٥ سنة .

زاي - السندات والقروض السلعية

٢٩ - السندات والقروض السلعية مجموعة معقدة من أدوات إدارة المخاطر ، الهدف منها إدارة المخاطر المالية للمقرض/المستثمر بالإضافة إلى مخاطر الشركة أو البلد الذي يصدر هذه السندات أو يتلقى هذه القروض ، وعادة ما ترتبط بمشاريع استثمارية أو باعادة جدولة للديون من أجل الحصول على رأس مال بشروط أكثر مواتاة ، وليس الفرض منها إدارة المخاطر السعرية في تجارة السلع . ومعظم السندات السلعية التي صدرت حتى الان كانت مرتبطة بالذهب أو الفضة أو الوقود ؛ وبعدها كان متصلة أيضًا بالألومينيوم والنحاس والنحيل والبن والكافيار . وتتوسع استخدام مثل هذه السندات طوال الثمانينيات ، فبلغت القيمة التقريرية للأصدارات العامة في عام ١٩٩١ حوالي ٤ مليارات دولار أمريكي ؛ وربما كانت قيمة الإصدارات الخامدة ، وعلى وجه خاص في مجال الوقود ، أكبر بكثير .

٣٠ - ومعظم المفقات المتصلة بالسلع اجريت حتى الان في البلدان المتقدمة . وأوائل المفقات التي اشتراك فيها البلدان النامية كان الفرض منها جمع الاموال في أسواق رأس المال المحلية . ومن الامثلة الحديثة لجمع الاموال في الأسواق المالية قيام مصرف ستي بيتك بضمان قرض مغير مربوط بسعر زيت التحيل في ماليزيا ، وتمويل ميتال غلشافت لاستثمار في النحاس بتمويل مربوط بسعر النحاس في بابوا غينيا الجديدة ، وتقديم قروض بالذهب للبرازيل وغانا .

شانيا - الشروط التقنية والتنظيمية التي تؤثر على
أداء البورمات السمعية ودورها كاليات
لتكوين الأسعار

٢١ - يصف هذا الفصل بإيجاز القضايا الرئيسية المتعلقة بأداء العقود الآجلة للسلع المتعامل فيها في البورمات التي تؤثر على استخدام مشتريي وبائعي السلع الأساسية لهذه العقود . وقد ناقش فريق الخبراء هذه القضايا في ١٥٠ مايو ١٩٩٣ . ويعرض هذا الفصل أيضا النتائج الرئيسية التي توصل إليها فريق الخبراء بشأن هذه القضايا ، وستجري في ١٦٠ سبتمبر ١٩٩٣ مناقشة مقترناته لمعالجة المشاكل التي حدثت ، وستحال هذه المقترنات إلى اللجنة الدائمة للسلع الأساسية بمفردة منفصلة .

الف - دور العقود الآجلة المتعامل فيها في البورمات في تعمير التجارة المادية ،
والشروط الالزامية كيما تكون العقود الآجلة آليات مالحة لتكوين الأسعار
١ - العقود الآجلة وعقود الخيارات المتعامل فيها في البورمة: مع أي ملء
تملح؟

٢٢ - الشروط الأساسية لوجود عقود آجلة يجري التعامل فيها في بورصة لسلعة معينة هي أن تكون لهذه السلعة درجة معينة من التجانس والقابلية للتخزين وأن تكون التجارة فيها بحجم كاف . ولدى مناقشة فريق الخبراء لهذه المسألة ، وجد أن الخصائص المعينة للسلعة يمكن أن تضع حواجز أمام نمو العقود الآجلة ولكن من المرجح أن يمكن تخطي هذه الحواجز إذا كانت هناك حوافز كافية: فالمشاكل مثل عدم وجود تجانس أو الافتقار إلى الخصائص الالزامية للقابلية للتخزين ، يمكن غالبا إيجاد حلول لها ، مثل تحسين إجراءات تحديد الرتب ، وتحسين التخزين^(١٤) ، وتكيف مواصفات العقود بحيث تشمل عقودا تستند إلى الأسعار القياسية وعقودا تفاضلية^(١٥) ، وعقودا يجري تسويتها نقدا . ولاحظ فريق الخبراء أيضا أن العقود الآجلة ينبغي أن تضم على نحو يزيد من السيولة إلى أقصى حد (أي باتجاه مفقات كبيرة وبأعداد كبيرة من المشاركين) بما في ذلك السيولة التي يوفرها المشاركون غير المتصلين بهذه التجارة . غالبا ما يتوقف نجاح العقد على أمور مثل الدعاية وجاذبيته النفسية لجميع أنواع المشاركين من حيث الأسس الاقتصادية التي يستند إليها .

٢٣ - ومن ناحية أخرى ، وافق فريق الخبراء على أن هناك عددا من الجوانب الأخرى التي تؤثر على ملائحة العقود الآجلة للسلع ، تتعلق على وجه خاص بهياكل المناعة والسوق ، وبيفتت الأسواق ، وبالسياسات التجارية للحكومات^(١٦) . ولكي تكون العقود الآجلة أو عقود الخيارات قابلة للبقاء يتطلب الأمر وجود عدد متتنوع من المستخدمين لا تربطهم صلة على جانبي السوق ، إذ إن وجود هيئاكل سوقية تتسم بدرجة عالية من

الاحتكار من جانب الموردين أو المشترين أو وجود درجة عالية من التكامل الرأسى في صناعة ملعبة قد يمنع نمو التبادل التجارى في البورمات . وكان هذا هو الحال فيما يتعلق بالألومينيوم والوقود حتى السبعينات . وأكد ظهور التجارة الآجلة وتجارة الخيارات بعد ذلك فيما يتعلق بالألومينيوم والوقود أن تزايد النسبة السوقية للمنتجين والتجار المستقلين يمكنه أن يؤدي أيضا إلى أن تحل التجارة في البورمات محل آليات المنتجين لتكوين الأسعار .

٣٤ - ولاحظ فريق الخبراء أيضا أن التجارة المادية في معظم السلع المعدنية الرئيسية تتم عادة مباشرة فيما بين المنتجين والمجهزين . ومن الممكن أن تتم العقود الآجلة بنجاح مع هذا النوع من هياكل السوق إذا كان عدد المشترين والبائعين كبيرا بقدر كاف . وعلى النقيض من ذلك ، تجري عادة التجارة المادية في معظم المنتجات الزراعية من خلال التجار ، وتعد عادة العقود الآجلة لهذه المنتجات لخدمة احتياجات هؤلاء التجار . وفي ظل هذا الموقف ، فإن تزايد التجارة المباشرة فيما بين المنتجين والمستهلكين ، مثلما حدث فيما يتعلق بالمطاط ، يرجع أن يؤدي غالبا إلى تجنب العقود الآجلة ، على الأقل على المدى القصير والمدى المتوسط .

٣٥ - واحد الجوانب ذات الصلة بذلك هو انقسام سوق السلع إلى أجزاء مختلفة لأسباب تتعلق بالجغرافية أو التدابير الإدارية^(١٧) ، أو اختلاف أذواق المستهلكين^(١٨) . وتجزئة السوق يمكن أن يؤدي إلى تقليل حجم التجارة المشمولة في العقود الآجلة فتؤثر على قابليتها للبقاء . وفضلا عن ذلك ، فإن التدابير الإدارية مثل الاتفاques التجارية أو ضوابط الأمصار قد تزيل المخاطر السعرية ، وبالتالي تزيل الحاجة إلى التفطية - ومن ثم إلى العقود الآجلة أو عقود الخيارات - بالنسبة للبلدان أو المناطق التي تطبق فيها . والسياسة الزراعية المشتركة للجماعة الأوروبية هي مثال لذلك . ومن ناحية أخرى ، بالنظر إلى أن هذه الخصائص للسوق المادية للسلع لا تؤثر إلا على جزء من السوق العالمية للسلع ، فإن العقود ذات الوجهة الإقليمية أو العقود الموجهة إلى جزء واحد فقط من السوق العالمية ، تظل ممكناً إذا كان حجم التجارة كبيرة بقدر كاف^(١٩) .

٣٦ - وبالنظر إلى هذه الخصائص ، فإن الدور المحتمل للعقود المتعامل فيها في البورمات فيما يتعلق بتكوين أسعار كثير من السلع محدود بالضرورة ؛ وستظل هامة أنواع أخرى من آليات تكوين الأسعار مثل المفاوضات المتعلقة بالأسعار في العقود الطويلة الآجل ، والمزادات ، والصفقات داخل أي مجموعة من الشركات مرتبطة معا ، والأسواق الآجلة مع التسليم (forward markets) والأسواق الحاضرة والأسواق الآجلة (terminal markets) .

٢ - الظروف المتعلقة بتقلب الأسعار

٣٧ - إن تقلب السعر فيما يتعلق بالسلعة المادية والعقود الآجلة المنازرة لها يحدد ما إذا كانت سوق العقود الآجلة يمكن أن تصلح كأداة مفيدة للتغطية . فالعقد الآجل لا يمكن أن تعمل إلا إذا كان هناك قدر كاف من التقلب على المدى القصير في أسعار السوق المادية للسلعة المعنية ، فالتأثير القليل في السعر في السوق المادية يعني أنه ليس هناك حاجة كبيرة إلى التغطية ، بالنظر إلى أن تكاليف التغطية متغيرة فوائدها من حيث تخفيف المخاطر . هذا ما يمكن أن يكون عليه الحال عندما يكون سعر السلعة كاملا على امتداد فترة طويلة ، كما هو الأمر حاليا فيما يتعلق بعده من السلع الأساسية اللينة . وعلى النقيض من ذلك ، تفقد أسواق العقود الآجلة أيضا الكثير من وظيفتها في التغطية عندما تكون أسعار العقود الآجلة متقلبة للغاية . فالتحول الزائد عن الحد في أسعار السوق الآجلة على المدى القصير يمكن أن يتسبب في جعل العلاقة بين أسعار السوق المادية والآجلة تتغير على نحو متكرر للغاية ، ومن ثم تُعرض القائمين بالتغطية لمخاطر أساسية كبيرة (خطر أن يحدث تفاوت ضخم بالنسبة للقائم بالتغطية بين تطورات الأسعار في السوق الآجلة والسوق المادية ذات الصلة) وارتفاع تكاليف المفقات .

٣٨ - ولاحظ فريق الخبراء أن الابحاث تبين أن وجود العقود الآجلة قد يقلل من التقلبات الموسمية في أسعار السلع ولكنه ميزيد غالبا من تقلبات الأسعار على المدى القصير ولن يؤثر على وجه عام في اتجاهات الأسعار على المدى الطويل . وأكد الخبراء من جديد أن الأسواق الآجلة للسلع ليست وسيلة لتشبيت أو زيادة أسعار السلع في السوق المحلية أو الدولية ، على نحو ما كان متصورا في إطار الاتفاques الدولية للسلع الأساسية أو مخططات التشبيت ؛ ولكنها غالبا يمكن أن توفر لاتحاد المشترين إمكانية إدارة التقلبات التي يتعرضون لها في أسعار السوق للسلع . وسلم بأن التقلبات الزائدة عن الحد في الأسعار الآجلة تضر بسمعة الأسواق الآجلة كما تضر بمستخدمي الأسواق المتصلة بالتجارة ذات الصلة ، ولكنه وافق على أن معظم التدابير المستخدمة لتقليل تقلب الأسعار الآجلة ، مثل زيادة العربون (initial margin) أو طلبات التغطية العاجلة (special margin) أو طلبات التغطية المعتادة (variation margin) قد أدت إلى زيادة التقلب بدلا من تقليله ، لأنها أضافت إلى تكاليف الاشتراك في الأسواق الآجلة ، وأجبرت مشاركي في السوق على تركه وزادت من الفرق بين سعر شراء وبيع العقد . ويرى كثيرون أن الأفضل هو ترك الأسواق الآجلة تعمل بحرية - وأن قوى السوق هي الوسيلة الأكثر فاعلية لتقليل التقلبات الزائدة عن الحد .

- ٣ -

الاسعار

٢٩ - إن تزايد واستمرار استخدام مشتريي وبائعي السلع للعقود الآجلة ، وعقد الخيارات ذات الصلة لأغراض التفطية وتكون الأسعار يتطلبان أن تؤدي التجارة في هذه العقود إلى توليد إشارات سعرية تمثل الطلب والعرض الحاليين والمتوقعين في السوق المادية المعنية . وهذه الصلة بالسوق المادية تؤدي أيضاً إلى أن يستخدم الأسواق الآجلة للسلع مشتركون غير متصلين بالتجارة ، مثل صناديق إدارة الأموال والمستثمرين المؤسسيين الذين يسعون إلى تنويع استثماراتهم ، حيث إن تطورات أسعار السلع لا تتحرك عادة بالتوافق مع تطورات الأسعار في الأسواق المالية . أما إذا تصور البائعون والمشترون أن الإشارات السعرية من العقود الآجلة لا تتصل بمعطياتهم الأساسية فلن يستخدموها مثل هذه العقود ، وسيؤدي ذلك بالطبع إلى إضعاف هذه الصلة . وتتوقف ثقة البائعين والمشترين في استخدام العقود الآجلة لأغراض التفطية وتكون الأسعار على استيفاء أربعة شروط عامة ، على نحو ما هو مبين أدناه . ويجري في بقية هذا الفصل مناقشة المشاكل ذات الصلة بهذه الشروط بمزيد من التفصيل .

(أ) العقود التي يجري التعامل فيها في بورصات العقود الآجلة والخيارات يجب أن تطابق الشروط في السوق المادية المعنية ، وأن تحد من احتمالات تشوّه الأسعار . وترتبط بعض جوانب هذا الانطباق ، على وجه خاص ، بمواصفات الجودة ، وشروط التسليم (التوقيت والمكان) ، وإجراءات تحويل الخيارات .

(ب) ينبغي التعامل في العقود الآجلة وعقود الخيارات في الأسواق السائلة أي الأسواق التي يسهل فيها على المستخدمين العثور على نظير لمقابلاتهم . وبالنظر إلى أن حجم الأعمال ذات الصلة بالتجارة المعنية لا يكفي دائمًا لضمان سيولة السوق ، فإن هناك حاجة إلى مستخدمين لهم مصالح غير متعلقة بالتجارة . ومن ناحية أخرى ، فإن العقود الآجلة وعقود الخيارات لا تمثل آليات لتكوين الأسعار إلا إذا كان الاشتراك في البورصة السلعية متوازناً . وهذا معناه ضرورة أن يحضر السوق مشتركون غير متصلين بالتجارة بشرط لا يهيمنوا على الصفقات ذات الصلة بالتجارة المعنية التي ينبغي أن تتساوى في المشتركيين في السوق في كل من جانبي السوق .

(ج) التعامل في العقود الآجلة والخيارات ينبغي أن يكون شفافاً للحد من امكانات تشوّه السوق . وهذا الشرط معناه أن تكون هناك معلومات متاحة علينا بشأن هيكل الاشتراك في السوق ، وأنشطة مجموعات المشتركيين ، وطريقة تنظيم البورصة ، وكذلك وجود قواعد ولوائح واضحة منتظمة لتشغيلها ، بما في ذلك فيما يتعلق بمواجهة التلاعب .

(د) البورصة السلعية ينبغي أن تكون موثوقة فيها . ويمكن تأمين ذلك من خلال دار المقامرة واللائحة التنظيمية ، وكلها يزيد من تكاليف استخدام السوق ويفرض شروطاً على المستخدمين مثل قدرتهم على استيفاء المعايير المالية ومتطلبات الإبلاغ

(ترد في الفرع جيم من الفصل الثالث مناقشة تفصيلية للتكليف التي تخلق مشاكل ذات صلة بالمستخدمين) .

باء - الاجراءات الخاصة بموامفات العقود

٤٠ - ظهرت على مر السنين مشاكل تتعلق بشروط العقود . وتشمل هذه الشروط في أغلب الأحيان موامفات الجودة وموقع التسلیم . ويجب أن تضمن موامفات الجودة أن السلعة التي تسلم في البورصة ملعة قياسية شائعة في التجارة على نطاق واسع ومقبولة التسلیم في السوق المادية . وإذا كانت الجودة المحددة في العقود الآجلة وعقود الخيارات أقل من الجودة القياسية الشائعة في التجارة في السوق المادية فسيمانع مستخدمو البورصة في تسلم السلعة ، فتزداد المخزونات وتحثّض ضفوط على الأسعار تفضي إلى هبوطها . وإذا كانت الجودة المحددة عالية للغاية أو كان هامش الجودة المقبولة التسلیم في البورصة ضيقاً للغاية ، تكون الكمية المتاحة للتسلیم قليلة فتشمل محاولات الاحتكار في البورصة^(٢٠) . وفي هذا الصدد ، توجد فروق بين السلع السريعة التلف والسلع غير القابلة للتلف: ففي حين شهدت الأسواق الآجلة لهذه السلع الأخيرة تحسناً مستمراً في مواصفات الجودة ، ظلت مواصفات الجودة منخفضة في أسواق السلع السريعة التلف ، وبالتالي أصبحت بمثابة أسواق الملاذ الأخير .

٤١ - ويجب أن تضمن أحكام وشروط العقد وجود كمية قابلة للتسلیم بشكل لا يؤدي إلى التلاعب في الأسعار وتسويتها ، أي أن تكون الكمية قابلة للتجارة بقيمتها السوقية من خلال قنوات التسويق النقدي العادي . وبينما يجري ترتيب صفقات مالية تقابل معظم العقود الآجلة ، فإن قواعد أغلبية عقود السلع تأخذ امكانية التسلیم في الاعتبار لضمان أن تسير السوق المادية وسوق العقود الآجلة في خطين متوازيين . وفضلاً عن الاعتبارات المتعلقة بتوافق الاشتراك في التجارة في عقد ما (انظر أدناه) ، فإن أحد الشروط الالزامية لوجود حالة من هذا القبيل هو أن يقع المخزن (أو المخازن) المحدد (أو المحددة) للتسلیم بالقرب من موقع التجارة المادية ، بحيث يستطيع مستخدمو هذه البورصات ، ومن يتسلّمون السلع أو يسلّمونها ، أن يستجيبوا بسرعة تكفي لمنع أي مشترك في السوق من أن يتحكم بمفرده في العرض أو الطلب^(٢١) .

٤٢ - واجراءات تحويل عقود الخيارات مهمة أيضاً . فإذا حلّت آجال استحقاق عدد كبير من عقود الخيارات في نفس الوقت وكانت الفترة المحددة للتسلیم السلع موضع العقود الآجلة قصيرة نسبياً ، فمن الممكن أن تنشأ ضفوط على الأسعار بصرف النظر عن حالة العرض والطلب في السوق المادية .

٤٣ - وقد تسبّب حل العديد من المشاكل التي تعرضت لها شروط العقود وتم ذلك ، في كثير من الأحيان ، من خلال اتصالات مكثفة بين البورصات والصناعة ، على الرغم من وجود فترات تأخير طويلة واجه خلالها العديد من المشتركين الصناعيين صعوبة في استخدام عقودهم الآجلة بشكل مناسب . وفي كثير من الأحيان ، تحدث فترات التأخير هذه عندما يرتفع حجم المخزونات ارتفاعاً كبيراً وعندما ترتبط هذه المخزونات بالصالح الشخصي المكتسبة لأعضاء البورصة في البقاء على المواقف الموجودة لأن قيمة مخزوناتهم مستأثر اذا أصبحت السلع غير قابلة للتسليم . واعداد عقود جديدة أو تعديل العقود القائمة أمر باهظ الكلفة يستغرق وقتاً طويلاً ، كما أن نسبة العقود المقترحة أو المعدلة التي تحقق نجاحاً نسبة ضئيلة . ويوجد العديد من عمليات التشاور المختلفة ، في الولايات المتحدة ، تقتضي لواحة لجنة تجارة العقود الآجلة للسلع (CFTC) أن تلتزم البورصات بمجموعة من القواعد وتطبيق إجراءات محددة قبل الموافقة على أي عقد جديد أو تعديل عقد قائم (بما في ذلك اتحادة الفرمة لكل المعنيين لابداء تعليقاتهم بعد نشر العقد المقترح في السجل الاتحادي) (Federal Register) . وفي أوروبا ، لا توجد قواعد رسمية بشأن استخدام عقود جديدة أو تعديل العقود القائمة - فالبورصات تتبع قراراتها مستقلة عن أي اشراف رسمي ، وبعد مشاورات غير رسمية مع أوساط الصناعة . ورأى فريق الخبراء أن عمليات التشاور الحالية كافية أجمالاً ، بصرف النظر عما إذا كانت تتخذ أو لا تتخذ شكل اللوائح الرسمية . ولوحظ أن للمستهلكين تأثيراً كبيراً في أغلب الأحيان على مواقف الجودة لأن معاييرهم أقل مرنة عادةً من معايير مالك المشتركين في السوق . وكانت المشكلة الرئيسية في هذا المجال هي أن الأطراف المعنية ، ولا سيما المنتجين ، لا تستخدم إجراءات التشاور بشكل كاف في أغلب الأحوال ، ولذا رأى فريق الخبراء أنه ينبغي للمنتجين زيادة مشاركتهم في المشاورات حول اقتراحات العقود الجديدة أو المعدلة الخاصة بسلامتهم وذلك ، مثلاً ، من خلال زيادة التعبير عن آرائهم أثناء اجتماعات البورصات والصناعة وأيضاً ، في حالة بورصات العقود الآجلة في الولايات المتحدة ، من خلال التعليقات على العقود المقترحة المنصورة في السجل الاتحادي ، على سبيل المثال .

جيم - تأثير مختلف أنواع المشتركين

١ - عدد المشتركين في أسواق العقود الآجلة وعقود الخيارات ، وحجم وأنواعهم

٤٤ - يمكن لعدد كبير من الفاعلين أن يتعاملوا بشكل مباشر أو غير مباشر ، مع البورصات السلعية للعقود الآجلة . وتتدخل الفئات جزئياً وتشمل المنتجين والمستهلكين والمهنيين والدور التجارية وتجار حلقة السوق المستقلين وشركات السمسرة والمصارف ومناديق إدارة الأموال والمستثمرين المؤسسيين وكبار المستثمرين في القطاع الخارجي والشركات المتخصصة في صفات المراجحة . وعدد قليل فقط من هذه

الفنانات أعضاء في البورصات ، وبالإضافة إلى ذلك ، فإن أعضاء البورصات لا يعتقدون ، بالضرورة ، جميع مفقاتهم بأنفسهم ، لأن تعاملاتهم تصبح أقل شفافية في أغلب الأحيان إذا صدر جزء من أوامرهم بالشراء أو البيع عن طريق آخرين (هم عادة تجار حلقة السوق) .

٤٥ - ويمكن للمنتجين والمستهلكين والمجهزين أن يتعاملوا مباشرة مع البورصات ، وقليل من هذه الشركات أعضاء في البورصات ولكن تحمل النفقات المرتبطة بالعضوية الكاملة في البورصة أمر لا يبدو عادة شديد الجاذبية بالنسبة للمنتجين أو المستهلكين ، وفي معظم الأحوال ، يتعامل هؤلاء من خلال الدور التجارية أو شركات المسورة ، لأن العمل المباشر يعني ، لأنهم لا يعملون لحساب عملاء ، أن انشطتهم شفافة تماماً أمام مائير المشتركين . وتعتبر الدور التجارية تقليدياً أطراها رئيسية في البورصات السمعية لأنها تتعرض بصفة مستمرة للمخاطر السعرية المرتبطة بنشاطها الخاصة بالبيع والشراء . وقد ازدادت القوة السوقية للدور التجارية مع انخفاض عدد الدور التي تتعامل في ملعة واحدة في السنوات الأخيرة . فقد اختفت بعض الدور التجارية الرئيسية فأصبح عدد محدود من الدور الدولية الكبرى التي تتعامل في ملء متعددة يتأثر بالجزء الأكبر من تجارة السلع وبنصيب كبير في أرقام الاعمال في أسواق العقود الآجلة وعقود الخيارات الخاصة بالسلع . ومن ضمن الأسباب التي تفسر دورها الكبير في البورصات التوسع في أنواع عقود التجارة المادية التي تجعل من دور التجارة وسطاء ينفذون أنشطة إدارة المخاطر بالنيابة عن شركائهم التجاريين ، وكذلك قيام هذه الدور بالاتجار لحسابها الخاص لتفطية المخاطر السعرية . وبما أن دور التجارة أفضلية في الحصول على المعلومات ويمكنها وبالتالي استباق تحركات السوق ، فإنها تشارك أيضاً في عمليات المضاربة ؛ وتفعل ذلك في أغلب الأحيان لحسابها الخاص . بل أن عدداً قليلاً منها قد أنشأ صناديق لادارة الأموال .

٤٦ - ولا يتعامل تجار حلقة السوق المستقلون (المحليون) عادة إلا في سلعة واحدة (ويتعاملون بوجه عام أما في العقود الآجلة وإما في عقود الخيارات) ؛ وتعاملاتهم تشكل جزءاً كبيراً من النشاط خلال ساعات العمل الرسمية في بورصات عديدة ، خاصة في الولايات المتحدة . وتعمل دور المسورة (وتسمى أيضاً دور العمولة أو التجار بالعمولة في العقود الآجلة مع احتمال التسليم) أساساً كوسطاء ، وتتقاض عمولات ثابتة . وللعديد منها صناديق لادارة الأموال . والعديد من دور المسورة نشطة في عدد كبير من البورصات السمعية وببورصات العقود الآجلة المالية وأسواق الأوراق المالية ، وتنفذ الأنشطة المصرفية المرتبطة بذلك ، في جميع أنحاء العالم في أكثر الأحيان . وتعمل المصارف أيضاً كمساءلة ، ولكنها أصبحت أكثر أهمية فيما يتعلق بنشاطتها المتصلة بالسوق غير الرسمية (OTC) ، ولا سيما كمعامل رئيسي في المقاييس . وفي العادة ،

تفصل الممارف (وعدد قليل من الدور التجارية) الترتيب لتفطية المقاييس بعمليات مماثلة عكسية ، ولكنها ، الى أن تتم الصفقات المقابلة تماما ، تنتقل الى آخرين المخاطر السعرية التي تنطوي عليها المقاييس من خلال استخدام العقود الاجلة .

٤٧ - ورأى فريق الخبراء ، مع التسليم بأنه يوجد في كثير من الأحيان اختلال في مشاركة الأطراف المتمثلة بالتجارة في الأسواق السلعية الاجلة من حيث العدد والحجم ، أن هذا الوضع يعكس عادة هيكل السوق المادية ولا يخلق مشاكل خطيرة أمام أداء هذه الأسواق . ولاحظ الخبراء أن اختلالا من هذا القبيل قد يكون ظاهرة موسمية طبيعية حيث أنأغلبية المصالح الممثلة بالتجارة تكون ، مثلا ، بائعة في الفترة التي تعقب جمع المحصول مباشرة ، ومشترية في الفترة التي تسبق جمع المحصول . ولاحظوا أيضا أن استخدام هذه الأسواق يتعدد بمدى تعرّض المشترك للمخاطر ومدى ما يخضع له من تعقيد ولوائح . ويعني ذلك ، في كثير من الأحيان ، أن التجار هم المستخدمون الأول ، يليهم المستخدمون النهائيون ، يليهم المنتجون ، إن وجدوا . ورأى فريق الخبراء أن هناك مشكلة خطيرة تتعلق بعدم فهم الأدوات وعدم توافر الخبرة اللازمة لاستخدامها ، مما يعوق مشاركة العديد من المشترين والبائعين . وفضلا عن ذلك ، فإن اللوائح الحكومية الصاربة في البلد الذي يوجد فيه المستخدم لا تساعد ، في كثير من الأحيان ، على استخدام العقود الاجلة وعقود الخيارات الخاصة بالسلع .

٤٨ - وفيما يتعلق بمشاركة الأطراف الكبرى الممثلة بالتجارة ، مثل الشركات المتعددة الجنسيات العاملة في تجهيز السلع ، لاحظ فريق الخبراء أن هذه الشركات تعدل حجم معاملاتها تبعا للسبيولة السائدة في السوق الاجلة المحددة ، لأنها تراعي دائما احتمال اضطرارها لعكن موقفها ، أي أن تجد طرفا مناظرا . ويعني ذلك أن كبار المشتركون المتدخلين بالتجارة (مواه كانوا منتجين أو مستخدمين للسلعة) نادرا ما يسيّرون استخدام قوتهم السوقية من خلال السوق الاجلة . وذكر أيضا أن الحجم يجتنب الحجم بمعنى أن تعامل مشترك كبير نسبيا في البورصة يمكن أن يجتنب اشتراك أطراف كبيرة أخرى فيزيد من السبيولة المتوفرة للعقد . وعالج فريق الخبراء أيضا القلق الناجم عن امكانية ظهور اختلال في تجارة العقود الاجلة لبعض السلع لأن العديد من صغار الموردين المعتمدين على ملعة معينة يستخدمونها على نطاق واسع بينما يستخدمها كبار المشترين استخداما محدودا ، هذا اذا استخدموها أعلا ، لأنها تمثل مدخلات ضئيلا نسبيا في أنشطتهم التجهيزية . وذكر الخبراء أن هذه المجموعة الأخيرة تستخدم البورصة بالفعل لأن كبار المشترين يتذمرون قرارات التفطية على أساس الحاجة إلى المحافظة على قدرتهم التنافسية لا على أساس التكاليف النسبية للمدخلات . وأشار فريق الخبراء الى أن الصفقات في اتجاه واحد ، التي يعقدها مشترك كبير معروف متصل بالتجارة ، يمكن أن تحدث تأثير المحاكاة لأن الآخرين يشتركون على أساس افتراض أن مفقات من هذا القبيل تدل على توقع تغيير المعطيات الأساسية .

٤٩ - وتوجد فئات مختلفة من كبار المضاربين غير المتصلين بالتجارة ، أهمها الصناديق الاستثمارية ، التي يوجد منها نوعان: صناديق ادارة الاموال ، والمستثمرون المؤسسيون . وتنتألف صناديق ادارة الاموال من اموال يجمعها افراد أو مؤسسات بفرض الدخول في عمليات سوق العقود الآجلة ، ويدبرها مهنيون متخصصون في ادارة الاموال . أما المستثمرون المؤسسيون فهم أساساً صناديق المعاشات والتأمين ، التي تستخدم الاسواق السلعية الآجلة بفرض تحسين حواضطها الاستثمارية .

٥٠ - وفي معظم الاسواق السلعية الآجلة ، تتزايد أهمية دور الصناديق الاستثمارية . ويتركز الجزء الأكبر من نشاط الصناديق الاستثمارية في أقرب استحقاق للعقود الآجلة ، ويتركز الباقي في الاستحقاق التالي . وهي لا تتعامل إلا نادراً في العقود الأطول أجلًا ، ولم تبدأ إلا منذ فترة قريبة في التعامل في أسواق عقود الخيارات . وحجم الصناديق الفردية كبير جداً بوجه عام بالمقارنة برقم الاعمال ، ولا سيما في الاسواق الآجلة للحاصلات الزراعية ؛ والعقود الآجلة القريبة الاستحقاق هي وحدها التي تشكل حجماً يسهل على هذه الصناديق التعامل فيه . وتحوّل الصناديق الاستثمارية بسهولة تعاملاتها بين الأسواق المالية والأسواق السلعية الآجلة ، وكذلك فيما بين الأسواق السلعية الآجلة ذاتها . وبالنظر إلى حجم هذه الصناديق ، قد يكون لهذا التحويل تأثير كبير على الأسعار .

٥١ - وتشكل مشكلة أخرى مرتبطة بذلك هي أن الغالبية العظمى (أكثر من ٨٠ في المائة) من الصناديق الاستثمارية تعتمد على نظم التحليل التقنية في اتخاذ قراراتها الاستثمارية . وأهم النظم المستخدمة هي تتبع الاتجاهات . وكل هذه النظم متشابهة تماماً ، من حيث إن بعض "الاشارات الزنادية" قد تؤدي إلى تهافت جماعي على سوق آجلة محددة أو خروج جماعي منها فعلى سبيل المثال ، إذا دفع انخفاض سعر سلة أماسية ما أحد الصناديق الاستثمارية إلى البيع فسيتعزز الاتجاه بفعل هذه المبيعات الأمر الذي يدفع الآخرين إلى البيع ، والعكس صحيح . وتخش المصالح التجارية هذا التأثير المضاعف لأن مثل هذه المفقات لا تعكس بالضرورة أي تغيير في المعطيات الأساسية .

٥٢ - وأقر فريق الخبراء بأن تزايد مشاركة الأطراف الكبرى غير المتصلة بالتجارة (الصناديق الاستثمارية) يمكن رغبة هذه الصناديق في التنويع . والآخر المرتبط على هذه المشاركة هو أن تكوين الأسعار في أسواق السلع الأساسية يتاثر بالتطورات في الاقتصاد العالمي بوجه عام (٢٢) . ونشاط الصناديق في البورصات السلعية امتداد لنشاط المؤسسات في التجارة في الأسواق المالية وأسواق الأوراق المالية . ورأى فريق الخبراء أن تأثير نشاط الصناديق الاستثمارية على تحركات الأسعار هو ، أساساً ، أنه يزيد من التقلب من يوم إلى يوم ولكنه لا يمتد إلى تطورات الأسعار في الأجل الطويل ، وإن كان هذا الجانب يحتاج إلى دراسة متعمقة . وأعرب بعض الخبراء عن رأي مفاده أن

نشاط الصناديق الاستثمارية قد يstem في عدم القدرة على التنبؤ بتحركات الأسعار في الأجل القصير ويزيد من صعوبة اتخاذ قرارات التقطفية . ورئي أن كون الصناديق الاستثمارية تجلب السيولة إلى الأسواق يشجع على تزايد استخدام المشترين والبائعين للسوق^(٣٣) .

٢ - مشاكل التلاعب

٥٣ - اتفق فريق الخبراء على أن هناك اختلافاً مفاهيمياً واضحاً بين المضاربة والتلاعب ، فالمضاربة تجارة تقوم على أسعار التنبؤ بالتحركات المقبلة للأسعار التي تحدثها قوى السوق ، في حين أن التلاعب هو محاولة تحريك الأسعار في الاتجاه العكسي لما تمليه السوق الفورية . وأشاروا إلى أنه كثيراً ما يتعدى على أجهزة التنظيم أن تضع ، عملياً ، الحد الفاصل بين هذين المفهومين . وأكدوا أن نشاط المضاربين في بورصات العقود الآجلة ضروري لضمان السيولة في الأسواق ، غير أن من الجائز أن تميل بعض الكيانات المتصلة بالتجارة والداخلة في عمليات مضاربة واسعة النطاق إلى محاولة التلاعب بالسوق .

٥٤ - وتنطوي أغلبية محاولات التلاعب على مفقات تتم ، في آن واحد ، في السوق المادية والسوق الآجلة . ويصبح التلاعب ممكناً كلما استحوذ كيان معين على السيطرة المفرطة على الطلب أو العرض ، وعندما يتعدى على الموردين أو المستخدمين الآخرين الاستجابة بسرعة كافية لتسليم أو استلام كميات محددة في موقع محدد في غضون الفترة المحددة . وتتوقف ، جزئياً ، سهولة التلاعب في الاتجار بعقد ملغي آجل على شروط التسليم المحددة لذلك العقد . والตลาด أسهل كلما ازداد تشدد القيود بشأن الرتب المقبولة لجودة السلعة والمنشأ ونقط التسليم وإجراءات التسليم البديلة ، وكلما اقتربت مواعيد التسليم وقصرت فترة الأخطار قبل التسليم عند استحقاق العقد .

٥٥ - ورأى فريق الخبراء ، مع التسليم بأن محاولات التلاعب التي تركز أساساً على العقود الشهرية الفورية تؤدي إلى اضطراب السوق والاضرار ببعض المستخدمين ، أن فعالية آلية تكوين الأسعار لا تتضرر عادة ضرراً شديداً . ولاحظوا أن معظم المشتركون في السوق ، ولا سيما منهم من يستخدمون الأسواق لتحديد الأسعار ، يمكن أن يتجنّبوا الوقوع ضحاياً كمحاولات التلاعب إذا توخوا الحذر بشكل خاص في استراتيجياتهم التجارية ، ولا سيما فيما يتعلق بشروط أي نشاط في عقود الشهر الفوري ، وإذا بحثوا بعمق مسألة ما إذا كانت المعطيات الأساسية تبرر تحرّكات الأسعار .

٥٦ - ورأى فريق الخبراء أيضاً أن التلاعب لا يُشنّ بوجه عام مشتري السلع وبائعيهما الذين لديهم بعض الخبرة بمخاطر تقلبات السوق عن المشاركة في السوق ، فمحاولات

التلاعب لا تنجح في معظم الحالات . غير أن المستخدمين الجدد المحتملين يعتبرون أن التلاعب يمثل ، في كثير من الأحيان ، مشكلة هامة .

٥٧ - وقد وضعت جميع البورصات والسلطات التنظيمية طرائق لاكتشاف التلاعب والمعاقبة عليه . غير أن مستخدمي السوق لا يرون أنها منصفة ، في بعض الأحيان ، ويظل لدى بعضهم شك في اتساق وعدالة تطبيق القواعد . ومن ضمن أسباب تبرير هذا الشك أن محاولات التلاعب لم تعالج كلها بشكل واحد: فالمعاملة تختلف باختلاف البورصة المعنية ومستخدم البورصة الذي يحاول التلاعب . وتعلق ذلك بالقواعد التنظيمية التي تخضع لها البورصة وكفاءة نظام مراقبتها وتشكيل لجنتها الافتراضية . وتظهر مشاكل خاصة عندما تكون الشركة التي تحاول التلاعب بالسوق عضواً منها في البورصة ، أو عندما تتعارض مصالح الأنشطة التجارية لشركة ما مع دورها في اللجنة التي تنظر في محاولة تلاعب ما . ومن الضروري ، للحفاظ على الثقة في السوق ، وجود قواعد واضحة منصفة لا تسمح بأي معاملة تفضيلية ؛ وفي الوقت نفسه ، يجب أن تكون العقوبات وانفاذ شروط العقود جيدة التعريف وقوية وعادلة وشفافة .

٣ - الشروط التنظيمية التي تؤثر على دور فئات المشاركين المختلفة

٥٨ - إن الهدف من تنظيم أسواق العقود الآجلة وعقود الخيارات هو ضمان وجود أسواق تنافسية حرة وشفافة تتسم بالكفاءة والسيولة ، من خلال إطار من القواعد الملزمة . ولما كان الغرض الأصلي من البورصات السلعية هو ، أساساً ، وضع آلية للتغطية الفعالة للسوق المادية ، كان المتوجه من التنظيم هو حماية مصالح التجار والمنتجين والمجهزين والمستهلكين ، الذين يستخدمون البورصات لأسباب تتصل بالتجارة . وثمة هدف آخر للتنظيم ، وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة ، هو حماية صغار المستثمرين في القطاع الخاص من الفسق . وفي الآونة الأخيرة ، بدأت أجهزة التنظيم تراعي أيضاً احتياجات كبار المستثمرين المؤسسيين . ووجود غرفة للمقاضاة وقواعد تنظيمية يضم موثوقية البورصة ولكنها يرفع تكاليف استخدام السوق ويضع شروطاً لهذا الاستخدام . وتواجه أجهزة التنظيم مشكلة اختيار "المستوى الصحيح" للتنظيم: فالغالبية في التنظيم ترفع التكاليف إلى الحد الذي يقلل المشاركة في أسواق العقود الآجلة وعقود الخيارات (ذلك أن المضاربين يفضلون التعامل في أسواق الأوراق المالية وأن أصحاب المصالح في التجارة المادية سيميلون إلى عدم تغطية المخاطر السعرية) ؛ وعدم كفاية التنظيم يسمح بحدوث الفسق والتلاعب ويقوض الثقة في الأسواق ويقلل الاشتراك فيها .

٥٩ - وتوجد حالياً مستويات متنوعة لتنظيم أسواق العقود الآجلة وعقود الخيارات . منها ، أولاً ، أن البورصات تضع لنفسها تنظيمات لضمان التعامل الآمن والعادل ماليًا

وكذلك لضمان مصداقية السوق ونزاهتها في التعامل اليومي . وثانيا ، تهدف شتى إشكال الآليات التنظيمية الحكومية الموجودة في البلدان التي تقع فيها أسواق للعقود الآجلة وعقود الخيارات إلى تأمين الأداء المنظم والموثوقية في الأسواق عموما . وعلى مستوى ثالث ، تحدد الحكومة المعاملة الضريبية لمفقات التغطية (٢٤) .

٦٠ - ويحدد تشكيل لجان البورصات من الذي يقرر القواعد الناظمة لعمليات البورصات . وفي العادة ، تتتألف عضوية اللجان من أعضاء في البورصة . وتؤثر تكلفة العضوية مباشرة على تحديد من الذي يقرر مواصفات العقود والقواعد واللوائح الداخلية . وعلى مدى السنوات القليلة الماضية ، تغيرت عضوية معظم البورصات الرئيسية بسبب تطورين . الأول هو انخفاض عدد الأعضاء بسبب تنافر روم العمولات ، مما جعل التعامل من خلال السماحة أقل تكلفة فقلل من جاذبية الانضمام إلى عضوية البورصة . وثانيا ، تحول الاشتراك في تجارة السلع من التجار المتخصصين إلى الوسطاء الماليين ، مما أدى إلى انخفاض عدد الدور التجارية الأعضاء في البورصات . وفي الوقت نفسه ، ازداد عدد أعضاء شركات السمسرة والمصارف . ويمكن أيضا أن يكون لهيكل لجان البورصات تأثير على تصورات المستخدمين لمدى انصاف قواعد البورصة . فعلى سبيل المثال ، إذا لم يكن المنتجون ممثلين في لجنة البورصة . فمن الجائز لا تأخذ إدارة البورصة مصالح المنتجين في الاعتبار بشكل كاف ، وبالنظر إلى دور البورصات في عملية تكوين الأسعار ، فإن لها تأثيرات هامة على الوضع المالي للمنتجين .

٦١ - وفي الولايات المتحدة ، يقتضي قانون ممارسات تجارة العقود الآجلة ، لعام ١٩٩٥ ، من البورصات أن تضم عضوية لجانها عدداً أدنى محدوداً من المزارعين والمنتجين والتجار والمدربيين ، وكذلك ممثلي خارجيين لديهم خبرة في تجارة العقود الآجلة أو مؤهلات بارزة أخرى تجعلهم قادرين على المساهمة في مداولات المجلس . وقد جرى أيضا تعزيز القواعد الخاصة بتفادي تعارض المصالح: فيتعين على عضو لجنة أو مجلس البورصة أن يمتنع عن التمويل في أي مسألة له فيها مصلحة مالية مباشرة . وفي بلدان أخرى ، يبدو أن أجهزة التنظيم لم تضع أي قواعد محددة بشأن تشكيل مجلس الإدارة (٢٥) . ويمكن من الضوري أن يمثل المشترون والبائعون تمثيلاً مناسباً ولذلك ، ينبغي للبلدان النامية التي تود الاشتراك في تجارة العقود الآجلة أن تكشف الاعراب عن آرائها في هذا الصدد ، ولتكن ذلك من خلال الدور التجارية التي تتعامل معها أو بآن تصبح ، هي ذاتها ، أعضاء في البورصات .

٦٢ - ولا يتحدد مستوى شفافية التعامل في البورصة بتواتر واتساع نطاق توزيع المعلومات عن الأسعار فحسب وإنما يتحدد أيضاً بالشفافية المتعلقة بفتحات المشتركيين في السوق وأنشطتهم . وتتضمن كل اللوائح الوطنية للبورصات قواعد بشأن الإبلاغ

بالنشاط في البورصة بما في ذلك اشتراطات اجراءات تتبع الحسابات ، وهي اجراءات معينة تستخدم ل تتبع كل أمر من أوامر الزبائن ابتداءً من صدوره إلى الوسط المالي حتى تنفيذه . وتكفل اشتراطات الإبلاغ هذه ، عادة ، التوافر العلني لمعلومات تجميعية عن الحجم الاجمالي للتجارة ، والعدد الكلي لعقود السوق المادية المستبدلة بعقود آجلة ، واجمالي عدد العقود المفتوحة ، وأعلى وأدنى أسعار العرض . وتساعد هذه المعلومات المشتركين في السوق على تقييم درجة السيولة ، وحجم الأعمال غير المتصلة بالتجارة ، والتقلبات في السعر السائد لعقد معين . وفي هذا السياق ، أكد فريق الخبراء أن أفضل وسيلة للحصول على المعلومات الازمة لاتخاذ القرارات في التجارة هي الاشتراك النشط في السوق وجود شبكة موثوقة للاتصالات التجارية للتعرف على اتجاهات السوق ، والتحليل السليم للمعلومات الواردة . ويحتاج ذلك إلى استمرارية في العاملين المدربين . وأشار الخبراء إلى أن المعلومات عن الأسعار وقت تحديدها ، والتقارير المتواترة عن حالة المخزونات أو رقم الأعمال أو عدد العقود غير المبرمة حتى ساعة الاقفال ، متاحة لدى عدد من البورصات من خلال الشبكات العالمية لبيع المعلومات ، وأنه يجري أيضاً استخدام أشكال صريعة أخرى لخدمات توزيع المعلومات . وأقرّوا بوجود ثغرات في التفطية العالمية وبأن المعلومات المتاحة ليست متماثلة بين البورصات وأنها تفتقر ، في بعض الأوقات ، إلى التفاصيل الازمة لاتخاذ قرارات سلية بشأن التفطية .

٦٢ - ومن المشاكل الأساسية في مجال اشتراطات الإبلاغ معاوية تحديد الحجم النسبي للمجموعات الرئيسية من المشتركين في السوق . ولاحظ فريق الخبراء أن المعلومات الخامسة بهيكل المشاركة في الأسواق الآجلة بحسب فئات المستخدمين الرئيسية (السدور التجارية ، وكبار المستخدمين النهائيين ، والسماسرة ، والمصارف ، والصناديق الاستثمارية) ، ناقمة أو غير واضحة . ولا يتعلق هذا الأمر بالتمييز بين القائمين بالتفطية والمضاربين ، لأن القائمين بالتفطية يضاربون أيضاً في كثير من الأحيان ، ولكن يتعلق بالأخرى بالعلاقة الوظيفية بين المستخدمين والسلعة موضوع التجارة . ولهذه المجموعات دوافع مختلفة للتجارة ، ومستويات مختلفة للقدرة على الاحتمال ومستويات زنادية مختلفة لاتخاذ قرارات التجارة . ويتحقق الإبلاغ بمعلومات عن تجمعات المشتركين فائدة مشتركة أيضاً - فهو مفيد للبورصات في مجال اتخاذ قراراتها التجارية ومفيد لمن يتخذون القرارات التجارية - ولكن جمع المعلومات من هذا النوع أمر متعدد بسبب المصالح الخامسة للشركات . ورأى فريق الخبراء أن شمة حاجة إلى مزيد من العمل لمعرفة كيفية الإبلاغ العلني الملائم بهيكل الاشتراك في البورصات ، وذلك لتوطيد ثقة المستخدمين المحتملين ، وهم مشترو وبائعو السلع ، دون المساس بحق أي شركة في الخصوصية ؛ ورأى فريق الخبراء أيضاً أنه ينبغي السعي للتوصل إلى مبدأ ووسائل توحيد وتحسين اشتراطات اعداد التقارير في بورصات السلع في جميع أنحاء العالم .

ثالثا - العوامل التقنية والتنظيمية التي تؤثر
على استخدام مشتريين السلم وبائعها ،
للبورصات السلعية

٦٤ - في الظروف المناسبة ، يمكن للبورصات العقود الآجلة وعقود الخيارات وأدوات الأسواق غير الرسمية ، اذا استخدمت جمياً على النحو الملائم ، أن توفر وسائل جيدة للتمدي لتقلبات الاتجاه وعدم اليقين المتأمل في مفقات العديد من أسواق السلع ، وتسمح بالوصول الى رأس المال بشروط أفضل مما هو ممكن بوسائل أخرى . ولكن هناك العديد من الأسباب الوجيهة التي تبرر عدم ادراج هذا النوع من الأدوات المالية في المجموعة المعتادة من تقنيات التجارة التي يستخدمها المنتجون والمستهلكون والتجار وغيرهم من يتعرضون للمخاطر السعرية السلعية . ويتمثل بعض هذه الأسباب بـأداء البورصات - وهي عوامل نوقشت في الفصل الثاني . ويرتبط البعض الآخر ارتباطاً أو شرقاً بالمستخدمين . وهذه الأسباب هي التي مستناقة في هذا الفصل .

الف - خصائص هيكل التسويق المحلي التي تؤثر على استخدام أدوات ادارة المخاطر
السعرية السلعية

٦٥ - في كثير من الأحيان ، ترتبط الامكانيات المتاحة للمنتجين والمستهلكين والتجار لاستخدام أدوات ادارة المخاطر السعرية السلعية بالحجم الاقتصادي للمشتركيين والظروف التي يعملون فيها . فصفار المزارعين المستقلين أو صفار مستغلي المناجم ليسوا في وضع يسمح لهم باستخدام أدوات ادارة المخاطر التي تقدمها البورصات السلعية الدولية ، بل ان من غير المرجح انهم يتعاملون مباشرة مع أي بورصة ملعبة محلية . وهذه المشاكل نادرة بالنسبة لكتاب المنتجين أو المجهزين/المستهلكين أو التعاونيات .

٦٦ - وفي حالة التجار المتعاملين على المعيد الدولي ، يشكل الحجم و مجال الاداء الجيد ميزتين حقيقيتين . في العادة ، لا يتوافر لصفار التجار حجم أعمال يكفي لتبrier النفقات التي ينطوي عليها استخدام الأسواق الآجلة . فالسامارة لا ينفعون عادة عمليات في الأسواق الآجلة لتجار غير معروفين ، الا على أساس الدفع مسبقاً . وفضلاً عن ذلك ، لا تتوافر لأولئك التجار سبل الوصول الى الأسواق غير الرسمية لادارة المخاطر ، لأنهم غير مقبولين كأطراف مناظرة . وفي هذا المجال ، تدهورت في السنوات الأخيرة ظروف استخدام مصدري البلدان النامية وجمهوريات كومونولث الدول المستقلة لأسواق ادارة المخاطر ، مع تحرير نظم التسويق وما ترتب على ذلك من تفتتها في بلدان عديدة . وفي الماضي ، كانت مجال التسويق أو منظمات التسويق المركزية تتعامل مباشرة مع البورصات السلعية وكانت تطبق ، في حالات عديدة ، استراتيجية نشطة في

مجال ادارة المخاطر (بما في ذلك عن طريق البيع الاجل والاوامر القابلة للتنفيذ) ؛ أما المصدرون الجدد ، وهم عادة من مغار المصدرين الذين ليست لديهم خبرة ، الذين خلقو المجالس والمنظمات فانهم يقتصرن في حالات عديدة على عمليات محدودة للبيع الفوري . وليس من المتوقع أن يتغير هذا الوضع قريبا: فبناء الخبرة وتكوين مجل أداء جيد يحتاجان الى سنوات طويلة . وفي هذه الحالة ، توجد حاجة واضحة لاتخاذ اجراء ييسر لهؤلاء المصدرين الوصول الى الادوات الحالية لتسويق السلع . ويمكن أن يتخذ هذا الاجراء شكل الدعم أو الفوائد من الحكومة ، و/أو أن ينظم المصدرون أنفسهم في اتحادات أو شركات كبرى .

باء - مواصفات العقود ومخاطر الامامي

٦٧ - كان الفرق الامامي من العقود المبرمة في البورصات السلعية للعقود الاجلة في البلدان المتقدمة هو مواجهة الطلبات ، في تلك البلدان ، من جانب التجار والمستهلكين والمنتجين ؛ وهكذا تعكس العقود الانماط التقليدية للتدفقات التجارية من السلع . وبالتالي ، لا تأخذ مواصفات العقود في الاعتبار ، بالضرورة ، احتياجات الشركات في بلدان أخرى ، ولا سيما من حيث مواصفات التسلیم . ومن بين أهم العقود السلعية فان السكر هو السلعة الوحيدة التي يمكن تسليمها من موانيء البلدان النامية . وتحدد جميع العقود الاجلة للسلع الأخرى وجوب التسلیم في سوق استهلاكية في أحد البلدان المتقدمة (الولايات المتحدة أو أوروبا أو اليابان) ، على الرغم من أن ذلك لم يعد يعكس ، على النحو الصحيح ، التدفقات الفعلية للسلع ، مع تزايد دور التجارة بين الجنوب والجنوب . ويؤدي عدم الارتباط بين ظروف العرض والطلب في سوق واحدة ، وبين الشروط السارية في البورصة المعنية ، الى وجود مخاطر امام كبيرة ومما يعقد قرارات التغطية أو يجعل التغطية بالغة الخطورة .

٦٨ - ومن بين الحلول المحتملة لهذه المشاكل ، تجدر الاشارة الى تكييف مواصفات العقود (انظر الفرع باء من الفصل الثاني) . وقد أكد فريق الخبراء أن ثمة حلا آخر هو استخدام عقود جديدة على أساس محلي أو اقليمي تتعلق ، على سبيل المثال ، بالبن من نوع "روبومتا" في جنوب شرق آسيا ، أو بالقطن التركي ، أو جمبري المحيط الهادئ . ويمكن الاتجاه في عقود من هذا القبيل في بورصات جديدة في بلدان نامية . ويمكن أن تقدم هذه البورصات ، الى جانب وسيلة جديدة للتغطية ، عددا من الفوائد الاضافية لاقتصادات البلدان (انظر النعر المنفصل) . وأكد فريق الخبراء على ضرورة النظر الى هذه البورصات الجديدة بوصفها اضافة الى البورصات القائمة لا بديلا لها .

تطور البورصات المحلية والإقليمية

يبدو أن البورصات السلعية تشهد ، بعد مرور قرن على إنشائها ، مرحلة توسيع جديدة . فقد أنشئت في السنوات القليلة الماضية بورصات سلعية عديدة في بلدان مثل هنغاريا وبولندا ورومانيا وجمهوريات كومونولث الدول المستقلة والصين ؛ وفي الوقت نفسه ، أنشأ أيضاً عدد من البلدان النامية الأكبر ببورصات سلعية جديدة أو أخذ يفكر في ذلك .

ورأى فريق الخبراء أنه توجد ، في حالات عديدة ، أسباب قوية لإنشاء بورصات ذات اتجاه وطني أو إقليمي تهدف ، في آن واحد ، إلى تعزيز التسويق المحلي والدعم التجارة الدولية . ورأى أن هناك عدداً من الأسس المنطقية الاقتصادية لإنشاء بورصات من هذا القبيل:

- يمكنها أن تحسن تكوين الأسعار في السوق المحلية ، وأن تحسن نظام التسويق الداخلي ، وأن تدخل العمل بتسهيلات جديدة لادارة المخاطر ؛
- يمكنها أن تيسر استخدام المخزونات المادية لكافالة القروض ، مما يفسح المجال لمصادر تمويل جديدة للمنتجين والمدرجين المحليين ؛
- يمكنها أن تساعد على البقاء على النشاط التجاري (وما يرتبط به من مدفوعات الخدمات) داخل البلد ؛
- يمكنها أن تجتذب أموال المضاربة الدولية إلى بلد ما ، فتضفي رؤوس أموال جديدة إلى اقتصاده ؛
- يمكن أن تترتب عليها آثار غير مباشرة ذات قيمة بالنسبة للأسوق الرأسمالية المحلية ؛
- من الممكن للأسوق الواقع في مناطق توقيت لا توجد فيها أسواق أخرى للعقود الآجلة تتعامل في نفس السلع أن تكون جذابة بالنسبة للدور التجارية الدولية وغيرها من الجهات العاملة في مجال السلع على مدار اليوم دون انقطاع .

ولكن ينبغي لواضعى السياسات أن يتفادوا إنشاء بورصات سلعية ك مجرد رمز لمواكبة العصر . فالواقع أن هناك عدداً من الشروط اللازم توافرها قبل أن يكون إنشاء بورصات منتظمة أمراً مجدياً:

- ينبغي أن تكون السوق المادية الحاضرة في البلد أو المنطقة على مستوى جيد من التطور للتعامل في السلع المعنية ؛

- يتبغي أن يتوافر امكانات كافية للسيولة النقدية وعدد كبير كاف من المشتركين المحتملين في السوق ، الأمر الذي يعني ضرورة بحث الشكل الذي مستشرك من خلاله رؤوس الأموال الأجنبية ،
- من الضروري وجود تأييد قوي من الحكومة ودوائر الأعمال المحلية ، ولا سيما دوائر انتاج السلع وتجهيزها وتجارتها ، من حيث استخدام العقود لاغراض التغطية . ويجب أن يسدد الاقتتال بـأن تأييد الحكومة أمر ثابت ،
- يتبغي لاطار السياسات الحكومية ، بما فيها الرقابة على العملة والسياسات التجارية ، أن يكون داعماً لاداء البورصة السلعية ، وأن يتبع للقطاع الخاص استخدام هذه البورصة بشكل ملائم .

ويتبغي أن تؤخذ في الاعتبار ، عند انشاء بورصات جديدة الحالة المحددة للبلد أو لمجموعة البلدان المعنية ؛ وقد تؤدي محاكاة اللوائح التنظيمية السارية في بلدان أكثر تقدماً إلى مشاكل . وفي الحالات التي يتعدى فيها استيفاء الشروط الازمة لانشاء بورصة سلعية للعقود الآجلة (commodity futures exchange) وهي أسواق تتبع على مزايا مماثلة لما تنتهي التسليم (forward exchanges) وهي أسواق تتبع على مزايا مماثلة لما تنتهي عليه البورصات السلعية الآجلة من حيث تكوين الأسعار وتوفير آلية للتغطية وتعزيز الاستثمار .

ورأى فريق الخبراء أن النظم التجارية الالكترونية يمكن أن توفر وسائل قليلة التكلفة نسبياً لانشاء بورصات محلية . ويمكن لهذه النظم أيضاً أن تسهل ادخال شبكة من البورصات في المناطق التي تكون فيها المشاركة السوقية الممكنة في كل بلد على حدة أقل من أن تجعل انشاء بورصة في كل بلد أمراً مجدياً ؛ ويجري حالياً التفكير في انشاء بورصات إقليمية من هذا النوع في آسيا وأمريكا اللاتينية .

جيم - اللوائح التنظيمية والسياسات على الصعيد الوطني

٦٩ - يفتقر العديد من واضعي السياسات ، ليس في البلدان النامية فحسب ، إلى الخبرة في أصول إدارة المخاطر ، وينظرون إليها باستنكار . ويشكل ذلك سبباً من الأسباب التي تؤدي إلى وجود حواجز تنظيمية عديدة وسياسات معيبة كثيرة أمام استخدام أسواق إدارة المخاطر على الصعيد الوطني ، تتراوح بين الحظر الصريح وعدم وجود اللوائح التنظيمية الواضحة والعوامل المشبطة غير المباشرة .

٧٠ - وفي بعض الحالات ، يُحظر صراحة استخدام أدوات إدارة المخاطر^(٣٧) . وفي عدد من البلدان ، يُحظر على الشركات وغيرها استخدام أدوات أجنبية معينة لإدارة المخاطر ، اعتقاداً أن أداء السوق التي تقدم مثل هذه الأدوات ليس أداء جيداً - وبالتالي تأمل السلطات في حماية هذه الشركات من الخسائر^(٣٨) . ويُحظر بيع عقود الخيارات في بلدان عديدة .

٧١ - وتترتب على اللوائح التنظيمية الحكومية ، السارية على مراقبة النقد الأجنبي وسياسات الأسعار والسياسات التجارية والقواعد الضريبية ، آثار ضخمة من حيث امكانية استخدام الشركات لأدوات إدارة المخاطر ، المتاحة في السوق . فعلى سبيل المثال ، إذا معب الحصول على النقد الأجنبي ، يُصبح الورم الالبيورمات السلعية الأجنبية أمراً بعيد المنال . وإذا خضعت الأسعار المحلية للمصادرات للرقابة ، فإن الحكومة هي التي تحمل معظم المخاطر السعرية ؛ وقد لا توجد حواجز كافية أمام القطاع الخامس لإدارة المخاطر التي يتعرض لها . وإذا تدخلت السياسات التجارية في تدفق المصادرات ، سواءً من حيث مراقبة الأسعار أو بفرض قيود كمية ، فقد تصبح التغطية مستحيلة . وإذا لم تعكس القواعد الضريبية ، على نحو ملائم ، العلاقة بين الجانب المادي لمفقة مما وعنصر إدارة المخاطر في هذه المفقة ، فقد تضرر الشركات إلى دفع ضرائب باهظة . ومن الناحية العملية ، سيحتاج الأمر في بلدان عديدة إلى مناقشات مطولة بين المستخدمين المحتملين لأدوات إدارة المخاطر ومختلف الإدارات الحكومية (بما فيها المصرف المركزي ووزارة المالية وسلطات الضرائب ووزارة التجارة) قبل أن يصبح استخدام أدوات إدارة المخاطر أمراً ممكناً . وسيتعين عندئذ على الشركات أن تتبع ما يحدث من تطورات في هيكل اللوائح التنظيمية في بلدانها لكي لا تجد نفسها في موقف صعب إذا تغيرت هذه اللوائح^(٣٩) .

٧٢ - وتقع على عاتق الحكومات الوطنية مسؤولية مزدوجة في هذا المجال: فعليها أن تيسّر استخدام الملائم لأدوات إدارة المخاطر وأن تقيد ، في الوقت نفسه ، احتمالات إساءة استخدامها . وقد تتراوح أوجه إساءة استخدام بين استعمال أدوات إدارة المخاطر للتحايل على الضرائب الوطنية أو على أنظمة النقد ، أو للدخول في عمليات

للمضاربة بلا ضابط . وقد تقوم سلطات الضرائب بوضع قائمة بعمليات ادارة المخاطر المقبولة يومها عمليات تغطية مليمة من حيث المعاملة الضريبية ؛ وبالمثل ، قد تتم الأجهزة المسؤولة عن التنظيم المالي (على مستوى المصرف المركزي أو وزارة المالية) قائمة محددة بآدوات ادارة المخاطر المسموح للشركات الوطنية باستخدامها .

٧٣ - وأكد فريق الخبراء على ضرورة أن تدرك الحكومات ما يتحمله مستخدمو السوق من تكاليف نتيجة للتغييرات المستمرة و/أو المفاجئة في اللوائح التنظيمية . ويصدق ذلك أيضا على حكومات البلدان التي يوجد فيها مستخدمو السوق . كما تقع على عاتق حكومات البلدان التي توجد فيها ال碧ورمات مسؤولية كبيرة ، وأيضا في كثير من الأحيان مسؤولية دولية ، عن تفادي مثل هذه التغييرات لأنها لا تضر بالمستخدمين المحليين فحسب وإنما تضر أيضا بالمستخدمين الأجانب . وأكد فريق الخبراء على وجود حاجة شديدة إلى تحسين المعلومات والمذكرة المقدمة للحكومات بشأن المسائل المتعلقة بالتنظيم والقواعد ، وكذلك إلى تقاسم الخبرات فيما بين الحكومات . وتتمتع المحاولات الدولية مثل الأونكتاد والبنك الدولي بميزة نسبية في هذا المجال ، ولذلك ينبغي تعزيز أنشطتها في هذا الصدد .

٦١ - طلبات التغطية والمشاكل الأخرى المرتبطة بالتدفقات النقدية

٧٤ - شمة عقبة كبيرة تحول دون استخدام أدوات ادارة المخاطر ، ولا سيما من جانب الشركات الصغرى والمؤسسات الحكومية ، هي الحاجة إلى النقد الأجنبي اللازم لدفع العربون والعمولات وطلبات التغطية^(٢٠) . على الرغم من أن طلبات التغطية لا تشكل تكاليف ، باستثناء الفائدة المضيّعة على المبلغ المستخدم ، من حيث إنه ينبغي ، في عمليات التغطية ، أن يكون حجم طلب التغطية متوازيا مع الأرباح غير المحققة على المفقة المادية ، فإنها تخلق مشاكل في التدفق النقدي إذ يلزم أن يكون الحصول على النقد الأجنبي ميسرا أو أن تكون التسهيلات الاستثمارية متاحة بدرجة كافية . وينظر إلى شركات عديدة في البلدان النامية على أنها أطراف مناظرة ينطوي التعامل معها على درجة كبيرة من المخاطر وإنها ليست جديرة ، وبالتالي ، بالحصول على تسهيلات ائتمانية جيدة ؛ وفي الوقت نفسه ، قد يكون حمولتها على النقد الأجنبي مقيدة ، بوجه عام ، بعدد من اللوائح التنظيمية والممارسات على المعيد المحلي . ويمكن أن تظهر مشاكل أخرى بسبب اجراءات المحاسبة الخاصة بتسجيل المفقات التي تتم خارج الولاية الوطنية (خاصة في حالة الخسارة في تجارة العقود الآجلة) . وتؤثر كل هذه التقييدات على إمكانيات تغطية المخاطر السعرية السلعية ومخاطر تقلبات أسعار العملات – وهي تقلبات يعتبرها المصدرون على نفس الدرجة من الأهمية^(٢١) .

٧٥ - وأشار فريق الخبراء إلى امكانية بذل الجهد في عدد من المجالات لتقليل حدة هذا النوع من المشاكل . فيمكن ، أولاً ، تحسين سبل الحصول على التسهيلات الائتمانية وذلك ، مثلاً ، من خلال تشجيع مشاركة الدوائر المالية المحلية مشاركة نشطة أو بإنشاء مخازن محلية تخول سلطة اصدار ايمالات مخازن كضمان للتسهيلات الائتمانية . وثانياً ، ينبغي مساعدة حكومات البلدان النامية على تحديد والفاء الحاجز التنظيمية التي يواجهها المقدرون لدى السعي إلى استخدام أدوات إدارة المخاطر ، بما في ذلك الحصول على النقد الأجنبي . وطلب بإجراء مقارنة بين التجارب في هذا المجال . وثالثاً ، ذكر أن تقديم الدعم إلى شركات البلدان النامية من خلال مرفق محلي أو دولي لتمويل أو لتأمين طلبات التغطية أمر جدير بالدراسة المعمقة .

هـ - تنظيم الشركات وقضايا مراقبة العمليات

٧٦ - لا تتساوى جميع الشركات من حيث القدرة على الوصول إلى استخدام أدوات إدارة المخاطر ، لأن التكاليف التي ينطوي عليها تنظيم ذلك قد تكون ضخمة . فأولاً ، يتبعين أن تتوافر لدى المستخدمين المحتملين لأدوات إدارة المخاطر امكانيات الاتصال بالأسواق دون عوائق وبصفة مستمرة ، والتكييف مع ساعات العمل في البورصات التجارية والمواضف وقواعد التسلیم . وقد ثبت في أحيان كثيرة أن الضرورة الأولى - وهي عدم وجود عوائق أمام الاتصال بالأسواق - أمر صعب للغاية على شركة توجد في بلد لا يملك وسائل متطرفة للاتصالات ويفتقراً تماماً إلى خدمات المعلومات المتاحة في البلدان المتقدمة . فعلى سبيل المثال ، انسحبت عدة شركات ، تعرف منتجات في السوق غير الرسمية ، من السوق الأفريقية بسبب مشاكل الاتصالات .

٧٧ - وثانياً ، يتبعين على الشركات تدريب موظفيها ، وعليها أيضاً ، كما أكد فريق الخبراء ، أن تتخذ التدابير الكافية بأن يظل هؤلاء الموظفون يعملون لديها في وظائف تشبه ، على الأقل ، الوظائف التي تدرّبوا عليها . ويتيح ذلك للشركات مكسباً إضافياً إذ إنها تستطيع إقامة شبكة اتصالات في المجتمع التجاري وبالتالي تحسين قراراتها الخامسة بالتجارة والأسعار . ويتطبق ذلك التزاماً من إدارة الشركة ومن العاملين فيها ، على حد سواء . وفي حالة الشركات الحكومية ، حيث تقل الرواتب كثيراً عن الرواتب المدفوعة في القطاع الخاص ، قد يصعب تحقيق الاستمرارية .

٧٨ - وثالثاً ، يتبعين على الشركات أن تعدل هياكلها بحيث تتمكن أنشطة إدارة المخاطر ، لا في مجال ممارسات المحاسبة فقط ولكن أيضاً لتأمين مراقبة الادارة للمخاطر بشكل ملائم . ويحتاج الأمر إلى أن تتمكن النظم المحاسبية العلاقة بين الأنشطة المادية وأنشطة إدارة المخاطر ، بحيث يسهل في أي وقت معرفة مدى المخاطر التي تتعرض لها الشركة ، ذلك أن أنشطة إدارة المخاطر بلا ضابط قد كلفت عدة شركات ومؤسسات ، في بلدان متقدمة ونامية ، مبالغ ضخمة .

٧٩ - وقد اتخذت بالفعل بعض الشركات في البلدان النامية ، ولا سيما الشركات الكبرى ، خطوات في هذا الاتجاه . واستمرت هذه العملية على مدى عدة سنوات ، ومرة باجراءات متتابعة بدأ بالتحليل ثم بالجهود التجريبية من خلال الاستخدام الفعلي لأدوات ادارة المخاطر ، وأخذت توسع بالتدريج أنواع وحجم الأدوات المستخدمة . وفي الوقت الحاضر ، ينفذ عدد من الشركات والبورصات والمؤسسات ، بما فيها الونكتاد والبنك الدولي ، أنشطة تدريبية للمستخدمين المحتملين لأدوات ادارة المخاطر (٢٢) . بيد أن الحاجة إلى هذا التدريب تتجاوز العرف بكثير . وفيما يتعلق ، بصفة خاصة ، بمجال تدريب موظفي الادارة العليا في الشركات ، لا تنفذ في الوقت الحاضر سوى أنشطة قليلة جدا . ورأى فريق الخبراء ، بصفة خاصة ، أن شبة حاجة إلى تعزيز التدريب في مجال المحاسبة ونظم مراقبة المخاطر في الشركات .

٨٠ - وأكد فريق الخبراء أيضا أنه يتبع على مديري الشركات وواعي السياسات الحكومية ، كيما يتسع تعزيز استخدام كل من بائع السلع الأساسية ومشتريها للعقود السلعية الآجلة وغيرها من أدوات ادارة المخاطر أن يعملوا على أن تكون الهياكل الداخلية في الشركات لمراقبة المخاطر على درجة كافية من الكفاءة لمنع اساءة استخدام هذه الأدوات على نطاق واسع . وحث فريق الخبراء البورصات والوسطاء (مثل الساما) والمجتمع الدولي على مساعدة شركات البلدان النامية في تصميم هيئات المراقبة هذه ؛ واقتراح الفريق أن يتم ، كتبير مؤقت ، استكشاف امكانية قيام البورصات باقامة نظم لتحذير ادارات الشركات في وقت مبكر بأي معاملات تجارية غير مرخص بها يقوم بها موظفوها (٢٣) .

وأو - عوامل المخاطر المرتبطة بالتجارة وبالبلد وبالسيادة

٨١ - بوجه عام ، تتطوّر القروض وغيرها من المفقات التي تتضمّن عنصراً ائتمانياً على ثلاثة مستويات مناظرة من المخاطر: المخاطر المرتبطة بالتجارة وبالبلد وبالسيادة . أما المخاطر المرتبطة بالتجارة فهي مخاطر التعامل اليومي التجاري ، وليس لها أي علاقة بالموقع الذي توجد فيه الشركة . وأما المخاطر المرتبطة بالبلد فتمثل الخطير المتآصل في التعامل في أي بلد ، مثل تغيير السياسات أو عدم الاستقرار السياسي ، الخ . وأما المخاطر المرتبطة بالسيادة ، وهي المخاطر الرئيسية التي يجد الوسطاء الماليون معاوّبة في تقديرها ، فهي عبارة عن تقييم امكانية أن تتدخل الحكومة في أسلوب سداد الشركات الواقعه داخل حدودها للمدفوعات المستحقة عليها لنظرائها في الخارج (مثل المدفوعات المستحقة للمقرضين بموجب اتفاق مقايضة) .

٨٢ - ولا تشكل هذه الانواع من المخاطر عقبات هامة أمام التجارة المادية فحسب وإنما هي أيضاً عقبات تحول دون استخدام أدوات ادارة المخاطر . وفي الأسواق المنظمة

مثل البورصات السلعية ، يجري نظريا التأمين على المخاطر المتصلة بالتنظير من خلال غرفة المقاومة التابعة للبورصة . بيد أن المستخدمين يعتمدون في أغلب الأحيان على استعداد الوسيط لأن يقدم لهم تسهيلات ائتمانية لمواجهة العربون وطلبات التغطية ؛ ولا تغطي غرفة المقاومة المخاطر المتصلة في توفير الائتمان . وفي الأسواق غير الرسمية ، يعتمد الوسطاء على ممعة الأطراف المناظرة . فإذا لم تعتبر الشركة نظيرا مليئا ، فإن فرصتها في الحصول على التسهيلات الائتمانية لاستخدام البورصات السلعية ستكون ضئيلة أو متعدمة ، ولن تتح لها سبل الوصول إلى السوق غير الرسمية إلا إذا قدمت ضمانات كافية . وتتمثل أحدى المشاكل في أن تقدير الأهلية الائتمانية لشركات البلدان النامية (وخاصة الشركات المصدرة المغيرة التي بدأت في تصدر السلع بعد تحرير هيكل التسويق الداخلي) أمر صعب بسبب قلة الخبرة التجارية السابقة وضعف الممارسات المحاسبية .

٨٣ - وهناك مشكلة إضافية: فحتى إذا اعتبرت الأهلية الائتمانية لشركة ما جيدة جدا ، فمن الجائز أن يشكل وجود هذه الشركة في بلد يعتبر غير ملائم عقبة أمام استخدامها لأدوات إدارة المخاطر . وبالنسبة للأدوات المتاحة في السوق غير الرسمية ، تضع المصارف دور التجارة حدودا قصوى قطرية للمخاطر تتوقف على مدى المخاطر المرتبطة بالسيطرة في التعامل مع البلد المعنى . وفيما يتعلق بمعظم البلدان النامية ، قد يتراوح الحد الأقصى للتعرض للمخاطر بين ٢٠ مليون و ١٠٠ مليون دولار ، وهي مبالغ ضئيلة . ويمكن أن يكون التعرض للمخاطر الائتمانية هائلا في أدوات السوق غير الرسمية . ومن الممكن ايقاف معاملات في السوق غير الرسمية لمجرد أن المخاطر المرتبطة بعملية مقاومة أعلى من الحد الأقصى المسموح به للبلد المعنى والذي وافق عليه لجنة ائتمانية . وتوجد امكانيات لتقليل الحد الاجمالي للمخاطر مثل التأمين أو الحصول على ضمان تبعي أو السيطرة على حصيلة التصدير أو الحصول على الضمانات ، ولكنها لا تزال محدودة . ويمكن التفكير في عدد من الاجراءات الأخرى ^(٢٤) ، ولكن من الواضح أن هذا الجانب يحتاج إلى مزيد من الدراسة .

٨٤ - والآن يتم التغلب على ضخامة المخاطر المرتبطة بالسيطرة ، فلن تتمكن غالبية الشركات الموجودة في بلدان غير بلدان الاقتصاد الموصي المتقدمة من استخدام العديد من الأدوات الجديدة لإدارة المخاطر في الأسواق غير الرسمية . ورأى فريقي الخبراء أن المشاكل التي ينطوي عليها الأمر والبحث عن وسائل للتغلب عليها أمر جدي بالدرجة الجدية على الصعيد الدولي .

الخاتمة

٨٥ - ان تزايد الاعتماد على قوى السوق لتحديد الاسعار الدولية للسلع يتطلب الشفافية والكفاءة في ممارسة آليات تكوين الاسعار في السوق العالمية . وفي هذا الصدد ، فان للاسواق السلعية الاجلة دوراً مهما تقوم به . غير أن النتائج تشير الى ان هذه الاسواق لا تقدم حلاً قابلاً للتطبيق على المستوى العالمي . وبما ان التجارة في سلع عديدة تتسم بوجود اسواق يسود فيها احتكار المنتجين واحتكار المشترين او بدرجة عالية من التكامل الرأسى او تجزؤ السوق بسبب الموقع الجغرافي او اختلاف اذواق المستهلكين ، او بتدايير ادارية مثل اتفاقات التجارة التفضيلية او مراقبة الامصار ، فليس من السليم وضع عقود اجلة لجميع السلع المهمة . وبالاضافة الى ذلك ، وبما ان استخدام عقد اجل لسلعة ما هو اجراء باهظ التكلفة مستند للوقت ، فان قيمة وحجم التبادل التجاري في العديد من السلع القليلة الامامية ربما كانت اقل من ان يسمح بشيوع التجارة في هذه السلع في البورصات ، وهكذا ، يكون الدور المحتمل للعقود المتاجر بها في البورصات في تكوين اسعار العديد من السلع دوراً محدوداً بالضرورة ؛ وستمرد اهمية انواع اخرى من آليات تكوين اسعار مثل التفاوض على اسعار في العقود الطويلة الاجل ، او المزادات ، او الصفقات داخل اي مجموعة من الشركات مرتبطة معاً (intra-firm) ، او الاسواق الاجلة مع التسليم (forward markets) او الاسواق الغورية او الاجلة (terminal market) .

٨٦ - وحتى في حالات التجارة في العقود الاجلة لسلعة معينة ، ليست اسعار المعلن عنها لهذه العقود ، بالضرورة ، نتيجة لعملية كافية من عمليات تكوين اسعار ، ذلك أنه يجب استيفاء شروط عديدة لضمان أن يعطي الاتجاه في العقود الاجلة اشارات صفرية تعكس حالة العرض والطلب الحاضرة والمتوقعة في السوق المادية المعنية . وتشمل هذه الشروط درجة كافية من تقلبات اسعار في السوق المادية ، ومواصفات ملائمة للعقود بشأن الرُّتب والمنشأ ونقطات التسليم واجراءات التسليم البديلة لتقيد التلاعب بالسوق ، ودرجة كافية من السيولة في الاسواق ، ولوائح تنظيمية للبورصات تضمن موضوعية الاسواق وشفافية التجارة .

٨٧ - ولا تُستوفى هذه الشروط في جميع الاحوال . فالاسواق السلعية الاجلة ، على الرغم من أنها تؤدي ، اجمالاً ، وظيفة مفيدة ، لم تحقق الكفاءة الكاملة بعد ، ذلك أن مواصفات العقود ، ضمن أمور أخرى ، لا تفي دائمًا باحتياجات عدد كبير من بايئر السلع الأساسية ومشترييها . وفي مجال شفافية السوق ، يبدو أن الأمر يحتاج إلى تحسينات لاتاحة المشاركة في السوق على أساس أكثر انعاماً . وعلاوة على ذلك ، فإن استخدام المحدود نوعاً حالياً لاسواق ادارة المخاطر مرتبط جزئياً بقلة ثقة بايئر

السلع الأساسية ومشترييها في ملامة أداء البورصات الأمر الذي يعكس ، بوجه خاص ، تكرر محاولات التلاعب وأسلوب معالجتها وعدم القدرة على ادراك تأثير الصناديق الاستثمارية على تكوين الأسعار ، كما يعكس جزئياً الحاجز العديد التي يواجهها البائعون والمشترون عندما يقررون استخدام هذه الأسواق . وسوف يقترح فريق الخبراء المعني بالبورصات السلعية ، الذي سيجتمع بناء على دعوة الأمين العام للأونكتاد ، إجراءات ملائمة في هذه المجالات ، في اجتماعه الذي سيعقد في ١٦٠٩٩٣ /سبتمبر ١٩٩٣ .

الحواشى

- (١) "شراكة جديدة من أجل التنمية: التزام كرتاخينا" ، TB(VIII)/Misc.4 ، الفقرتان ٢٠٥ و ٢٠٦ .
- (٢) المرجع نفسه ، الفقرة ٢١٣ .
- (٣) انظر ٤/٢ TD/B/39 ، المرفق الأول باء - ٤ .
- (٤) "A survey of commodity risk management instruments" ، UNCTAD/COM/15 (15 March 1993) .
- (٥) "Technical and regulatory conditions influencing participation in, and usage of, commodity exchanges by both buyers and sellers of commodities" ، UNCTAD/COM/16 (22 April 1993) .
- (٦) "التعاون التقني في ميدان السلع الأساسية - تحديد ودراسة المجالات التي ينبغي تعزيزها في ميدان التعاون التقني" ، TD/B/CN.1/12 .
- (٧) انظر أيضاً UNCTAD/COM/15, annex table 2 .
- (٨) انظر UNCTAD/COM/15, annex table 3 and UNCTAD/COM/16, annex table 1 .
- (٩) انظر ٦٢-٦٤ UNCTAD/COM/15, paras. 62-64 .
- (١٠) ترد أمثلة عن أداء المقاييس في UNCTAD/COM/15, paras. 80-82 .
- (١١) حتى عام ١٩٩١ ، كانت تتم كل منة حوالي مائة مقايسة ملعبة ، ولكن ورد أن هذا العدد تزايد بقدر كبير منذ ذلك الوقت . والأغلبية الساحقة من هذه المقاييس (ثلاثة أرباع السوق تقريباً تتصل بالنفط والمنتجات النفطية) . وجرى التفاوض أيضاً على بعض المقاييس السلعية فيما يتعلق بالمعادن غير الحديدية ، مثل النحاس والألومينيوم والزنك والرصاص والنikel والبلاتين والذهب والفضة ، والفحسم . وكانت هناك مقاييس قليلة فيما يتعلق بالسلع الزراعية مثل القمح ولب الورق وعصير البرتقال والبن والسكر ، ويجري حالياً النظر جدياً في مقاييس تتعلق بمفيحة وامعة من السلع الأخرى مثل الذرة والكافاف والفاز الطبيعي والمواد الكيميائية .

- (١٢) على سبيل المثال ، جانب كبير من الانتاج المتوقع للذهب في السنتين الى السنوات الثلاث القادمة ، في استراليا وأمريكا الشمالية وجنوب افريقيا ، مفطس بقروض ذهب ، كما أصدر عدد من شركات النفط الغربية سندات مربوطة بسلع أساسية .
- (١٣) في المكسيك ، استخدمت شركة بيمكى للنفط ، المملوكة للدولة ، سندات مربوطة بسعر النفط ، مقومة بالبيزو ، باعتبارها مصدرها الرئيسي للتمويل في أوائل الثمانينات . وربط كل من مدفوعات الفائدة والأصل للسندات بأسعار التصدير للنفط الخام المكسيكي . وأعطى ذلك لبيمكى حماية كبيرة خلال فترات انخفاض الأسعار ، وإن كان ذلك بتكلفة عالية . وفي عام ١٩٨٨ ، أصدرت شركة CVRD للتعدين ، المملوكة للدولة ، سندات لستين إلى أربع سنوات ، قيمتها ٣٦٨ مليون دولار أمريكي بالعملة المحلية ، مرتبطة بأسعار الذهب .
- (١٤) يمكن التغلب على مشكلة القابلية المحدودة للتخزين فيما يتعلق ببعض السلع الزراعية بالتجارة فيها على شكل سلع مجهزة أو مجمدة مثل مسحوق السمك المجفف أو مركزات عصير البرتقال المجمدة . وعندما يحدث مثل هذا التغيير في التجارة المادية ، تصبح العقود الآجلة مجدهية .
- (١٥) من بين العقود القائمة على الأسعار القياسية أو العقود التفاضلية "العقود الآجلة التفاضلية للبن في البرازيل" التي أدخلت في بورصة البن والسكر والكافيار في حزيران/يونيه ١٩٩٣ (CSCE) ، وعقود القطن التي يجري تسويتها نقداً استناداً إلى ما يسمى "Cotlook-A index" الذي أدخل في بورصة القطن في نيويورك في تشرين الأول/اكتوبر ١٩٩٣ . وينظر مجلس التجارة في شيكاغو في إدخال "عقود آجلة" على أساس "السعر القياسي العالمي لزيوت الطعام" .
- (١٦) تجري في الفعل الثالث مناقشة سياسات حكومية أخرى ذات صلة في البلد التي توجد فيها البورصة وسياسات الحكومات في بلدان مستخدمي البورصات .
- (١٧) دفعت التدابير الإدارية في الولايات المتحدة بورصة البن والسكر والكافيار في نيويورك إلى إدخال نوعين من عقود السكر الخام ، أحدهما للسوق المحلي والآخر للاستخدام الدولي .
- (١٨) حاولت بورصة البن والسكر والكافيار في نيويورك حل مشكلة الاختلافات في الأسعار الاقليمية للبن من خلال إدخال "العقود الآجلة التفاضلية الأوروبية للبن" في نيسان/أبريل ١٩٩١ .
- (١٩) الاتفاق المتعلق بتجارة السكر بين بلدان الجماعة الأوروبية وبلدان مجموعة دول افريقيا والカリبي والمحيط الهادئ ؛ على سبيل المثال ، معناه أن مصدر السكر من هذه المجموعة لن يتحملوا أي مخاطر سعرية عندما يصدرون إلى بلدان الجماعة الأوروبية . ولكن هذا لم يمنع التجارة في العقود الآجلة وعقود الخيارات فيما يتعلق بالسكر في عدد من البورصات ، منها بورصة البن والسكر والكافيار في نيويورك وبورصة لندن السلعية ، وفي الماتيف في فرنسا وعدة بورصات يابانية .

الحواشى (تابع)

(٢٠) شكلت مواصفات الجودة مصدراً مستمراً للمشاكل بالنسبة للمعادن . فعلى سبيل المثال ، شهدت جميع العقود الرئيسية للمعادن الخيسية في بورصة لندن للمعادن اجراء واحداً على الأقل لتحسين الجودة ، وألغي عقد قديم كان يتضمن معايير منخفضة للجودة . ويمكن الاستدلال على ضرورة تكييف مواصفات العقود مع المعايير المتغيرة في الصناعة من خلال تجربة منتجي النحاس في أواخر السبعينيات . فقد كانت كاثوارات النحاس هي المنتشرة في التجارة المادية في حين ظلت قضبان الأملك النحاسية هي المعيار في عقود النحاس المتداولة في بورصة لندن للمعادن . وعندما كان العرض من النحاس يزيد على الحاجة لفترة قصيرة ، لم يستطع المنتجون تسليم كاثوارات النحاس للبورصة وتعيين عليهم بيعها في السوق النقدية بخصم كبير . ومنذ ذلك الحين ، تم تكييف عقود النحاس بعد مشاورات بين بورصة لندن للمعادن وصناعة النحاس . وثمة مثال آخر على عقد لا يتمش تماماً مع شروط السوق هو العقد العالمي للسكر ، الساري في نيويورك ، الذي يعني تكراراً من تمايز الأسعار مع اقتراب تاريخ الاستحقاق backwardation (أي أن أمصار عقود الشهر التعاقدية الفورية أو الأجلة التي تقترب من استحقاقها تكون أعلى من تلك الأبعد من تاريخ انقضائها) . وهذه هي نتيجة النقص الممطну لدowافع السياسة ، الناجم عن استبعاد السكر الكوبي المنشأ من التسليم في البورصة ، إذ أن كوبا هي المورد الكبير الوحيد للسكر الخام في نصف الكرة الأرضية الغربية .

(٢١) في الولايات المتحدة ، وفي أيلول/سبتمبر ١٩٩١ ، اقترحت لجنة تجارة العقود الآجلة للسلع (CFTC) أن يغير مجلس شيكاغو للتجارة نقاط التوزيع لعقوده الآجلة الخامسة بالذرة وفول الصويا ؛ وبالنظر إلى تقليل دور شيكاغو كسوق نقدية ، أصبح التلاعب مهلاً للغاية ؛ ومن هنا نشأت الحاجة إلى نقاط توزيع جديدة . انظر: CFTC, Kalo A. Hineman delivery issues symposium, Washington, p. 159, September 1991 .

(٢٢) يعني ذلك ، على سبيل المثال ، أن المستثمرين في الأسواق المالية ، الذين يحتاجون إلى أموال نقدية لسداد مدفوعات تغطية ، قد يقتربون إلى تجنب مراكزهم في الأسواق السلعية ، أو أن المستثمرين المترددين من الأسواق المالية بسبب مشاكل في ذلك المجال قد يفرقون الأسواق السلعية بالاموال .

(٢٣) إذا كان التعامل في عقد آجل لشهر تعاقدي محدد مائلاً ، يمكن لمن يرغب في الشراء أو البيع أن يفعل ذلك بتكلفة بسيطة - أي أن الفرق ضئيل بين سعر الشراء وبيع العقد (the bid-ask spread) وإذا لم يكن التعامل في هذا العقد مائلاً ، يصبح من الأسهل التلاعب في الأمصار . وعندئذ تشمل تكاليف المفقة فارقاً كبيراً بين سعر الشراء والبيع ؛ وبما أن المنافسة قليلة ، فلن تتمكن الأسعار المعروضة الواقع الاقتصادي . و تستطيع الأسواق السائلة أن تستوعب بسهولة عروضاً كبيرة دون أن تتأثر الأسعار بالضرورة ؛ وفي السوق غير السائلة يتبعين على القائمين بعمليات التغطية على نطاق كبير أن يباعدوا بعناية بين مفقاتهم لتفادي خسائر يمكن تفاديتها .

الحواشى (تابع)

- (٢٤) انظر 16/UNCTAD/COM/16 ، الفصل الثالث ، للاطلاع على مناقشة أكثر تفصيلاً لقضايا التنظيم .
- (٢٥) في بورصة لندن للمعادن ، على سبيل المثال ، يتتألف المجلس من مسؤولين منتخبين من المتعاملين في البورصة ؛ ولكن لا توجد قواعد تحكم تشكيل المجلس .
- (٢٦) وفقاً لما ذكره Peter Kooi ، رئيس شعبة تسويق السلع في مؤسسة كارجيل ، "من المفيد ... أن يزداد بين المشاركين في عمليات التنظيم الذاتي عدد الأشخاص الذين يتفهمون أساسيات الأسواق النقدية . وينبغي لمجلس شيكاغو للتجارة بحث آراء العاملين في مجال التفطية التجارية ، لا مجرد تدوين تعليقاتهم في حواشى بعنوان "آراء الأقلية" في المحاضر الرسمية للأجتماعات . وينبغي له توسيع نطاق التمثيل عند اختيار وانتخاب المديرين ، وزيادة مشاركة مجموعات التجار والمنتجين في مناقشة أحوال السوق النقدية وسياسات الزراعة وتجارة المحاصيل الزراعية التي يمكن أن تؤثر على أداء العقود" . ورد في محاضر لجنة الاتجار في العقود السلعية الآجلة ، المرجع نفسه ، الصفحة ٥٦٩ ، أيلول/سبتمبر ١٩٩١ .
- (٢٧) في الأرجنتين ، لا يسمح للمجلس الوطني للغلال بأن يقوم بالتفطية (مثلاً هي الحال بالنسبة للمجلس الكندي للغلال) ، لأن المشرعين يعتبرون التفطية مضاربة . وفي البرازيل ، لم يكن مسموحاً للشركات حتى آب/أغسطس ١٩٩٣ تنفيذ عمليات مقايسة ملعبة إلا من خلال إنشاء شركة خارج الولاية الوطنية . وفي كولومبيا ، لم يرفع الحظر على استخدام أدوات إدارة المخاطر السعرية في سوق السلع إلا في عام ١٩٩٣ ؛ وفي المكسيك ، يسمح للمصارف منذ ١٩٩٣ باستخدام أدوات السوق غير الرسمية لتفطية المخاطر التي قد تتعرض لها أو يتعرض لها عملاًها .
- (٢٨) كان هذا هو الوضع ، حتى تشرين الأول/اكتوبر ١٩٩٣ ، بالنسبة لعقود خيارات بورصة لندن للمعادن في الولايات المتحدة: فقد كان استخدام هذه الخيارات محظوراً ، إلا بالنسبة للشركات العاملة مباشرة في إنتاج السلعة المعنية ، أو تجاراتها أو استهلاكها . وفي اليابان ، ظلت وزارة المالية ، لفترة طويلة ، تحظر على المناديق المؤسسية استخدام العقود الآجلة أو عقود الخيارات في سوق السلع ؛ ولم يسمح إلا اعتباراً من منتصف ١٩٩٣ لشركات التأمين باستثمار جزء صغير من حوالتها في المناديق السلعية .
- (٢٩) ينطبق ذلك ، بالمثل ، على كل الحكومات: في الولايات المتحدة ، على سبيل المثال ، أثرت التغييرات في السياسات التجارية الخامة بالقمع وفي قوانين الضرائب على استخدام أسواق العقود الآجلة .

الحوالى (تابع)

(٣٠) يحسب العربون في كثير من الأحيان ، على أساس نسبة تتراوح بين ٥ و ١٠ في المائة من قيمة السلعة موضع التجارة . فعلى سبيل المثال ، اذا أراد بلد تغطية صادرات من السكر حجمها ... ١٠٠ طن متري ، فعليه ان يودع كعربون حوالي مليونين من الدولارات الأمريكية . وتعتمد طلبات التغطية على تحركات الأسعار بعد بيع او شراء عقد آجل ، وفي هذا المثال ، يتعين على البلد ان يدفع ، مقابل كل سنت من الزيادة في سعر السكر ، مبلغا للتفطية قدره مليونان آخران من الدولارات الأمريكية ، نقدا او في شكل مكوك مالي (وفي الحالة الأخيرة ، يستفيد من الفوائد المدفوعة ؛ ومع ذلك ، يبدو ان شركات عديدة تدفع طلبات التغطية نقدا) .

(٣١) فيما يلي بعض الأمثلة على ذلك: تواجه بلدان منطقة الاتحاد المالي الأفريقي في غرب أفريقيا ، التي تتعامل بعملة قابلة ، نظريا ، للتحويل تماما إلى الفرنك الفرنسي ، حقيقة ان المصرف المركزي يحتاج الى فترة تصل الى أسبوع للبت في طلب لتحويل العملة . وفي تاييلند ، يحتاج المصدرون الى اذن محدد من المصرف المركزي في كل مرة يريدون فيها دفع مبلغ طلب التغطية . وفي كومستاريكا ، لا يسمح المصرف المركزي للشركات باستخدام احتياطيات العملة الأجنبية الا لمواجهة طلبات تغطية ناتجة عن عقود آجلة لفترة لا تتجاوز أربعة أشهر ، على الرغم من ان شركات عديدة تفضل ان تتمكن من تغطية العقود لفترة منة على الأقل .

(٣٢) للاطلاع على وصف لهذه النشطة ، انظر أيضا TD/B/CN.1/12 "التعاون التقني في ميدان السلع الأساسية: تحديد ودراسة المجالات التي ينبغي فيها تعزيز التعاون التقني".

(٣٣) يوجد الان لدى البورصة الفرنسية للعقود الآجلة (MATIF) نظام من هذا النوع: فعندما يتتجاوز حجم مفقات الشركة العضو في هذه البورصة حدأقصى معينا للتعرض للمخاطر (أي اذا تجاوز العربونات (initial deposits) نسبة ٢٠ في المائة من رأس المال الاساسي للشركة) ، تتصل البورصة مباشرة بالادارة العليا للشركة للتأكد من علمها بما يجري .

(٣٤) يهتم عدد من المنظمات الدولية ، ضمن جهات أخرى ، بالتنبّل على مشاكل المخاطر المرتبطة بالسيادة . فالمؤسسة المالية الدولية ، وهي جزء من مجموعة البنك الدولي ، تعمل بالفعل كضمان لعدد من عمليات المقاييس في العملات وأسعار الغائدة والسلع ، لشركات في البلدان النامية . وقيل إن المصرف الأوروبي للتنمية والتنمية الأفريقية للتنمية يتبعان نهجاً مماثلاً .
