



مقدمة النسخة الخامسة لكتاب معيار قياس أداء المعاملات المالية
(مقام)

مقدمة النسخة الخامسة لكتاب معيار قياس أداء المعاملات المالية (مقام)



@ FB , Linkln , Youtube

د. سامر مظهر قنطقجي

رئيس تحرير مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية

أصدرنا النسخة الرابعة من كتاب مقام في شهر تموز من عام ٢٠٢١، وها هي النسخة الخامسة بين أيديكم بعد أقل من ثلاثة أشهر. وقد أرفقنا بهذا العدد النسخة العربية من الكتاب إضافة لنسخة إنكليزية مترجمة منه كهدية.

فلماذا هذا التسارع في إصدار نسخ كتاب مقام؟

أعلننا منذ النسخة الثالثة التي صدرت عام ٢٠١٧ عن بيان جهاز الرقابة المالية البريطاني¹ تاريخ ٢٧-٧-٢٠١٧ حول توقف العمل بمؤشر ليبور نهاية ٢٠٢١؛ أي بعد خمسين سنة من إطلاقه والعمل به، لثبوت فشله تاريخياً.

وبسبب تسارع صدور دراسات عديدة في شهر تموز الماضي بحثاً عن حلول بديلة لمؤشر ليبور استخدمت فيها لغة R و VBA على بيانات كل من بلومبرج ورويتز؛ لضبط حركة الفائدة في السوق؛ مما دفعنا إلى هذا الإصدار الخامس.

لقد اقتصر تقنيات إعداد سعر ليبور منذ تأسيسه من قبل بنك انكلترا عام ١٩٧٠ على تنبؤات وتقديرات يضعها مصرفيون واقتصاديون، لرسم السعر الوسطي لتسعير الفرص الاستثمارية وتسعير السيولة المستقبلية؛ بينما اعتمدت الحلول البديلة التي ظهرت الشهر الماضي من هذا العام؛ على سيناريوهات حاولت أن تبني من حركة الأسواق الحالية مؤشرات تكون بديل ليبور لتسعير الفائدة الربوية في الأسواق؛ فاختر بنك إنجلترا استبدال مجموعة بيانات واحدة عوضاً عن بيانات سعر الفائدة بين البنوك

¹ Financial Conduct Authority FCA

في لندن LIBOR، ومجموعة البيانات هي متوسط مؤشر الليلة الماضية SONIA¹ الذي يسميه الفيدرالي OIS².

وبينما يتطلع LIBOR إلى المستقبل ويستوعب المخاطر بتقديراته - التي ثبت فشلها -، فإن SONIA خالٍ من المخاطر بشكل فعال نظراً لطبيعة القروض القصيرة الأجل، ويبقى هذا مجرد رأي ووجهة نظر. لقد رصدنا السيناريوهات التالية:

١- سيناريو مبادلة سعر الفائدة IRS³ باعتبار أن مبادلة أسعار الفائدة الثابتة مقابل أسعار الفائدة المتغيرة تحقق سيلاً من التدفقات النقدية؛ فتم تحديد الأسعار بمعدل ثابت للتدفقات النقدية الثابتة وبمعدلات متغيرة للتدفقات النقدية المتغيرة؛ فالأول يمكن معرفته من حركة السوق، والثاني يتم توقعه على أساس سعر آجل؛ حيث يمكن التنبؤ بالتدفق النقدي الأول بشكل شبه أكيد، أما ما يتلوه من تدفقات فستبقى تقديرية وقد تكون غير دقيقة.

والنتيجة أن تسعير مبادلة سعر الفائدة IRS ورغم حدوثه؛ إلا أنه لم ينجو من مثالب التسعير السابقة للاقتصاد التقليدي، فقد ميز بين التدفقات النقدية الثابتة واعتبر لها معدلاً يخصها، وبين التدفقات النقدية المتغيرة وخصها بمعدلات عديدة أولها تقديري ثم يصيب ما بعده غموض وريب، والشيء نفسه للمعدلات ومعاملات الحسم، مما يعني أنه تسعير قاصر لا يعبر عن الفرص المتاحة لأطراف التبادل.

٢- سيناريو تسعير مبادلة سعر الفائدة IRS مقابل حسم المبادلة بين عشية وضحاها OIS: يسمى في بريطانيا بمتوسط مؤشر الليلة الماضية SONIA، وهو يستخدم منحنيين:

الأول يقوم على ضخ تدفقات نقدية عائمة باستخدام تنبؤات من منحنى مؤشر ليبور المعدل. والثاني بحسم جميع التدفقات النقدية من ساقين ثابتة وعائمة باستخدام عوامل حسم المبادلة بين عشية وضحاها OIS. والنتيجة أن تسعير Libor IRS مع OIS تسعير بسيط للغاية قد يُمكن من التعامل مع المشكلة بصورة أكثر واقعية.

٣- سيناريو تمهيد المنحنى الصفري من معدلات تبادل سعر ليبور IRS: يتم إنشاء منحنى الصفر من هذه المعدلات في السوق. والنتيجة أن هناك اختلافات بين منحنى معدل الصفر في السوق، ومنحنى معدل

1 Sterling Overnight Index Average

2 Overnight Indexed Swap

3 Interest Rate Swap

الصفرة التمهيدي المحسن، ومنحنى معدل الصفرة الذي تم تمهيده من التحسين العالمي. ولعل منهجية الحساب بين الرابطة الدولية للمبادلات والمشتقات SIMM التي تستخدم متغيرات السوق اليونانية Greek تصطدام بمنحنى الصفرة وإعادة التسعير.

٤- حساسية دلتا لمبادلة سعر الفائدة: يشرح هذا السيناريو كيفية حساب حساسيات دلتا لمبادلة أسعار الفائدة؛ حيث يمكن حساب دلتا بطريقة دلتا صفر أو دلتا السوق. ويمكن لمجموعة من المقترحات من لجنة بازل للرقابة المصرفية من أجل متطلبات رأسمالية جديدة متعلقة بمخاطر السوق للبنوك FRTB استخدام الطريقتين ولكن الرابطة الدولية للمبادلات والمشتقات SIMM¹ تستخدم متغيرات السوق اليونانية .Greeks

والنتيجة أنه ليس لدلتا الصفرة ولا لدلتا السوق قيمة ذات مغزى إلا عند الاستحقاق لأن دلتا عند آجال استحقاق أقل من استحقاق IRS (٣ سنوات) صغيرة جداً (١٠~٣٠). لكن هذا النمط ليس مطلقاً ويخضع لتغير بيئة السوق لأن هذه الأيام تظهر معدلات فائدة منخفضة للغاية.

وخلاصة القول :

أن مؤشر مقام هو الخيار الأفضل للأسواق التقليدية والإسلامية على السواء، لذلك شملت الطبعة الخامسة تعديل اسم المؤشر ليكون معيار قياس أداء المعاملات المالية دون التخصيص بالإسلامية، لأن المعيار يصلح لجميع الحالات مع خدمته للمنتجات الإسلامية جميعها.

ويبنى مؤشر مقام من التدفقات النقدية المتوقعة الخاصة بالمشروع المدروس مما يراعي خصائصه ونوعيته، فالتدفقات النقدية تعكس طبيعة المشروع وبيئته التي يعمل أو سيعمل فيها. أما مؤشرات ليبور وأخواته بوصفها تسعير تنبؤي بالجملة لمختلف المشاريع وفي مختلف البيئات العالمية، فلا تراعي أية خصوصية.

ويكفي لبناء مؤشر مقام التنبؤ بالتدفقات النقدية للمشروع المدروس؛ بينما المؤشرات الأخرى مثل IRR, mIRR, FV, NPV ومثيلاتها فتحتاج إلى تحديد التدفقات النقدية المتوقعة وسعر الفائدة لتحديد النتيجة، وهذا بحد ذاته تفوق وسبق.

وكنا قد قدمنا تحليلاً لحساسية مقام منذ النسخة الثالثة أي منذ ٢٠١٧، وها هو سيناريو ليبور الأخير المقترح يحاول قياس حساسية مبادلة سعر الفائدة.

¹ International Swaps and Derivatives Association

وكنا قد أثبتنا إمكانية بناء مؤشر مقام على مستوى منطقة محددة أو أكثر؛ لتسعير السيولة والفرص الاستثمارية من خلال تتبع مجموعة مؤشرات مقام، وها هي الطرق البديلة التي أضفناها في هذه النسخة تحاول حساب ليبور اعتماداً على منحنيات وبيانات المؤشرات العالمية مستأنسة بها، ونقيس نتائجها على أساس ذلك .

وبما أن السيناريوهات المطروحة مؤخراً من قبل علم البيانات ونماذجه قد ركزت في حلولها على تسعير المبادلات الآجلة في المدى المتوسط؛ فقد أدرجنا إضافة جديدة لمؤشر مقام وهي تسعير المبادلات الآجلة للتنبؤ بها وبتدفقاتها النقدية الصافية المتوقعة السنوية والإجمالية .

وأخيراً وبعد مرور خمسين سنة على فشل ليبور، وإصرار المؤسسات المالية الإسلامية على استخدامه والتمسك به رغم أن أصحابه قد كفروا به صراحة، ورغم وضعنا لمؤشر مقام منذ ما يقرب من عشرين عاماً وتطويرنا لنسخته الأخيرة منذ عام ٢٠١٧ نسمة ونتابع مصرف البحرين المركزي إضافة لمؤسسات مالية إسلامية تحتية أخرى كالمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية وغيره؛ يسعون لاهتين لوضع مؤشر بديل، إلا أن اجتماعاتهم التي استغرقت سنوات وسنوات لم ينجم عنها أي شيء مفيد حتى الآن، بل هم يتجاهلون مؤشر مقام كلياً .

إنه الجحود العلمي؛ فلا هم قادرون على الابتكار، ولا هم يدعمونه .

حماة (حماها الله) في ١٢ صفر ١٤٤٣ هـ الموافق ١٩ أيلول / سبتمبر ٢٠٢١ م