

# اللعبة بالنار

شاركت شركات عبر كافة أطراف الأسواق الناشئة في عقود مشتقات دخيلة أدت إلى خسائر كبيرة

رانдал دود  
Randall Dodd



## موضوع محل نقاش

اشتبك واضعو السياسات في الكثير من الدول في نقاش مستعر حول كيفية التعامل مع المشتقات التي أطلقت عليها أسماء لطيفة «كيكو» و«تارن»، وغيرها من المشتقات غير الدخيلة (انظر إلى الإطار). وثمة سؤالان أساسيان يقعان في لب النقاش: هل كانت تسعى الشركات إلى التحوط - أي حماية نفسها من تحركات العملة - أم كانت تسعى إلى المضاربة؟ وهل كانت البنوك، بتصرفها كسماسرة في المشتقات، تلبى احتياجات عملاءها وحسب، أم شاركت في ممارسات التداول الخادعة؟

ويستحيل تقريبا التثبت من طبيعة تفكير العملاء أو السماسرة. ولذلك فإن الجدل أشعل نار أكبر مما أشعل ضوءا. ويحاول هذا المقال وصف هذه المشتقات وتحليل مدى موافقتها للتحوط والمضاربة، كما يقترح بعض إجراءات السياسات للمساعدة على منع سوء استخدامها.

وقد ثارت مخاوف الرأي العام التي تحيط بهذه المنتجات المالية غير الدخيلة لأن تأثيرها على اقتصادات الأسواق الناشئة ذات الصلة كان أكبر من التأثير المباشر للشركات ذات الصلة. وبمجرد أن بدأت قيمة العملة المحلية في الانخفاض بما يكفي لكي يتكبد مستثمرو «كيكو» و«تارن» خسائر كبيرة بعثت التقارير عن الخسائر الخوف داخل أسواق العملات المحلية وزادت من ضغوط البيع. وكان غياب الشفافية في سوق المشتقات الدخيلة هذه يعني أن أسواق

## أنيقة ولكن قوية

يعطى بانعوا المشتقات في الأغلب أسماء أنيقة للمشتقات الدخيلة في إطار جهود التسويق التي يبذلونها. وترمز «كيكو» (KIKO) بالإنجليزية إلى خيار «الاستمرار والتوقف»، ويمثل خيار «التوقف» المرحلة التي تلغى فيها الأرباح الإضافية للمستثمر. ويرمز «تارن» (TARN) في الإنجليزية إلى «سند استرداد مستهدف» بما يعني أن الأرباح الإضافية سوف تنتهي بعد وصولها إلى مبلغ «استرداد مستهدف». وتستخدم تارن في الأغلب للإشارة إلى عقود آجلة أو مقايضة. وتتضمن المشتقات الشبيهة Snowball و Accumulator، والتي تشير أسماؤها إلى إمكان تراكم المزيد من الأرباح (أو الخسائر).

الأسماء كما لو كانت تطلق على دُمى أو قصص أطفال: «كيكو» تبدو في كوريا و«تارن» في البرازيل ودول أخرى. بيد أنها جزء من نموذج للأعمال يعتمد على استخدام - أو سوء استخدام - مشتقات دخيلة لها عواقب لا يمكن تخيلها. وقد أدت المعاملات المرتبطة بهذه المشتقات إلى خسائر فادحة نجم عنها حالات من الذعر في أسواق العملات وأسهمت في نقل الأزمات المالية إلى أسواق ناشئة. ودفعت العواقب الحقيقية للغاية لرئيس مائدة الأعمال المستديرة في بولندا إلى القول بأن هذه المشتقات «نتاج الجحيم».

وسجلت الخسائر الأولى داخل شركات خاصة في قطاع السلع التي يمكن تداولها. وكان معظم الشركات عبارة عن شركات تصدير إتضح أنها تستخدم المشتقات للحماية من الآثار الضارة التي يمكن أن تحدث إذا تم رفع قيمة العملة المحلية الخاصة بهم. ولكن عندما انخفضت قيم العملات بدلا من ذلك وتم الإفصاح عن الخسائر، اضطرت البورصات في الوقت الذي كان على الشركات أن تتدافع وتبيع العملات المحلية مقابل الدولار لتغطية خسائرها. وكانت الخسائر المباشرة كبيرة وواسعة النطاق. وتأثر ما يقدر بخمسين ألف شركة في الأسواق الناشئة. وتضمن ذلك ١٠ في المائة من المصدريين الإندونيسيين و٥٧١ من المصدريين الكوريين ما بين شركات صغيرة وأخرى متوسطة الحجم. وتقدر الخسائر في البرازيل بـ٢٨ مليار دولار وفي إندونيسيا بـ٣ مليارات دولار وفي المكسيك وبولندا بـ٥ مليارات دولار لكل منهما. ولم تكن جميع الخسائر في القطاع الخاص. فقد خسرت شركة سيلان للبتروال السيرلانكية المملوكة للدولة ٦٠٠ مليون دولار، وتكدت شركة سيتيك باسيفيك الصينية خسائر بلغت ٢,٤ مليار دولار.

ويبدو أن هذه الظاهرة قد استشرت. ووردت أنباء عن خسائر أيضا في الشركات المصدرة وغيرها من الشركات في هونغ كونغ والهند وماليزيا. وعانت الشركات في البرازيل والمكسيك من خسائر كبيرة (انظر «تحوط وليس مراهنه»، في هذا الإصدار).

العملة لم تكن تستطيع معرفة كمية المعاملات القائمة أو من يحوزها أو حجم الخسائر المحتملة. وأدت الشكوك إلى حالة من الخوف تبعتها حالة من الذعر متنامية ذاتيا. وكان الخوف سببا في تراجع قيم العملات، وهو ما أدى إلى خسائر أكبر بالنسبة للمستثمرين.

كما تلقت ثقة المستثمر لطمة هي الأخرى، حيث تعثرت أسعار أسواق الأسهم الناشئة وتم إحباط علاوات الائتمان، وسحب المستثمرون الأجانب رأس المال، وباتت إمكانية إعادة تمويل ديون العملات الأجنبية مستحقة السداد محل شكوك. ووصلت الأزمة المالية العالمية التي بدأت في سوق الإسكان الأمريكية إلى اقتصادات الأسواق الناشئة.

## الظهور الأول

ظهرت المشاكل إلى النور العام الماضي مع حدوث اضطرابات لحالات بدا أنها غير مترابطة من شركات غير مالية فيما يتعلق بتغطية حماية العملة الخاصة بها، وهي عبارة عن معاملات تستهدف تعويض الخسائر التي تحدث عندما تتراجع قيمة عوائد التصدير مقارنة بقيمة العملة المحلية الخاصة بهم (التي يجب أن تستخدمها لدفع تكاليف الإنتاج). وتعد تغطية حماية العملة أمرا له أهمية خاصة بالنسبة للشركات في قطاعات التصدير والاستيراد لأنها تحقق إيرادا وتقدم مدفوعات بعملات غير العملات المحلية الخاصة بها وتريد حماية دخلها بالعملات المحلية. وفي معظم الحالات، فإن هذه التغطية الدخيلة تتضمن مُصدراً اكتسب مركزا طويلا الأجل بعملة البلد الخاصة به - أي أنه يشتري عقدا مشتقا متوقعا زيادة قيمته بالعملة المحلية، عادة في مقابل الدولار.

ولكن، سرعان ما ظهر نمط جديد، ففي سبعة بلدان آسيوية على الأقل - وهي الصين والهند وإندونيسيا واليابان وكوريا وماليزيا وسريلانكا - بالإضافة إلى البرازيل والمكسيك وبولندا، نتجت الخسائر من عقود مشتقات دخيلة شبيهة للغاية تم تداولها بين سماسرة مشتقات محنكين وعملاء شركات غير مالية أقل حنكة عادة. وفي كوريا، اشتهرت هذه المشتقات باسم «كيكو»، (الاستمرار والتوقف) وفي دول أخرى كان يطلق عليها تارن «سند أو مقايضة أو عقد أجل لاسترداد مستهدف» أو عقد أجل تحت الطلب أو ودائع عملة مزدوجة. وكانت مقايضات قسائم العملة هي الوصف الذي استخدم في اليابان.

وما جعل الخسائر أمرا مثيرا للمخاوف هو حجمها، حيث كانت الخسائر التي تم الكشف عنها مفرطة مقارنة بالتقديرات المعقولة لإيرادات التصدير بالشركات، وسرعان ما اضطرت بعض الشركات إلى تقديم طلبات لحمايتها من الإفلاس. ولم يكن ذلك متساويا مع العوائد من أنشطة التغطية العادية. وبدلا من ذلك، ولدت الخسائر المتزايدة عواصف نارية لا تبقى ولا تذر - وأصبحت فضائح.

## ماذا كانت؟

على الرغم من أن الأسماء تباينت من بلد لآخر، فإن الهيكل الاقتصادي الأساسي للمعاملات الشبيهة بـ«كيكو» و«تارن» كان متماثلا.

• فقد خلق المشتق مركزا طويلا، الأجل - أي مركزا يحقق فيه المستثمر مكاسب من زيادة قيمة العملة الأساسية. وعادة ما كان المركز بالعملة المحلية، على الرغم من أن المعاملات في سريلانكا كانت في نفض خام وفي اليابان كانت في دولارات استرالية.

• وأثمر المشتق مدفوعات شهرية استمرت لمدة عام وفي بعض الأحيان عامين. واستخدم هيكل «كيكو» عقود الاختيار الطويلة تحت الطلب الطويل (تعطى المشتري الحق في شراء العملة مقابل سعر معين خلال مدة معينة من

الزمن، وعقود اختيار البيع) (ضمان حق البيع). وقد أدى ذلك إلى ظهور المكافئ الاقتصادي للمعاملات الآجلة أو العقود الآجلة - وفيها يحقق المستثمر أرباحا من حركة التصاعد في السعر الأساسي وخسائر من حركة النزول فيه.

• وتم وضع سقف أو حدود على الأرباح المحتملة من المعاملات، وفي بعض الحالات كان حكم يطلق عليه حكم التوقف هو الذي يلغى المدفوعات الشهرية إذا تم رفع قيمة العملة المحلية لأكثر من سعر صرف محدد، في حين أنه في حالات أخرى كان يمكن للعقد أن ينتهي إذا وصل تراكم الأرباح إلى مقدار مستهدف.

• لم تكن هناك حدود للخسائر المحتملة، وفي الواقع تمت هيكلة المشتقات بطريقة تحدث فيها الخسائر بمعدل أسرع بمقدار الضعف مقارنة بالتراجع في سعر الصرف الأساسي أو السعر الاسترشادي.

• وكانت التكلفة المبدئية أو العلاوة للدخول في هذه المعاملات صفرا

## نقاش لائق

من الصعب معرفة ما إذا كانت الشركات غير المالية تنوى، تغطية نفسها ضد زيادة قوة العملة المحلية أم كانت تنوى المضاربة، فحسب. ومن الصعب أيضا التعرف بصورة شاملة على ما إذا كانت تستوعب بدقة ملامح المخاطر المرتبطة بالعوائد الخاصة بهذه المعاملات. وبالمثل من الصعب التأكد مما إذا كان سماسرة المشتقات الذين يعرضون هذه المعاملات يلبون طلبات عملائهم أم يستغلونها.

وبغض النظر عن الدوافع، فقد كانت النتيجة واضحة جلية، مثلما كان الطابع الاقتصادي لهذه العقود. فلم تكن هذه المشتقات الدخيلة غير مناسبة بالنسبة للتغطية أو المضاربة ولم يكن من المحتمل أن يقوم أي مستثمر لبيب بالدخول في هذه العقود عن عمد. ويجب أن يتحول النقاش حول السياسة من محاولة التعرف على عقلية تجار المشتقات والمستثمرين فيها إلى مناقشة الطريقة الفضلى لضمان استخدام المشتقات المناسبة في الواقع من أجل التغطية، وأن من يقوم بالتغطية محمي من ممارسات التداول الضارة وأن التداول للمضاربة مقصور على أفراد وشركات «مؤهلين».

وهذه المشتقات الدخيلة لا تناسب التغطية لأنها لا تتفق بصورة وثيقة مع تعرض الشركات القائم للمخاطر. وعلى الرغم من أن الشركات تحتاج إلى تغطية من الزيادة في قيمة العملة المحلية، فإن أدوات «كيكو» و«تارن» لا تعمل كتغطية إذا ارتفعت قيمة العملة بدرجة كافية «لوقف» المدفوعات أو استحدثت طلب الوفاء بالعقود. وعلامة على ذلك، فإن المكاسب المحتملة للمصدر من تراجع قيمة العملة - بسبب أن منتجها أصبح أكثر تنافسية - لا يماثلها تضاعف معدل الخسائر من تراجع قيمة النقود.

كما أن هذه المشتقات لا تناسب الشركات غير القادرة على امتصاص الضربة المحتملة الناجمة عن مضاعفة الخسائر المحتملة من تراجع قيمة العملة. وتشير عمليات الإفلاس الناتجة إلى أن ذلك هو ما حدث. وهناك مبدأ جوهري للملاءمة وهو أن المستثمر يجب أن يكون قادرا على امتصاص الخسائر المحتملة.

وعلاوة على ذلك، حتى لو كانت الشركات في قطاع السلع القابلة للتداول تسعى إلى المضاربة، فإن هذه المشتقات كانت بعيدة عن أن تمثل أفضل الأدوات. وكان عقد النقد الأجل أو العقد الآجل النمطي أو المقايضة ستقدم نفس الاحتمال الأعلى أو أفضل منه في الوقت الذي لن يعرضوا فيه المضارب إلى مخاطر الاحتمال الأدنى.

وإذا لم تكن «كيكو» و«تارن» مناسبين للتغطية ولا البديل الأمثل للمضاربة، فلماذا جرى التداول عليها بكميات كبيرة كهذه؟ هناك فرضية

تؤدي إلى هذه الخسائر التي جعلت من تعاملات المشتقات الدخيلة فضيحة مشينة داخل الأسواق الناشئة. وللترويج للمزيد من التغطية والمساعدة على تجنب تكرار وقوع خسائر أو اضطرابات في أسواق الصرف الأجنبي تتسبب فيها هذه الاستثمارات الدخيلة، هناك إجراءات يمكن اتباعها:

- على المستوى الوطني، يجب توضيح وتعزيز قوانين حماية المستثمر وأحكام مكافحة الاحتيال لإحباط استخدام المعاملات في المشتقات غير المناسبة.
- ويجب وضع اشتراطات للإبلاغ عن المعاملات المرتبطة بالمشتقات، فنشر تقارير عن الأسعار وبيانات المعاملات الأخرى للمشتقات سوف يجعل من السوق أكثر شفافية ويعطى سلطات الإشراف المتعددة الجنسيات والقومية قدرة أكبر على اكتشاف المشاكل المحتملة قبل أن تتفاقم.
- يجب إدخال مشتقات معقدة وجديدة أو على الأقل استخدامها من قبل الشركات إلى جوار المضاربين المؤهلين عن طريق استخدام قوائم «إيجابية» للأدوات المالية المقبولة وقوائم «سلبية» للأدوات المحظورة.
- وهناك حاجة ملحة إلى هيئة إشراف متعددة الأطراف لمراقبة الأسواق عالمياً، ومن بين الوظائف الأخرى لذلك، تحديد أنماط سوء التصرف داخل الأسواق والتجاوزات التجارية مثل التي حدثت مع «كيكو» وتارن». ويجب أن تتمكن هذه السلطة، عن طريق علاقاتها القائمة مع سلطات المراقبة الوطنية. ■

راندال دود: خبير أقدم في القطاع المالي بدائرة النقد وأسواق المال التابع لصندوق النقد الدولي

مفادها أن المستثمرين كانوا إما غير محنكين أو لا يحيطون بها يعرفون المخاطر. وفي الواقع، فإن الأسواق المالية الدولية كانت حميدة لمدة طويلة لدرجة أن المستثمرين في أسواق عدة بدءوا ببخسون قيمة مخاطر معينة. وكانت الشركات المالية افتراضاً أقل حنكة من البنوك الكبرى التي تمتن هذه المهنة.

وثمة فرضية أخرى وهي أن بنوكا كانت تجبر المستثمرين في بعض الأحيان على إبرام العقود كشرط لتجديد آجال قروضهم. وفي مقابلات أجراها المؤلف مع بعض السلطات المالية بالأسواق الناشئة، أفادت بأن المستثمرين كانوا يشكون لها من ضغوط البنوك عندما يعيد المستثمرون تمويل القروض. بيد أن ثمة فرضية أخرى للقبول الذي حظيت به هذه المشتقات هو أن مشتقات «كيكو» و«تارن» كانت تُسعر بطريقة تجذب المستثمرين إلى المخاطر الأعلى لأن المشتقات الدخيلة عرضت أسعار صرف أفضل من السائدة في سوق الخيارات والعقود الآجلة النموذجية. وتعني هذه النقطة الأخيرة ضمناً أن المستثمرين كانوا على قدر من المعرفة بالمنتجات ومخاطرها. ولكن، لا يعني ذلك أن هذه الاستثمارات الدخيلة كانت الخيار الأفضل. فإذا كان المستثمرون يقبلون عن علم المفاضلة بين المخاطر – والعائد فإن هذا يعد عملية تجارية تعززها الكفاءة بدرجة خطيرة تقوم خلالها الشركات غير المالية ببيع التأمين ضد مقادير كبرى من المخاطر المفرطة مقارنة إلى الشركات المالية الأكثر حنكة.

### ماذا يجب على جهات التنظيم القيام به؟

هناك حوافز كبيرة للشركات لكي تغطي نفسها ولا بد أن تكون هناك أنشطة تغطية فعلية أكبر إذا كانت الشركات لا تخشى من الاحتيال أو الاستغلال والتغطية لا

 COLUMBIA | SIPA  
School of International and Public Affairs

## PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

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

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

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

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

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

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

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

To learn more about SIPA, please visit:

[www.sipa.columbia.edu](http://www.sipa.columbia.edu)