

تحوط وليس مراهننة

استخدمت شركات أمريكا اللاتينية تقنيات جديدة لكي تتقى تقلبات العملات. لكن قلبه منها استخدمتها في المقامرة - فخسرت كثيراً.

هيرمان كامل، بينيت و. ساتون وكريس ووكر

Herman Kamil, Bennett W. Sutton, and Chris Walker

ترتبط الميزانية العمومية للشركات ببيانات سوق الأسهم لعدد ١٢٠٠ شركة يتم التداول عليها علانية (وتضم شركات مالية وأخرى غير مالية) في كل من الأرجنتين والبرازيل وتشيلي وكولومبيا والمكسيك وبيرو. وقد استهلكنا العمل بوصف تطور أوضاع المركز الصافي للعملات الأجنبية بهذه الشركات خلال فترة زمنية طويلة نسبياً (من العام ١٩٩٢ حتى العام ٢٠٠٧)، ثم أكملنا تحليلاً للميزانية العمومية باستقصاء حساسية تقديرات سوق الأوراق المالية للشركات للتغيرات في أسعار الصرف خلال الفترة من العام ١٩٩٥ حتى ١٩٩٨ ومن العام ٢٠٠٤ حتى ٢٠٠٧. ثم قمنا بعد ذلك باختبار ما إذا كانت استجابة القيم السوقية للشركات لتقلبات أسعار العملات قد تغيرت مع مرور الوقت.

وقد خلصنا إلى أن الشركات المدرجة بالبورصة بأمريكا اللاتينية قد خفضت من درجة تعرضها لمخاطر أسعار الصرف عن طريق خفض تباين العملات في ميزانياتها العمومية، وكانت وسيلتها في ذلك هي خفض اعتمادها على الديون بالعملات الأجنبية وزيادة التوافق المنتظم للالتزامات المستحقة عليها مع الأصول بالعملات الأجنبية أو مع التدفقات المتوقعة بالدولار. وتبعاً لذلك، صارت الشركات محمية بشكل أكبر الآن من مخاطر العملات. كما وجدنا أيضاً أنه في عدد ليس بالقليل من الشركات انخفض تأثير التغيرات في أسعار الصرف على أسعار الأسهم بشكل كبير منذ منتصف العام ٢٠٠٠. وتظهر هذه النتائج أن الشركات صارت أكثر وعياً بمخاطر أسعار الصرف وأنها اتخذت خطوات لتكثيف هيكل ميزانياتها العمومية وممارسات إدارة المخاطر لمواجهة التحديات المتوقعة من جراء زيادة مرونة سعر الصرف.

مضاربة الشركات أثبتت أنها كارثة

لكن عدداً من الشركات الكبرى في البرازيل والمكسيك انخرطت في عمليات مضاربة على المشتقات بالعملات الأجنبية مما تركها عرضة لخطر تقلب العملات. فبدلاً من استغلال هذه المشتقات المالية في تغطية أو حماية، تعرض ميزانيتهم العمومية، للمخاطرة، اتخذ المصدرون والشركات غير المالية في كل من البرازيل والمكسيك مواقف المضاربة الكبيرة في سوق المشتقات بهدف الاستفادة من ارتفاع قيمة العملة المحلية ومن الفروق الإيجابية بين أسعار الفائدة المحلية وأسعار صرف الدولار المنخفضة بوجه عام. وعندما تدنت قيمة الريال البرازيلي والبيزو المكسيكي بصورة حادة بين سبتمبر ونوفمبر عام ٢٠٠٨، تكبدت هذه الشركات خسائر كبيرة (انظر الجدول). وتدخلت المصارف المركزية بقوة في أسواق الصرف الأجنبي في هذين البلدين لاحتواء آثار هذه الخسائر، ولتلبية الطلب غير المسبوق على الدولار. وشهدت أسواق ناشئة أخرى مثل جمهورية

لاقتراض بالعملات الأجنبية أن يكون سلاحاً ذا حدين بالنسبة للشركات في الأسواق الناشئة. فعادة ما تمنح التزامات العملات الأجنبية الشركات القدرة على تأمين التمويل بتكلفة أقل، ولآجال استحقاق أطول مما إذا اقترضت هذه الشركات بعملتها المحلية. إلا أن نفس هذه الالتزامات يمكن أن تترك الميزانية العمومية للشركات عرضة للتقلبات في أسعار الصرف. ففي أواخر التسعينيات وأوائل هذا العقد، صاعدت مجموعة من الانخفاضات الحادة في قيمة العملات في عدد من بلدان أمريكا اللاتينية قيمة ديون الشركات بالعملات الأجنبية بالنسبة إلى الأصول والدخول، وأضعفت قدرة العديد من الشركات على خدمة الدين. وفاقم هذا بدوره المشكلات المصرفية التي عانى منها الكثير من هذه البلدان.

وخلال العقد الماضي، واجهت الشركات تقلبات أوسع وبشكل يومي في أسعار الصرف حينما سعى العديد من الدول إلى تحقيق مزيد من المرونة في أسعار الصرف. وأتاحت هذه الأسعار الأكثر مرونة فرصة أفضل للتصحيح لمواجهة الصدمات الخارجية ومنحت السياسة النقدية المزيد من الاستقلال. والأمر الأكثر حسماً أنها وفرت حوافز للشركات لتدبير مخاطر العملات بشكل أفضل لأن الشركات لم تعد قادرة على الاعتماد على البنوك المركزية للإبقاء على حوافز تحركات العملات ضمن نطاقٍ معنٍ مسبقاً.

وفي دراسةٍ حديثة (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٨) استطلعنا مدى تعرض قطاع الشركات في أمريكا اللاتينية لمخاطر تقلبات أسعار الصرف بين عامي ١٩٩٤ و٢٠٠٧، فوجدنا أن الشركات خفضت وبشدة من درجة تعرض ميزانياتها العمومية لمخاطر التحقيق المفاجئ في قيمة العملات عن طريق تخفيض نسبة الديون المتعاقد عليها بالعملات الأجنبية. كما وجدنا أن الشركات كانت أكثر نشاطاً في استخدام أدوات «طبيعية» للتحوط تجاه تحركات العملات (كحصولها الصادرات والأصول الدولارية) لتعويض المخاطر الدولارية الناجمة عن محفظة ديونها. ولكن بعد إفلاس ليمان براونز في سبتمبر ٢٠٠٨ كشف النقاب عن أوجه جديدة لتعرض هذه المؤسسات للخطر. فعمدت بعض الشركات (خصوصاً الشركات الأضخم والأكثر تطوراً) إلى استخدام عقود المشتقات المالية للمراهننة على تحركات العملة - وخسرت كثيراً حينما انخفضت قيمة العملات انخفاضاً حاداً، الأمر الذي لم يؤد فقط إلى مشاكل مالية لهذه الشركات، بل وضع السلطات في مواجهة مشكلاتٍ صعبة في أسواق العملات الأجنبية.

ميزانيات عمومية أكثر قوة

ولدراسة درجة تعرض قطاع الشركات للخطر، قمنا بإنشاء قاعدة بياناتٍ جديدة

كوريا، ويولندا، والهند أنشطة مماثلة على المشتقات وعانت من نفس الآثار السلبية (انظر «اللعب بالنار» في هذا العدد).

وغالباً ما يتضمن التعرض لمخاطر مشتقات العملات خيارات للعملة يُمنح بموجبها المستثمرون الحق في شراء أو بيع عملة بسعرٍ محددٍ خلال فترة زمنية محددة. ففي البرازيل والمكسيك، دخلت بعض الشركات في هياكل خيار معقدة سواءً في شكل مراهنة صريحة ضد انخفاض قيمة العملة المحلية أو كمصدرٍ للتمويل وسيكون بالطبع أرخص ولكنه ينطوي على مخاطرة أكبر من مخاطرة الحصول على قرضٍ مصرفي بالدولار. وقد تمت هيكلة العديد من المراكز الناتجة عن ذلك بحيث تراكمت الخسائر بوتيرةٍ أسرع عندما انخفضت قيمة العملات المحلية عن سعرٍ معين. وعلى الرغم من أن هذه العمليات كانت مربحة سواءً في الوقت الذي تتدنى فيه قيمة العملة المحلية أو حتى حينما لم تعثر أسعار الصرف تقلباتٍ كثيرة، فإن الخسائر تضخمت بعد خفض قيمة العملات بشكلٍ كبير بعد إفلاس ليمان براذرز في أيلول/ سبتمبر ٢٠٠٨.

من الصعب الجزم بحجم الخسائر التي تكبدتها هذه الشركات إلا إنه في البرازيل والمكسيك كانت الخسائر من الفداحة بحيث استثارت تدخلاً مهماً من قبل المصارف المركزية بهما. وأدى لمخاطر العملات من خلال سوق المشتقات إلى خسائر محاسبية ضخمة، وهدد بتوسيع نطاق صدمة ما بعد أيلول/ سبتمبر في أسواق الصرف الأجنبي - نتيجةً لتزايد طلب الشركات على الدولار لتوفير ضمانٍ إضافي لتغطية خسائرها الناتجة عن التعامل فيما بين الأسواق. ففي المكسيك على سبيل المثال بعد أن ظل البنك المركزي يتدخل لفترةٍ طويلة في سوق تداول العملات بمنطقٍ منتظمٍ ومحكومٍ بالقوانين - اضطر أن يتدخل لأول مرة بشكلٍ أوسع، وعلى أساس الاستنساب وبغير قواعد معلنة مسبقاً. وباع البنك المركزي البرازيلي عقوداً آجلة بالدولار لمساعدة الشركات المتضررة على التحوط أو الاحتفاظ بمراكزها، ولتقليل درجة تذبذب السوق.

وقد وفر الانخفاض الحاد في أسعار أسهم الشركات عقب إعلانها عن خسائرها من صفقات المشتقات المالية دليلاً قوياً على أن التعرض لمخاطر المشتقات كان له صدى كبير في السوق. وتشير النتائج التي خلصنا إليها فيما يخص دولة المكسيك مثلاً إلى أنه قبل أزمة تشرين الأول/ أكتوبر، كانت قيم الأسهم بأغلب الشركات التي كشفت النقاب عن خسائر كبيرة من تعاملاتها بسوق المشتقات تأخذ منحني تصاعدياً تزامناً مع تدنى قيمة العملة المحلية.

تداعيات السياسة

إن تفسيراً معقولاً للنتائج التي توصلنا إليها يقول إن الاتجاه السائد في معظم بلدان المنطقة لتبني أسعار صرف مرنة خلال العقد الماضي قد منح الشركات حوافز كافية لإدارة مخاطر العملات ولأن تصبح أكثر مرونة في مواجهة الصدمات الخارجية. ومع ذلك، وكما هو ظاهر للعيان من الوقائع الأخيرة في كلٍ من البرازيل والمكسيك، فإنه نظراً لأن المشتقات المالية أصبحت أكثر اتقاناً وتعقيداً، فإن الأطر التنظيمية لا بد أن تتناغم مع تطورات السوق، فضلاً عن تعزيزها لممارسات الإشراف.

إن جهات الإشراف وكذلك الجمهور بحاجةٍ لمزيد من المعلومات التفصيلية عن مدى تعرض الشركات غير المالية لمخاطر أوضاع المشتقات. فالأزمة العالمية كشفت النقاب عن ثغراتٍ في الإفصاح عن البيانات المالية وفهم المخاطر التي تنطوي عليها. وقد اتسعت رقعة الأنشطة المالية من قبل الشركات غير المالية لتشمل مجالاتٍ جديدةٍ مثل عقود المشتقات بالخارج باشتراطات محدودةٍ للإفصاح أو التنفيذ، مما جعل جهات التنظيم عاجزة عن تقييم مدى تركّز المخاطر. وتوضح المفاجآت التي خلفها تعرض الشركات البرازيلية والمكسيكية لمخاطر مشتقات العملات، ورد الفعل من قبل أسواق العملات والبنوك المركزية، حجم العواقب المحتملة على صعيد الاقتصاد الكلي بسبب عدم كفاية المعلومات المتوفرة عن الأنشطة المالية لقطاع الشركات.

وكشفت الوقائع الأخيرة التي شهدتها البرازيل والمكسيك عن مشكلاتٍ تتصل بإدارة المخاطر المالية على مستوى الشركة كذلك، فالخسائر الناجمة عن المشتقات المالية كانت ناجمة أيضاً عن مجموعةٍ متنوعةٍ من إخفاقات الحوكمة على مستوى الشركة (سوء إدارة المخاطر)، والافتقار إلى الإفصاح الملائم من قبل موردي الصكوك (المصارف التي كان من المفترض عليها أن تنصح مشتري الخيارات وتعلمهم بالمخاطر الكامنة). وعلى السلطات أن تدرك الحوافز المنحرفة التي تولد من رحم البيئات التي تتميز بمعدل تذبذب منخفض، وتدرك كذلك الحد الذي يمكن أن تتجاوزه البنوك وعملاء البنوك في أوقات الهدوء فتتورط في الكثير من المخاطر.

وتستطيع جهات الإشراف في البلدان التي بها أسواق غير رسمية كبيرة للمشتقات أن تساعد على تحسين الشفافية والإفصاح عن المعلومات المرتبطة بهذه العمليات. فالمؤسسات المالية العاملة في هذه الأسواق يمكن لها أن تعلن عن هذه العمليات بشكلٍ أكثر تواتراً، وتدرج معلوماتٍ أكثر تفصيلاً عن الصكوك والأطراف المقابلة، وبصفةٍ خاصةٍ، قد تتحقق منافع من مطالبة شركات التداول العام غير المالية إلى الإعلان بصورة دورية عن مدى تعرضها لمخاطر المشتقات في الأسواق الخارجية والتي لم يكن يتم رصدها بشكلٍ منتظمٍ في الماضي من قبل جهات التنظيم. وقد تحقق أيضاً مزاي من وراء تشجيع نظام تداول المشتقات القائم على المبادلة للحد من مخاطر الطرف المقابل وتعزيز الشفافية. ومن شأن هذه التدابير أن تساعد على تقييم أفضل لتراكم المخاطر المتصلة بصفقات المشتقات المالية. كما أن من شأنها تعزيز انضباط السوق، ومساعدة المستثمرين النهائيين على إجراء بعض الفحوصات النافية للجهالة التي تُسند في الوقت الراهن إلى مؤسسات التقييم. وتتحرك السلطات في المكسيك والبرازيل بالفعل في هذا الاتجاه.

هيرمان كامل هو خبير اقتصادي، بينيت و. سوتون هو مسؤول أقدم للبحوث، وكريس ووكر هو خبير اقتصادي أقدم في دائرة نصف الكرة الغربية لصندوق النقد الدولي

المراجع:

International Monetary Fund, 2008, "Corporate Vulnerability: Have Firms Reduced Their Exposure to Currency Risk?" Regional Economic Outlook: Western Hemisphere, Chapter 5, (Washington, October).

خسارة رهان

عانت عدة شركات كبيرة في البرازيل والمكسيك من خسائر كبيرة في الربع الرابع من ٢٠٠٨ يتجه لاستخدام مشتقات دخيلة بالعملة الأجنبية

الشركة	خسارة (ملايين الدولارات)	خسارة (نسبة مئوية من إجمالي الأصول)
مكسيكو	٢,٢٠٠	٦٠
كومرسي	٩١١	٢
سيمكس	٨٥٢	٢٧
جروما	٣٥٨	١٥
فيترو	١٩٤	٢
الفا	١٦١	٣٤
جيسا		
برازيل		
ساديا	٢,٤٠٠	٤١
أراكورون سليلوز	٢,١٠٠	٤٢
جروبو فوتونتاين	١,٠٠٠	٥٥

المصادر: المكسيك - تقارير مالية ربع سنوية عن الشركات - تقارير صحيفة، بلومبرج إل بي، رويترز.