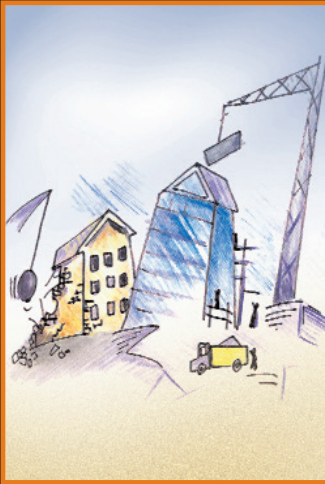


إعادة الهيكلة في قطاع الشركات

دور الحكومة في فترات الأزمات



مارك ستون

إعادة الهيكلة في قطاع الشركات دور الحكومة في فترات الأزمة



مارك ستون

© صندوق النقد الدولي ٢٠٠٢

رئيس تحرير السلسلة
جيريمي كليفت
إدارة العلاقات الخارجية بصندوق النقد الدولي

تصميم وتنفيذ الغلاف
مسعود اعتمادى وشون لي
وشعبة البيانات بالصندوق

ISBN 1-58906-199-3

ISSN 1020-8380

صدر في يونيو ٢٠٠٢

للحصول على مطبوعات صندوق النقد الدولي،

يرجى الاتصال بالعنوان التالي:

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, D.C., 20431, U.S.A.

هاتف: 623-7430 (202) فاكس: 623-7201 (202)

بريد إلكتروني: Publications@imf.org

إنترنت: <http://www.imf.org>

تمهيد

تهدف سلسلة "قضايا اقتصادية" إلى إطلاع الجمهور العريض من القراء غير المتخصصين على جانب من البحوث الاقتصادية التي يصدرها صندوق النقد الدولي حول أهم قضايا الساعة. ويتم استخلاص المادة العلمية التي تحتويها هذه السلسلة من أوراق العمل الصادرة عن الصندوق بصفة أساسية، وهي دراسات متخصصة يقوم بإعدادها خبراء الصندوق والعلماء الزائرون، وكذلك من الدراسات البحثية المختلفة المتعلقة بالسياسات.

ويعتمد هذا العدد من سلسلة "قضايا اقتصادية" على المادة التي تحتويها في الأصل الوثيقة رقم PDP/00/7 في سلسلة بحوث تحليل السياسات الصادرة عن صندوق النقد الدولي بعنوان *Large-Scale Post-Crisis Corporate Restructuring*, July 2002، وعلى ورقة العمل رقم WP/00/114 الصادرة عن صندوق النقد الدولي بعنوان *The Corporate Sector Dynamics of Systemic Financial Crisis*, June 2000، وكذا على الوثيقة رقم PPAA/98/13 في سلسلة تقارير صندوق النقد الدولي المعنية بتحليل وتقييم السياسات بعنوان *Corporate Debt Restructuring in East Asia: Some Lessons from International Experience*, October 1998. وقد أضيفت مواد مرجعية عن اليابان في هذا الكتيب الذي تولى إعداده جيريمي كليفت من إدارة العلاقات الخارجية. وتتضمن ورقة العمل الأصلية مقتطفات من البحوث المشار إليها في هذا الكتيب، ويمكن للقراء شراء نسخة من ورقة العمل (بمبلغ عشر دولارات أمريكية) من إدارة خدمات النشر والمطبوعات بصندوق النقد الدولي، أو تحميلها من موقع صندوق النقد الدولي على شبكة الإنترنت وعنوانه www.imf.org.
وجدير بالذكر أن الآراء الواردة في هذا الكتيب تعكس وجهة نظر الكاتب ولا تمثل بالضرورة آراء صندوق النقد الدولي أو سياساته.

خلفية هذا الكتيب

يعتمد هذا الكتيب اعتمادا أساسيا على الأدلة المستخلصة من تسع أزمات مالية تنظيمية قام فيها قطاع الشركات بدور أساسي (الجدول ١) وانكمش خلالها إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بمتوسط ٦٪. ولا تعتبر هذه المجموعة من فترات الأزمة مجموعة حصرية؛ فهي لا تتضمن البلدان الصغيرة وبعض الحالات الأقل نجاحا في جهود إعادة الهيكلة (رومانيا وروسيا في أوائل تسعينات القرن العشرين). ولكنها تعتبر جميعا فترات مهمة، كما أن البيانات والوثائق المتعلقة بها متوفرة بسهولة أكبر مما هو الحال بالنسبة لغيرها. وقد أضيف إطار عن اليابان في هذا الكتيب.

الجدول ١- فترات إعادة الهيكلة واسعة النطاق للشركات في مرحلة ما بعد الأزمات

البلد	مرحلة قاع الأزمة ^١	البلد	مرحلة قاع الأزمة ^١
شيلي	يناير ١٩٨٣	إندونيسيا	مايو ١٩٩٨
المكسيك	أكتوبر ١٩٨٣	كوريا	يوليو ١٩٩٨
هنغاريا	يوليو ١٩٩٢	ماليزيا	نوفمبر ١٩٩٨
بولندا	أكتوبر ١٩٩١	تايلند	نوفمبر ١٩٩٨
المكسيك	يوليو ١٩٩٥		

^١ يشير مصطلح قاع الأزمة إلى الشهر الذي كان فيه حجم الإنتاج الصناعي المعدل حسب التغيرات الموسمية خلال فترة الأزمة عند أدنى مستوياته.
المصدر: المؤلف.

تحديات إعادة هيكلية الشركات

إن ما تستلزمه الأزمات المالية من إعادة هيكلة واسعة النطاق في قطاع الشركات يعتبر من أكبر التحديات التي تواجه صانعي السياسات الاقتصادية. وتجد الحكومة نفسها مضطرة للاضطلاع بدور قيادي، حتى وإن كان غير مباشر، بسبب الحاجة لتحديد أهداف السياسات ذات الأولوية، ومعالجة إخفاقات السوق، وإصلاح النظم القانونية والضريبية، والتعامل مع المقاومة التي تبديها جماعات المصالح ذات النفوذ. والهدف الأساسي من إعادة الهيكلة واسعة النطاق في قطاع الشركات هو إعادة هيكلة الشركات التي تتوفر لها مقومات الاستمرار وتصفية الشركات التي لا تمتلك تلك المقومات، وإصلاح القطاع المالي، وخلق الظروف المواتية للنمو الاقتصادي طويل الأجل.

وعادة ما يكون هناك تسلسل معين للخطوات التي تتخذها السياسات الناجحة لإعادة هيكلة الشركات بقيادة الحكومة. فبداية، ينبغي للحكومة أن تصوغ سياسات اقتصادية كلية وقانونية تكون بمثابة حجر الأساس لإعادة الهيكلة الناجحة. وبعد ذلك يجب أن تبدأ إعادة الهيكلة المالية في وضع الحوافز المناسبة للبنوك حتى تضطلع بدور في إعادة الهيكلة وتعيد تدفق الائتمان مرة أخرى. وعندها فقط يمكن أن تبدأ عملية إعادة هيكلة الشركات جدياً بفصل الشركات التي تتوفر لها مقومات الاستمرار عن تلك التي لا تمتلك هذه المقومات، فتعيد هيكلة الأولى وتقوم بتصفية الأخيرة. أما الأدوات الأساسية لإعادة هيكلة الشركات بقيادة الحكومة فهي الوساطة، ونظم الحوافز، وإعادة الرسملة المصرفية، وشركات إدارة الأصول، وتعيين مديرين لقيادة عملية إعادة الهيكلة. وبعد أن تحقق الحكومة أهدافها، يجب أن تحد من مشاركتها في دعم إعادة الهيكلة.

مهام إعادة الهيكلة

عادة ما تصبح إعادة الهيكلة واسعة النطاق في قطاع الشركات أمراً ضرورياً بسبب الأزمات المالية النظامية - والتي تعرف بأنها اضطراب حاد في الأسواق المالية من شأنه

أن يحدث آثارا سلبية جسيمة على الاقتصاد - من خلال إعاقته لعمل هذه الأسواق. وهذا التداخل بين قطاع الشركات والقطاع المالي الذي يميز الأزمات النظامية يقتضي أن تعالج عملية إعادة هيكلة القطاعين معا.



وضع الأسس

لا سبيل إلى نجاح إعادة الهيكلة بدون أساس قوي من الإجراءات الحكومية التي تغطي مختلف جوانب السياسات الاقتصادية.

- أولا، يجب ترسيخ الاستقرار الاقتصادي بشكل عام لتوفير الثقة المطلوبة لإعادة هيكلة الدين. فاستقرار الأسعار وأسعار الفائدة وأسعار الصرف يعتبر عنصرا ضروريا حتى يطمئن المدينون والدائنون والمستثمرون المحتملون لوجود بيئة مواتية لممارسة أعمالهم.
- يجب أن تقوم السلطات الوطنية والبنوك والمستشارون بعملية تقييم عاجلة لمدى انتشار حالات العسر في قطاع الشركات وتحديد طبيعتها لمعرفة ما إذا كانت نابعة من مشكلات نظامية، وبالتالي ما إذا كان ينبغي للحكومة أن تضطلع بدور قيادي في حلها. ويمكن تقييم عسر أحوال الشركات بإجراء حسابات سريعة لمدى قدرة قطاع الشركات ككل على خدمة الدين، وحجم الطلب على الائتمان المصرفي، والزيادة في القروض المتعثرة، وحالات الإفلاس.
- ينبغي المسارعة في أقرب وقت ممكن بوضع استراتيجية شاملة لإعادة الهيكلة في قطاع الشركات والقطاع المالي بمجرد أن يستقر الرأي على أن نطاق الأزمة يشمل النظام ككل. وتؤدي مشاركة جميع الأطراف المعنية في وضع تلك الاستراتيجية إلى تعزيز مصداقيتها، على غرار ما تحققه الشفافية في عرض أهداف الاستراتيجية ومهامها وطرق تنفيذها. وقد استفادت السويد خلال الأزمة المصرفية التي مرت بها في أوائل التسعينات، وكذا كوريا في الفترة ١٩٩٧-١٩٩٨، من تعجيلها بوضع استراتيجيات شاملة لإعادة الهيكلة.

- من الضروري خلق مناخ قانوني وتنظيمي ومحاسبي موات حتى يتحقق النجاح لجهود إعادة هيكلة الشركات. وتتضمن الجوانب القانونية المهمة لإعادة الهيكلة معايير حبس الرهن وقواعد الاستثمار الأجنبي وسياسات الدمج والاستحواذ. وغالبا ما يتطلب الأمر تغيير القواعد التنظيمية التي تحكم مبادلة الدين بأسهم الملكية ومبيعات الأصول حتى يتسنى إجراء عمليات إعادة الهيكلة الجديدة والمعقدة.
- يجب الارتقاء بأوضاع ممارسة الصلاحيات في قطاع الشركات لتصل إلى مستوى المعايير الدولية، حتى تجد الشركات التي تتوفر لها مقومات الاستمرار ما يكفي من الدوافع للإقدام على إعادة هيكلة ميزانياتها العمومية وتعظيم قيمتها. وتحسين ممارسة الصلاحيات ليس مطلوبا فقط بوصفه حافزا للمديرين على إعادة هيكلة رصيد الدين الحالي، وإنما أيضا لتشغيل الشركات على نحو مربح وتحسين تدفقات الربح المستقبلية. وفي معظم الأحيان، يمكن أن يؤدي تحرير الاستثمار الأجنبي إلى تعزيز الممارسة السليمة للصلاحيات في قطاع الشركات من خلال استيراد أفضل الممارسات الدولية في هذا الصدد.
- ويتسبب إغلاق الشركات التي لا تمتلك مقومات البقاء في نشوء تكاليف اجتماعية قد تتطلب من الحكومة اتخاذ إجراءات تعويضية لمساعدة الطبقات الفقيرة والحفاظ على الدعم السياسي لبرنامج إعادة الهيكلة. وقد اتخذت هنغاريا وبولندا في أواسط التسعينات تدابير لتضييق الفوارق بين الدخل، وذلك لأسباب أكثر من مجرد إعادة هيكلة الشركات، وإن لم يكن النجاح حليفهما في كل الحالات. وفي شرق آسيا، تم توسيع شبكات الأمان الاجتماعي البدائية إبان الأزمة المالية الآسيوية في عام ١٩٩٧ لموازنة الأثر الذي خلفته الأزمة على الطبقات الفقيرة من خلال تحويلات الدخل وتدابير الحد من البطالة والتدابير المتخذة لضمان استمرار حصول الفقراء على الخدمات الاجتماعية. وينبغي وضع التدابير الاجتماعية بالتعاون مع الشركات والنقابات.



إعادة هيكلة القطاع المالي

حتى بعد وضع الأساس اللازم لإعادة الهيكلة، لا سبيل إلى بدء التقدم في إعادة هيكلة الشركات قبل إحراز تقدم ملموس في إعادة هيكلة القطاع المالي. فاستنزاف رؤوس الأموال المصرفية في سياق الأزمة عادة ما يؤدي إلى تراجع حاد في الإقراض للشركات، سواء منها التي تتوفر لها مقومات البقاء أو التي لا تمتلك تلك المقومات، وهو ما يؤدي إلى زيادة الانكماش الكلي. وفضلا على ذلك يجب أن تتوفر للبنوك رؤوس الأموال والحوافز حتى تتمكن من أداء دورها في إعادة الهيكلة.

وأول مهمة في إعادة الهيكلة المالية هي الفصل قدر الإمكان بين المؤسسات المالية التي تتوفر لها مقومات البقاء والأخرى التي لا تمتلك هذه المقومات. ولتحقيق هذا الهدف، قد يكون من المفيد الحصول على تمويل ومساعدات فنية من المؤسسات المالية الدولية كما حدث في إندونيسيا في أعقاب أزمة عام ١٩٩٧.

وينبغي أن تستحوذ الحكومة على البنوك غير القادرة على الاستمرار، على أن تُباع أصولها في النهاية أو تُنقل إلى إحدى الشركات المتخصصة في إدارة الأصول. أما البنوك التي لا تزال قادرة على العمل فينبغي أن تُعاد رسملتها. وتتم إعادة رسملة البنوك مباشرة بحيث تعود إلى مزاولة النشاط على النحو المعتاد، وإلا فإنها قد تصبح عائقا أمام تحقيق التعافي - في غياب الضغوط التنافسية القوية - إذا ما قامت بإعادة الرسملة على نحو غير مباشر باستخدام فروق أسعار الفائدة الكبيرة. وفي الوقت نفسه، ينبغي للحكومة أن تتأكد من قوة التنظيمات والرقابة المصرفية بدرجة تسمح بالحفاظ على استقرار القطاع المصرفي.

وتتطوي هذه العملية على ما يشبه الحلقة المفرغة. فالذي يساعد على فصل البنوك القادرة على الاستمرار عن البنوك التي لا تمتلك المقومات اللازمة لذلك هو استكمال نفس المهمة في قطاع الشركات، الأمر الذي يساعد على تحقيقه إعادة الهيكلة في القطاع المالي. ويبدو أن أفضل طريقة للخروج من هذه الحلقة المفرغة هو التعجيل بإعادة هيكلة البنوك، لأن تراجع التمويل المصرفي للشركات يعمل على زيادة الانكماش الكلي ويسفر عن عواقب لا يمكن علاجها - كبيع الأصول بأسعار شديدة الانخفاض.



إعادة هيكلة قطاع الشركات

لا يمكن البدء جدياً في إعادة هيكلة الشركات إلا إذا كانت البنوك والأطراف الفاعلة في السوق مستعدة وقادرة على المشاركة فيها. وكما هو الحال مع القطاع المالي، تكون المهمة الأولى هي التمييز بين الشركات التي تتوفر لها مقومات البقاء والأخرى التي لا تمتلك هذه المقومات. والشركات التي لا تتوفر لها مقومات البقاء هي التي تكون قيمتها في حالة التصفية أعلى من قيمتها كمؤسسة عاملة، مع مراعاة التكاليف المحتملة لإعادة الهيكلة، وسعر صرف "التوازن"، وأسعار الفائدة. ويضمن إغلاق الشركات غير القادرة على الاستمرار أنها لن تمتص الائتمان أو تزيد من خسائر البنوك. غير أن ضعف أداء قطاع الشركات ككل أثناء الأزمة أو بعدها مباشرة يجعل تحديد تلك الشركات أمراً معقداً. ويمكن تحديد الشركات القادرة وغير القادرة على الاستمرار باستخدام نماذج محاكاة الربح وتوقعات الميزانية العمومية، بالإضافة إلى التقدير الاجتهادي.

ولتصفية الشركات غير القادرة على البقاء خلال الأزمات النظامية، يتعين في العادة إنشاء آليات جديدة للتصفية تكفل تجنب إجراءات الإفلاس التقليدية القائمة على التقاضي. ويمكن اعتبار قانون الإفلاس في الولايات المتحدة الأمريكية تطبيقاً لمنهج الحد الأدنى من المشاركة الحكومية، وإن كان يبدي تحيزاً قوياً للتصفية في الواقع العملي - حيث ينتهي نحو ٩٠٪ من القضايا بالتصفية وتستغرق إعادة التنظيم وقتاً طويلاً. وفضلاً على ذلك فإن المحاكم عادة ما تعجز عن الفصل في عدد كبير من القضايا، وتفتقر إلى الخبرة اللازمة لذلك، وقد تكون خاضعة لنفوذ أصحاب المصالح الخاصة. وتؤدي حماية المدينين من الإفلاس أثناء إجراءات الوساطة إلى تمكين الشركات التي يتقرر فيما بعد إمكانية استمرارها في العمل، كما تسمح بإجراء تصفية منظمة للشركات غير القادرة على الاستمرار. غير أنه ينبغي في حالة حماية المدينين من الإفلاس مراقبة الشركات المعنية للتأكد من أن المديرين المسؤولين لن يحصدوا الأصول الأكثر ربحية. ويمكن التعجيل بالتصفية عن طريق محاكم خاصة أو قوانين إفلاس جديدة. وقد استحدثت هنغاريا قانوناً متشدداً للإفلاس في عام ١٩٩١ يشترط على الشركات المتأخرة في سداد ديونها تقديم خطة لإعادة التنظيم إلى الدائنين، على أن تصفى الشركة إذا لم يتم التوصل إلى اتفاق. كذلك يسمح تأجيل سداد المدفوعات للبنوك أثناء المفاوضات بأن تواصل الشركات المفترقة إلى السيوولة عملها حتى يتم اتخاذ قرار بشأن إمكانية استمرارها. وبدون إجراءات محددة للإفلاس، يمكن أن تتباطأ عملية إعادة الهيكلة بدرجة ملحوظة مثلما حدث في كثير من بلدان التحول الاقتصادي وفي المكسيك عام ١٩٩٥، وكذلك في إندونيسيا على وجه الخصوص بعد الأزمة الآسيوية عام ١٩٩٧.

ويجب أن تقرر الحكومة أيضا كيفية التصرف في أصول الشركات التي تمت تصفيتها لأن تأخير التصرف في الأصول يجمد الموارد الاقتصادية ويبطئ الانتعاش الاقتصادي ويعوق إعادة هيكلة الشركات.

وبالطبع، يجب إعادة هيكلة الميزانيات العمومية للشركات القادرة على الاستمرار. ويشترك في إعادة الهيكلة الدائنين المحليين والأجانب من القطاع الخاص والشركات الدائنة التي أصبحت حديثا مملوكة للدولة وشركات إدارة الأصول، وكذلك أطراف معنية أخرى كالاتحادات والحكومات. وعادة ما تتم إعادة هيكلة الميزانيات العمومية من خلال تخفيض الدين أو تحويله إلى مشاركة في رأس المال. وكثيرا ما يتسبب الدائنون الذين يمثلون الأقلية في إبطاء إعادة الهيكلة بالتهديد بتصفية الشركات المدينة في محاولة لإجبار الدائنين الذين يمثلون الأغلبية على شراء حصصهم بشروط مواتية. ويمكن تجنب هذه المشكلة التنسيقية بوضع قواعد تسمح بأن تكون الموافقة على خطط إعادة التنظيم من عدد أقل من إجماع الدائنين، وهو ما يمكن إنفاذه بالضغط المعنوي من الحكومة أو باتفاق الدائنين مسبقا على مجموعة من المبادئ أو من خلال إجراءات الإفلاس.

ويمكن إعطاء دفعة البداية لبرنامج إعادة الهيكلة بالانتهاج مبكرا من إجراء المعاملات الواضحة نسبيا؛ ذلك أن إعادة الهيكلة كثيرا ما تتأخر بسبب صعوبة تقييم المعاملات نتيجة لعدم الاستقرار الاقتصادي وعدم موثوقية بيانات الشركات.

وقد أدت فترات التأخير الطويلة في تنفيذ الإصلاحات المتعلقة بإجراءات الإفلاس إلى البطء الشديد في الجهود واسعة النطاق لإعادة هيكلة الشركات عند أواسط التسعينات ونهايتها. ومع بداية عام ٢٠٠٠، لم تكن المكسيك قد انتهت من إصلاح قانون الإفلاس على الرغم من حدوث انخفاض حاد في استحقاقات البنوك على القطاع الخاص منذ الأزمة التي مرت بها البلاد في عام ١٩٩٥. وفي شرق آسيا، تسببت عدم فعالية قانون الإفلاس في إعاقة إعادة الهيكلة لأنه سمح باستمرار الشركات التي لا تتوفر لها مقومات الاستمرار، الأمر الذي لم يقتصر تأثيره على منع البنوك من تحصيل ضمانات القروض، بل امتد إلى إنشاء الشركات القادرة على الاستمرار عن تسديد ديونها - مما تسبب في إلحاق مزيد من الضرر بالبنوك. وعادة ما يرجع السبب في تأخر إصلاح إجراءات الإفلاس إلى الضغوط التي تمارسها الجماعات والأفراد المتضررين من تصفية الشركات غير القادرة على الاستمرار وكذلك من طول المدة اللازمة حتى تتمكن النظم القانونية من التعامل مع الزيادة المفاجئة في عدد قضايا الإفلاس (راجع الإطار ٢).

الإطار ٢- التأخر في إعادة الهيكلة أعاق جهود اليابان في التسعينات

بعد عقد كامل من الأداء الاقتصادي المتباطئ في اليابان خلال التسعينات، بات من المعروف أن الأداء الاقتصادي لن يتحسن ودرجة التعرض للأزمات لن تقل ما لم تتم إعادة هيكلة الشركات على نطاق واسع. غير أن نسبة التمويل بالديون في هذا القطاع ظلت مرتفعة للغاية، فيما يمثل انعكاسا للاستثمار المفرط والمشكلات المتعلقة بممارسة الصلاحيات.

وقد عزى انخفاض ربحية قطاع الشركات إلى ضعف الميزانيات العمومية وإيرادات التشغيل في البنوك. وبالرغم من التقدم المهم الذي تحقق في خفض نسبة التمويل بالديون في الشركات خلال السنوات الأخيرة، فمن الملاحظ أن هذا التقدم لم يتحقق نتيجة لزيادة رأس المال السهمي فحسب، وإنما أيضا بسبب الانخفاض الحاد نسبيا في معدل اقتراض الشركات، الأمر الذي قد يحد من نطاق التوسع الاقتصادي. وفي عام ٢٠٠٢، عجلت السلطات باستحداث تدابير تهدف إلى إعطاء دفعة أولى لعملية إعادة الهيكلة في قطاع الشركات. ودعت البنوك والشركات للموافقة على إعادة الهيكلة خارج نطاق المحاكم في مقابل إسقاط ديونها أو تحويلها لأسهم في رأس المال بما يتفق والمبادئ التوجيهية التي وضعتها الوزارات المعنية واتحادات الشركات والبنوك. وكانت الأسس التي استندت إليها الاستراتيجية الجديدة هي قانون إعادة التأهيل المدني الجديد بشأن إفلاس الشركات، والمبادئ التوجيهية الجديدة لإعادة هيكلة الديون والتي دعمت إطار إعادة الهيكلة في قطاع الشركات، والدور المتزايد لمؤسسة التسوية والتحصيل (Resolution and Collection Corporation) التي أنشئت لتيسير إعادة هيكلة الميزانيات العمومية للبنوك.

وتعتبر الشفافية من المقترحات الإيجابية بشأن إصلاح إجراءات الإفلاس؛ فأفصاح الحكومة بانتظام عن جميع جوانب إعادة الهيكلة يمكن أن يوضح المعوقات التي تفرضها مجموعات المصالح الخاصة، ومن ثم يؤدي إلى خلق ضغوط عامة للتعجيل بالإصلاح.



اختيار شكل المشاركة الحكومية

أثبتت التجربة أن إعادة الهيكلة واسعة النطاق في قطاع الشركات تتطلب من الحكومة القيام بدور قيادي لوضع الأولويات، والحد من التكاليف الاقتصادية والاجتماعية للآزمات، ومعالجة حالات إخفاق السوق، والتعامل مع المعوقات التي تفرضها جماعات المصالح ذات النفوذ. ويعتمد دور الحكومة في إعادة هيكلة الشركات اعتمادا كبيرا على خصوصيات كل بلد على حدة نظرا لطابعها المعقد وعواقبها الاجتماعية ومشاركة مختلف عناصر المجتمع فيها. ولهذا لا يتوفر سوى عدد قليل نسبيا من المبادئ التشغيلية العامة أو الطرق الواضحة لتنظيم خيارات السياسة، لا سيما مقارنة بمجالات أخرى في السياسة الهيكلية كتحريك الحساب الرأسمالي وإصلاح سوق العمل. والمنهج المتبع هنا هو دراسة خمس طرق لإعادة هيكلة الشركات بقيادة الحكومة بترتيب تصاعدي لمستويات المشاركة الحكومية.

الوساطة الحكومية

هناك ما يبرر الوساطة الحكومية بين الشركات والبنوك أو فيما بين البنوك إذا كان الدائنون غير راغبين في قيادة إعادة الهيكلة في قطاع الشركات أو غير قادرين عليها. وقد يكون من أسباب ذلك عدم توفر رأس المال المصرفي أو فرط القوة التفاوضية للمدينين أو الدائنين أو الافتقار إلى حوافز تدفع البنوك أو الشركات إلى حل مشكلات الديون. وقد تؤدي هذه العوامل إلى إطالة مدة إعادة الهيكلة وتسفر عن تكاليف كان يمكن تجنبها بل وعن تصفية الشركات المدينة بلا داع. ولتجنب هذه المزالق، يمكن للحكومة أن تتوسط بشكل غير رسمي أو في إطار أكثر تنظيما. وأفضل الأشكال المعروفة للوساطة الرسمية هو "منهج لندن" المطبق في المملكة المتحدة تحت رعاية بنك إنجلترا (راجع الإطار ٣).

ويعتبر إطار الوساطة الحكومية مناسباً إذا كانت إعادة هيكلة الشركات تتم على نطاق محدود وفي بيئة مساندة. ويوفر هذا المنهج المرونة وإمكانية التكيف، ولكنه يتطلب وسيطا حكوميا ذا مصداقية واقتصادا كليا مستقرا وإطارا تنظيميا مناسباً - وكلها مواصفات متوفرة في المملكة المتحدة حيث يطبق هذا المنهج بنجاح. غير أنه تبين أن منهج لندن يحقق فائدة أقل إذا كان عدد الدائنين كبير، خاصة الدائنين الأجانب.

الإطار ٢- "منهج لندن" ينطوي على معاناة مشتركة

يعد "منهج لندن" المستخدم في المملكة المتحدة أفضل مثال معروف للوساطة الرسمية. وهو يشكل مجموعة من المبادئ التي تطبق تحت رعاية بنك إنجلترا وتستخدم لإيجاد إطار معياري يساعد على تحقيق الإجماع بين البنوك. ويقوم منهج لندن على المبادئ التالية:

- إذا تعرضت شركة لمشكلات، تحتفظ البنوك بالتسهيلات الائتمانية القائمة ولا تمارس أي ضغوط حتى تعلن الشركة إفلاسها؛
- تعمل البنوك معاً؛
- لا تتخذ القرارات بشأن مستقبل المدين إلا على أساس المعلومات الشاملة المتبادلة بين جميع البنوك والأطراف المعنية؛
- الاستحقاقات ذات الأولوية معترف بها ولكن هناك قدر من المعاناة المشتركة.

ولم يتم إدراج منهج لندن في نص رسمي لتجنب الإغراق في التعقيدات القانونية، وأيضاً لأن هذا الإطار ينبغي أن يكون مرناً وقابل للتطويع ويعتمد على الموافقة الاختيارية من البنوك. وقد طبق منهج لندن بمشاركة بنك إنجلترا في أكثر من ١٦٠ حالة خلال الفترة ١٩٨٩-١٩٩٧.

وتكمن قوة منهج لندن في إمكانية تطويعه حسب مقتضى الحال. وبالطبع، إن ما يجعل تطبيق هذا المنهج على إعادة هيكلة ديون الشركات سهلاً في المملكة المتحدة هو ملاءمة المناخ التنظيمي، واستقرار الاقتصاد الكلي، وضالة الدور الذي يسهم به الدائنون الأجانب، والأهم من ذلك كله عدم تواتر إعادة هيكلة الديون في قطاع الشركات وضيق النطاق الذي تشمله. وفي هذا المناخ، ثبت نجاح منهج لندن بدعم من السمعة التي يتمتع بها بنك إنجلترا وما يتميز به من موضوعية.

نظم الحوافز الممولة من الحكومة

قد يكون من المفيد استخدام الحوافز المالية التي تقدم وفق نظام معد سلفاً لتموله الحكومة إذا كانت الضائقة التي تمر بها الشركة ضائقة تنظيمية، وكانت الإخفاقات السوقية أو التنظيمية عائقاً أمام إعادة الهيكلة، وكان لدى الحكومة ما يكفي من موارد

الميزانية. وعادة ما تتضمن هذه النظم حوافز في شكل تأمينات أو إعانات مالية تتاح للدائنين والمدينين على أساس طوعي. وتتضمن الحوافز تعويضات للدائنين عن إطالة آجال استحقاق الدين وفترات السماح، وكذا ضمانات أسعار الفائدة وأسعار الصرف، وعمليات ضخ رأس المال السهمي. ويجب على الحكومة إجراء مفاضلة بين تكاليف المالية العامة المترتبة على النظام المعني والمزايا التنظيمية التي يحققها تخفيف الضائقة التي تمر بها الشركات. وقد طبقت المكسيك استراتيجيات حكومية في أوائل الثمانينات ومنصف التسعينات، وكذلك فعلت شيلي (راجع دراسات الحالة في الصفحات ١٥-٢٠).

إعادة رسملة البنوك

مما يستدعي إعادة الرسملة المصرفية أن تكون مشكلات الديون واسعة الانتشار في قطاع الشركات بحيث تضر بسلامة النظام المصرفي، وتكون البنوك راغبة في إعادة هيكلة الشركات بمفردها وقادرة على القيام بهذه المهمة. فنتيجة لانقطاع الشركات عن أداء مدفوعات ديونها لمدة طويلة - وهو ما يعكس في العادة عدم استقرار الاقتصاد الكلي - ينخفض رأس المال المصرفي وقد يصل الأمر إلى استنفاده. وتنشأ الحاجة إلى التمويل العام لاستعادة رأس المال المصرفي إذا كان رأس المال الجديد هو كل ما تحتاجه البنوك لإعادة هيكلة الديون (أي إذا كانت لديها الحوافز والقدرات اللازمة لتسويتها) وكان من غير المتوقع الحصول على رأس مال جديد من القطاع الخاص يكفي لعودتها إلى العمل على النحو المعتاد.

وعادة ما تُنشأ هيئة جديدة لإعادة الهيكلة المصرفية للمساعدة على تنسيق السياسات اللازمة لإنجاح إعادة الرسملة. ويتعين على تلك الهيئة إجراء تقييم دقيق للتكاليف التي تتحملها المالية العامة نتيجة إعادة الرسملة المصرفية، والتي قد تكون بالغة الارتفاع، في مقابل المزايا التي ستتحقق نتيجة لذلك. وينبغي تخفيض قيمة رأس المال السهمي القائم قبل استخدام الأموال العامة في إعادة الرسملة المصرفية للتأكد من أن دافعي الضرائب لن يتحملوا أكثر من نصيبهم العادل في هذا العبء. ومما يعجل بعودة البنوك إلى سيطرة القطاع الخاص اشتراط أن تقوم الهيئة المسؤولة عن إعادة الهيكلة بحل مراكزها السهمية عند استيفاء الشروط المحددة مسبقاً. وأخيراً فإن الهيئة تقوم في معظم الحالات بدور أساسي في تقرير ما إذا كان ينبغي للبنوك إدارة أصولها الضعيفة بنفسها أم تحولها إلى إحدى شركات إدارة الأصول أو إلى جهة أخرى. وتميل تكاليف إعادة الرسملة إلى تجاوز تكاليف الأزمات العادية التي يتعرض لها القطاع المصرفي، نظراً لحدة الأزمات المالية التنظيمية قيد البحث في هذا الكتيب. وتبلغ

تكاليف عملية التسوية المصرفية في الأزمات المصرفية النمطية ما يعادل ٧٪ إلى ١٤٪ تقريبا من إجمالي الناتج المحلي، وإن كانت قد تجاوزت ٥٠٪ في إندونيسيا ووصلت إلى ٤١٪ في شيلي.

ويكون إعادة الرسملة المصرفية ما يبررها في ظل الأوضاع المشابهة لما يسود في حالة النظم الحكومية، على أن تكون البنوك أكثر قدرة على تسوية الديون. غير أن إعادة الرسملة تخلق مشكلة جديدة من مشكلات "الخطر المعنوي"، حيث إنها قد تولد لدى البنوك حافزا على المقامرة برأس المال الجديد في قروض عالية المخاطر على أساس أنها ستكرر إعادة الرسملة إذا لم تحقق هذه القروض الفائدة المرجوة منها. فضلا على ذلك، قد تتضارب الأهداف أمام البنوك المعادة رسملتها حديثا والتي في حوزتها حصص كبيرة من رأس المال السهمي في الشركات القائمة بإعادة الهيكلة. ولتجنب الخطر المعنوي، ينبغي تكميل إعادة الرسملة بتدابير لتحسين الرقابة وممارسة الصلاحيات في البنوك، خاصة إذا انتهى الأمر بامتلاك البنوك حصة كبيرة من قطاع الشركات. وقد يكون من المفيد ربط إعادة الرسملة المصرفية بتدابير مصرفية محددة لإعادة هيكلة ديون الشركات.

شركات إدارة الأصول

يتطلب الأمر تأسيس شركة جديدة ممولة من الحكومة لإدارة الأصول إذا كان عدد الشركات المتعثرة كبيرا وكانت هناك عوامل اقتصادية جزئية تعوق إعادة الهيكلة بدرجة حادة. وأهم هذه العوامل هي البنوك ذات رؤوس الأموال المخفضة والإدارة الضعيفة، والخبرات القاصرة في مجال تسوية الديون المصرفية، واختلال توازن القوى بين البنوك والشركات، وافتقار الشركات إلى القدرات اللازمة لتقديم معلومات مالية موثوقة فضلا على عدم رغبتها في تقديم هذه المعلومات، ومرة أخرى العواقب التنظيمية المعاكسة. ويمكن لشركات إدارة الأصول الممولة من الحكومة شراء القروض المعدومة وتوفير رأس المال السهمي للبنوك والشركات والتفاوض مع المدينين والقيام بدور مالي وتشغيلي نشط في إعادة الهيكلة. وإذا كانت المحاكم المختصة بإجراءات الإفلاس غير فعالة، يمكن أن تكون شركة إدارة الأصول أيضا بمثابة آلية لإجراءات الإفلاس خارج نطاق المحاكم، لأن التصديق على تشريع في هذا الصدد وإقامة بنية تحتية مؤسسية تضمن فعالية إجراءات الإفلاس يمكن أن تستغرق وقتا طويلا. ويمكن تحويل القروض التي تتولاها شركات إدارة الأصول إلى رأس مال سهمي وبيعها للجمهور في نهاية المطاف. وتحقق شركات إدارة الأصول وفورات الحجم في مجال تخصصها، وهو إعادة هيكلة

ديون الشركات، ويمكنها خلق أسواق ثانوية للديون. وتستفيد البنوك من زيادة رؤوس أموالها، بينما تتوقع الشركات إعادة هيكلة ديونها بسرعة أكبر. وقد استُخدم نظام شركات إدارة الأصول في هنغاريا واندونيسيا وكوريا وماليزيا. وفي شرق آسيا، تولت شركات إدارة الأصول ديونا ضخمة تراوحت بين ما يعادل ٨٠٪ و ٣٥٪ من إجمالي الناتج المحلي. غير أنه تبين ببطء إجراءات التصرف في الأصول وتسويتها. فشركات إدارة الأصول تكون حلا ملائما إذا كانت إعادة هيكلة الديون بقيادة البنوك غير ممكنة، ولكنها لا تخلو من المخاطر أيضا. فلكي تنجح شركة إدارة الأصول في مهمتها، ينبغي أن تكون لديها أهداف واضحة ومحددة مسبقا، وأن يكون هدفها استرداد أكبر قدر ممكن من الديون، وأن تبقى بعيدة عن التسييس، وأن تمتلك التمويل الكافي.

مديرو إعادة الهيكلة

تم تعيين مديرين لعمليات إعادة الهيكلة بغية التعجيل بالإصلاح في البلدان التي مرت بأزمات في قطاع الشركات مؤخرا، وذلك بعد التعقيدات التي تعرضت لها إعادة هيكلة الشركات وإعادة الهيكلة المالية في هذه البلدان مؤخرا. ويستطيع المدير تحديد أهداف إعادة الهيكلة بوضوح وشفافية، والتغلب على مشكلة الإفراط في التمويل بالديون من جانب الدائنين أو المدينين، وتعبئة الدعم المالي الحكومي وترتيب أولوياته، وإفساح المجال أمام مشاركة عناصر المجتمع التي قد تستبعد في الأحوال الأخرى. وعادة ما تكون مسؤولية تعيين مدير إعادة الهيكلة منوطة برئيس السلطة التنفيذية الذي يكون مسؤولا عنه مسؤولية مباشرة. ويتولى مدير إعادة الهيكلة الإشراف على جهود الوساطة، ولجان إعادة هيكلة الشركات، وشركات إدارة الأصول، والهيئة المسؤولة عن إعادة الهيكلة المصرفية.

وتعتبر وظيفة مديري إعادة الهيكلة حديثة العهد نسبيا. ولا يبدو أن هذه الوظيفة كانت موجودة أثناء فترات الأزمة في الثمانينات وأوائل التسعينات. ففي كوريا، كانت لجنة الإشراف المالي هي المسؤولة عن إدارة عملية إعادة الهيكلة المالية بعد أوائل ١٩٩٨، وكان رئيس اللجنة وزيرا يرفع تقاريره إلى رئيس الجمهورية مباشرة.

ويمكن أن يساعد مدير إعادة الهيكلة على التعجيل بالعملية حين يكون عدد الأطراف المعنية كبيرا ومصالحهم متعارضة، وتكون هناك عواقب نظامية من شأنها زيادة تكلفة التأخير. ومن الطبيعي أن هناك مشكلات يحتمل وقوعها في ظل مركزية الإشراف على إعادة الهيكلة، بما في ذلك فرط التسييس وغياب حوافز السوق للإسترشاد بها في اتخاذ

قرار. ولكن لأن التعقيدات المصاحبة لإعادة الهيكلة تتزايد باستمرار والانعكاسات النظامية الناشئة عن أزمات الشركات تظل حادة، فقد يصبح وجود المديرين سمة أكثر شيوعاً من ذي قبل في جهود إعادة الهيكلة واسعة النطاق.



تقليص دور الحكومة

مما يساعد على تفسير طول الوقت اللازم لاستكمال إعادة الهيكلة أن ندرك الحاجة إلى توسيع دور الحكومة في البداية ثم تقليصه فيما بعد. فمؤسسات إعادة الهيكلة الجديدة تخضع لقيود اقتصادية وسياسية تضطر الحكومات إلى المفاضلة بين خيارات صعبة، خاصة بين تكاليف إعادة الهيكلة على المدى القصير (كالبطالة، والانخفاضات الحادة في أسعار الأصول، ومنحنى التعلم الذي يمر به مديرو الشركات الجدد) ومزاياها على المدى البعيد (رفع كفاءة تخصيص الموارد، وتحقيق ميزانيات عمومية أكثر أمناً). ويؤدي مناخ الأزمة في البداية إلى تهدئة حدة الخلافات بين جماعات المصالح بسبب البطالة وانتهاء دور أصحاب الشركات، ولكن الدعم الكبير للإصلاح كثيراً ما ينحسر بعد انقضاء الأزمة واستعادة قوة النشاط الاقتصادي. والشيء الخطير أن نفوذ جماعات المصالح الخاصة يمكن أن يؤخر إصلاح إجراءات الإفلاس وإعادة الخصخصة التي قد تؤثر على حجم ملكيتها.

وينطوي استكمال إعادة الهيكلة على بيع معظم حصص الحكومة في القطاع الخاص أو كلها، وهي حصص يمكن أن تنتمى لتصل إلى مستويات ضخمة بعد الأزمة. ويمكن أن تكون ملكية الحكومة لقطاع الشركات مباشرة - بعد مبادلة الدين بأسهم الملكية - أو غير مباشرة من خلال شركات إدارة الأصول المملوكة للحكومة وإعادة رسملة الحكومة للبنوك. ويتطلب نجاح الخصخصة نقل التحكم ليس فقط من الحكومة ولكن أيضاً من الإدارة القائمة. وتحسين أنماط ممارسة الصلاحيات في قطاع الشركات، عادة ما يلزم

إدخال مستثمر استراتيجي يتمثل في مؤسسة مالية أجنبية على الأرجح في الاقتصادات الصغيرة أو المتوسطة.

ويمكن أن يستغرق استكمال برنامج ناجح لإعادة الهيكلة واسعة النطاق في قطاع الشركات وقتا طويلا في معظم الأحيان - ربما يصل إلى خمسة أعوام على أقل تقدير. وفي شيلي، يمكن تمييز بداية إعادة الهيكلة بعملية الاستحواذ على المؤسسات المالية المتعثرة في أواخر عام ١٩٨١، بينما حدثت آخر عمليات الاستحواذ وبرامج إعادة هيكلة الديون في عام ١٩٨٦. أما خصخصة البنوك وتحديث الإطار المؤسسي فلم ينتهيان إلا في عام ١٩٨٩. وبحلول عام ١٩٩٨، كانت حصة الحكومة في رأس مال القطاع المصرفي البولندي قد خفضت إلى الثلث وأصبحت حصة الأجانب فيها ٤٠٪، بينما انخفضت حصة الحكومة في هنغاريا إلى ٢٠٪ وأصبح الأجانب يمتلكون معظم الحصص المتبقية.

ويمكن أن يتسبب تأخير إعادة الهيكلة في تكاليف كبيرة. فاستدامة ملكية الحكومة يمكن أن تعوق إعادة الهيكلة وفرص النمو طويل الأجل، وذلك بما تسببه من إعاقة قوى السوق اللازمة لرفع الكفاءة. فضلا على ذلك فإن بطء وتيرة إعادة الهيكلة يدفع المستثمرين الأجانب نحو بلدان أخرى منافسة - وهي مسألة قد يصعب علاجها. وأخيرا يتسبب تأخير إعادة الهيكلة في تكاليف على المالية العامة، لا سيما في حالة البنوك والشركات غير ذات الكفاءة المملوكة للدولة.

ويمكن تقصير الوقت اللازم للانتهاء من إعادة الهيكلة إذا ما كان تصميم الاستراتيجية المستخدمة ملائما. وكما ذكرنا أنفا، إن الصياغة المبكرة والشفافة للاستراتيجية الكلية يمكن أن يكسب التأييد العام ويتصدى لمقاومة جماعات المصالح الخاصة ويزيد من فعالية السياسة المتبعة. ومن الأمور الضرورية في هذا الصدد سرعة إيجاد مناخ قانوني داعم؛ فالوضوح في إعلان أهداف إعادة الهيكلة يجعل من الواضح فيما بعد متى ينبغي للحكومة تقليص دورها وإغلاق مؤسساتها المكلفة بإعادة الهيكلة. ويمكن أن تسهم أحكام النسخ التلقائي في تحديد المساحة الزمنية لهذه المؤسسات.



دراسات الحالة

المكسيك في أوائل الثمانينات

اعتمدت المكسيك في أوائل الثمانينات خطة حكومية لإعادة هيكلة الديون الخارجية للشركات عقب انقطاع مدفوعات الدين الخارجي وتوقف القروض الجديدة في عام ١٩٨٢. وأنشأت الحكومة في أوائل عام ١٩٨٣ الصندوق الاستئماني لتغطية مخاطر الصرف الأجنبي، والمعروف اختصاراً باسم "FICORCA"، تحت إشراف البنك المركزي. وكان الحافز الأساسي الذي دفع الشركات للاشتراك في هذا الصندوق هو أنه يمكنها من مبادلة ديونها الخارجية بديون جديدة مقومة بالبيزو بسعر صرف مضمون من الحكومة يتحدد في بداية العملية، وبأجل استحقاق ممدد يبلغ ثماني سنوات أو أكثر مع فترة سماح مدتها أربع سنوات.

وبموجب هذا الصندوق أعيدت هيكلة ما يقرب من ١٢,٥ بليون دولار أمريكي من ديون حوالي ٢٠٠٠ شركة وقام بهذا العمل فريق يتكون من حوالي ٥٠ موظفاً، وأشرفت بنوك المكسيك التجارية على مدفوعات خدمة الدين مقابل بعض الرسوم. وأدى تحمل الحكومة مخاطر الصرف الأجنبي إلى تحقيق مكاسب هائلة بسبب تمديد آجال استحقاق الديون المجددة وارتفاع سعر البيزو نتيجة لذلك.

وقد اعتبر الصندوق الاستئماني لتغطية مخاطر الصرف الأجنبي ناجحاً بصفة عامة لأن الحجم الضخم من الديون المعادة هيكلتها في ظل هذا المشروع ساعد على حل المشكلات التي واجهت القطاع الخاص في عام ١٩٨٢. فقد هباً الصندوق مناخاً مستقراً لعمليات التفاوض على الديون، ونجح في تثبيت حجم تعرض المدينين لتقلب سعر الصرف ومنحهم فرصة لالتقاط الأنفاس، كما أتاح سعر فائدة على الديون الأجنبية أقل مما كان يستطيع المدينون الحصول عليه بأنفسهم، وجنب الحكومة التعرض للمخاطر التجارية. غير أن نطاق اختصاص الصندوق المحدود نسبياً يعني أنه لم يكن مضطراً لمواجهة الكثير من التحديات المعقدة التي واجهت أجهزة أخرى، مثل تحديد الشركات التي لا تتوفر لها مقومات الاستمرار وإعادة هيكلة الديون المحلية ومشكلات التنسيق فيما بين الدائنين وفيما بين الدائنين والمدينين، كما أن الحكومة كانت معرضة لمخاطر سعر الصرف.

شيلي

قامت شيلي بإعادة رسملة البنوك وتنفيذ الخطط الحكومية لإعادة هيكلة ديون الشركات في أوائل الثمانينات وأواسطها. وقد ظهرت مشكلات سداد الديون نتيجة

للكساد الذي حدث في الفترة ١٩٨٣-١٩٨١ عقب عقد من الإصلاح المالي والانتعاش الملحوظ في أنشطة الوساطة المالية. ولتقديم حوافز لسداد خدمة الدين وإعادة إنشاء نظام مصرفي سليم، قامت السلطات بتحسين إجراءات الرقابة والتنظيم المصرفي، كما أعادت رسملة بنوك القطاع الخاص عن طريق شراء قروض دون المستوى بالقيمة الاسمية في الأعوام ١٩٨٢ و ١٩٨٤ و ١٩٨٦، وتنفيذ عدة برامج تقدم حوافز مالية لإعادة هيكلة الديون. وعلى سبيل التحديد، أعيدت هيكلة الديون المقومة بالبيزو والدولار بسعر فائدة حقيقي ثابت (٧٪ في ١٩٨٣ ثم ٥٪ في ١٩٨٤) وبأجل استحقاق أطول (١٠ سنوات قابلة للتמיד حتى ١٥ سنة) مع فترة سماح تبلغ خمس سنوات لأصل الدين وسنة واحدة للفائدة. وسُمح للمقترضين بتحويل القروض المؤشرة بالدولار إلى قروض مقومة بالبيزو بسعر مخفض قبل إعادة هيكلتها. وقد قدم البنك المركزي مقدارا هائلا من الدعم للبنوك بسبب تفاقم أوضاع السيولة والربحية لديها بعد تنفيذ هذه البرامج.

وقد شملت البرامج وعمليات إعادة الرسملة المصرفية نطاقا ضخما. ومع نهاية عام ١٩٨٤ كان قد تم إعادة هيكلة ٢١٪ من القروض المحلية بشروط أكثر يسرا، كما بلغ حجم القروض التي باعتها المؤسسات المالية إلى بنك شيلي المركزي ٢,٩ بليون دولار أمريكي في أغسطس ١٩٨٥.

وقد أسهمت إعادة هيكلة الديون التي تم استكمالها بإعادة الرسملة المصرفية وإصلاح القطاع المالي، إضافة إلى الانتعاش الاقتصادي القوي في أواسط الثمانينات، في تحقيق تحسن ملموس في وضع السيولة والاستقرار في قطاع الشركات والقطاع المصرفي. إلا أن هذه التدابير يمكن النظر إليها على أنها امتداد لتأثير الأزمة في قطاع الشركات والقطاع المصرفي نظرا للضعف الواضح في الحوافز المقدمة إلى البنوك لحثها على التمييز بين الشركات التي تتوفر لها مقومات البقاء والأخرى التي لا تمتلك هذه المقومات، وكذلك الحاجة إلى تكرار عمليات إعادة رسملة البنوك، الأمر الذي يوضح عدم كفاية العملية الأولى وبيء تحسين أوضاع الرقابة وإعادة هيكلة الشركات. هذا وقد لحقت بالبنك المركزي أيضا خسائر تشغيلية كبيرة نتيجة لهذه البرامج.

هنغاريا

اتبعت هنغاريا عدة مناهج لإعادة هيكلة ديون الشركات في الفترة ١٩٩١-١٩٩٥. فبموجب قانون "الإفلاس" المتشدد لعام ١٩٩١، كان على الشركات التي تصل متأخراتها

إلى ٩٠ يوما فأكثر أن تقدم طلبا بإعادة التنظيم (الذي يشار إليه بالإفلاس) أو التصفية. وبعدها كان المدينون يقدمون خطط إعادة التنظيم إلى الدائنين تحت إشراف وصي يتم اختياره من قائمة تحتفظ بها الحكومة، على أن تتم تصفية الكيان المدين إذا لم يتم التوصل إلى اتفاق. وفي الفترة ١٩٩٢-١٩٩٣ تم تقديم ٥٠٠٠ طلب لشهر الإفلاس و ١٧٠٠٠ طلب للتصفية، و برغم التقدم الذي أحرز في ظل هذه النوع من مناهج الوساطة الحكومية، تم اعتماد نظام يشبه شركات إدارة الأصول بالتوازي مع إعادة رسملة البنوك في عام ١٩٩٣ (أعيدت رسملة البنوك أربع مرات خلال الفترة ١٩٩١-١٩٩٤ بقيمة كلية مقدارها ٩٪ من إجمالي الناتج المحلي لعام ١٩٩٣). وبموجب النظام الجديد، قامت الحكومة مباشرة بإعادة هيكلة ٥٥ شركة، واشترك ممثلون عن الوزارات المنفقة في مفاوضات إعادة الهيكلة، ومُنحت هيئة إدارة أصول الدولة (State Property Agency) حق شراء الديون المعدومة من البنوك إذا تعذر التوصل إلى اتفاق. وعلى وجه الإجمال، تمت إعادة تنظيم أو تصفية حوالي نصف الشركات الخاسرة الكبرى التي بلغ مجموعها ٦٠٣ شركة، إلا أن المديرين السابقين احتفظوا بنفوذهم في كثير من الحالات. ولهذا تباينت النتائج النهائية لإعادة هيكلة الشركات في هنغاريا؛ ففي حين لقي منهج الوساطة المبكرة بعض النجاح، كانت المشاركة الحكومية الكبيرة من خلال هيئة إدارة أصول الدولة تعتبر سببا في بطء إعادة الهيكلة وضعف فعاليتها. وكان تكرار إعادة رسملة البنوك وارتفاع تكلفتها انعكاسا للتأخر في تحسين إجراءات الرقابة والتنظيم، وعدم تغير القائمين على إدارة البنوك، وغياب الصلة بين إعادة رسملة البنوك وإعادة هيكلة الشركات. أما التحسن البطيء في أداء الشركات فكان انعكاسا لعدم قدرة الحكومة على إعادة هيكلة الشركات التي أصبحت تحت سيطرتها أو حتى على مراقبتها. ولكن الأعوام القليلة الماضية شهدت خصخصة البنوك التجارية وتحقيق تقدم كبير في إعادة هيكلة الشركات.

بولندا

طبقت بولندا بنجاح عناصر من مناهج إعادة رسملة البنوك والوساطة الحكومية. وكانت إعادة هيكلة البنوك والشركات تتم تحت مظلة واحدة هي برنامج إعادة هيكلة الشركات والبنوك (Enterprise and Bank Restructuring Program) الذي وضع في عام ١٩٩٣. وكانت إعادة رسملة البنوك التجارية الكبرى لا تتم إلا إذا نفذت هذه البنوك خطة لإعادة هيكلة الكيان المدين توافق عليها وزارة المالية. وبموجب هذه الخطة،

كان على البنوك أن تُخضع كل كيان مدين للتصفية أو إعادة الهيكلة ("التسوية"). وتسمح اتفاقيات تسوية الديون المعدومة بأن تتفاوض البنوك على اتفاقية لإعادة التسوية نيابة عن كل الدائنين شريطة موافقة الدائنين الذين يمثلون ٥٠٪ من مجموع الدين. وكانت البنوك تحتفظ بكل الديون المستردة وتتمتع بسلطة أكبر في ظل إجراءات الإفلاس التي تديرها المحاكم، مما وفر لها المزيد من الحوافز على إعادة الهيكلة. وقد قامت الهيئات المانحة بتمويل الدعم المقدم في شكل مساعدات فنية للإدارات المعنية بالتسوية في البنوك.

وبحلول عام ١٩٩٤، كان المقترضون المسؤولون عن ٥٧٪ من الديون المصنفة كقروض متعثرة في نهاية ١٩٩١ قد سدوا كل المدفوعات المستحقة عليهم أو جزءاً منها، وأصبحت رسمة البنوك في حالة أفضل بكثير كما تحسنت قدرتها على تقييم القروض، وهو ما يرجع في جانب منه إلى التدابير التي عززت المنافسة في القطاع المالي.

يبدو أن المنهج الذي اتبعته بولندا نجح في إعادة هيكلة الديون بشكل معقول اقتصادياً وأثمر قطاعاً مصرفياً سليماً بتكلفة منخفضة نسبياً على المالية العامة، ومن ثم فهو ينطوي على بعض الدروس الإيجابية على صعيد السياسات. وأول هذه الدروس هو أن فعالية إعادة هيكلة ديون الشركات والإصلاح المصرفي ترجع إلى تناولهما معا في إطار خطة متكاملة وشفافة. والدرس الثاني هو أن جعل إعادة رسمة البنوك رهناً بإعادة هيكلة الشركات قد أسهم في تحسين أوضاع البنوك وتعزيز إمكانية استمرار قطاع الشركات. أما الدرس الثالث فهو أن الإعانات التي قدمتها الحكومة للبنوك لتطوير خبراتها في مجال تسوية الديون يبدو أنها ساعدت على إتمام إعادة هيكلة الديون في الوقت المحدد وبمستوى مرتفع من الجودة.

المكسيك: ١٩٩٥-١٩٩٧

اعتمدت المكسيك خطة حكومية وقامت في عام ١٩٩٥ بإعادة رسمة البنوك لتيسير إعادة هيكلة القروض المحلية المشتركة الضخمة. فبعد أن ثبت عدم كفاية الإطار القانوني وقوانين الإفلاس الموجودة لإعادة هيكلة الديون المحلية للشركات الكبرى في أعقاب أزمة ١٩٩٤-١٩٩٥، تم إنشاء وحدة تنسيق اتفاقية البنوك والشركات (Coordinating Unit for Bank-Enterprise Agreement) بمبادرة من الرئيس إرنستو سيديلو في يناير ١٩٩٥ لوضع المبادئ التوجيهية والتوسط في المفاوضات وتقديم

الحوافز المالية لإعادة هيكلة الديون. وتوجت هذه الجهود بإعادة رسملة البنوك - وذلك بعدة وسائل من بينها قيام شركة إدارة الأصول المعروفة باسم "Fondo Bancario Para Proteccion del Ahorro" أو "FOBAPROA" بشراء القروض المدعومة - وتحرير سوق رأس المال وتحسين المعايير المحاسبية والرقابة المصرفية. وكانت وحدة التنسيق المذكورة تضم عضوين من القطاع الخاص وعضوين من القطاع العام وعدد صغير من الموظفين. وقد اقتصرت الأهلية على الشركات التي رأت البنوك أنها تمتلك مقومات الاستمرار والتي طلبت البنوك المساعدة بشأنها من الوحدة. وأثناء المفاوضات، تم تعليق المدفوعات وقام بنك مدير بإبرام اتفاقيات ملزمة بموافقة البنوك التي تمثل ٦٠٪ من إجمالي الائتمان المصرفي. وكان على المدينين إعطاء الدائنين حق الاطلاع على كافة المعلومات المالية كما كان على الدائنين تبادل المعلومات فيما بينهم. وتم سداد الديون غير القابلة للاستمرار من خلال بيع الأصول أو مبادلات الدين بأسهم الملكية أو تخفيض القيمة. وتضمنت الحوافز المالية المقدمة من بنك التنمية الوطني المكسيكي ضخ رأس مال سهمي مقداره ٩ ملايين دولار لفرادى الشركات المعادة هيكلتها ومبادلات الديون بأسهم الملكية فيما بين البنوك ومنح قروض لتعزيز رأس المال المتداول. وقد تم إلغاء وحدة التنسيق رسميا في ١ مايو ١٩٩٧ بعد إعادة هيكلة ٣١ قرضا قيمتها ٢,٦ بليون دولار أمريكي تقريبا، واشترت شركة "FOBAPROA" قروضا مدعومة تعادل قيمتها ١٥٪ من إجمالي الناتج المحلي.

ويبدو أن الحوافز المالية التي قدمتها الوحدة قد يسرت إعادة الهيكلة في ظل التحسن السريع الذي شهده المناخ الاقتصادي الكلي والخارجي ووجود عدد صغير نسبيا من المدينين. وتشير تجربة الوحدة إلى مزايا اتباع منهج مرن يتمتع بمساندة واضحة من الحكومة ومركزية المعلومات تحت كيان واحد. غير أن ضعف الرقابة والافتقار إلى الشفافية قد أديا في نفس الوقت إلى تكاليف باهظة لم تتحقق بعد بالكامل نتيجة للديون المدعومة التي اشترتها شركة "FOBAPROA".

تاييلند

جمعت تاييلند بين العديد من مناهج إعادة الهيكلة أثناء الأزمة الآسيوية في الفترة ١٩٩٧-١٩٩٨. ولتشجيع البنوك على إعادة هيكلة حيازاتها من ديون الشركات، تم إرخاء قواعد تصنيف الديون المتعثرة بعد إعادة هيكلتها، كما أزيلت المعوقات الضريبية أمام إعادة هيكلة الديون وخففت الحكومة القيود على المشاركة الأجنبية في النشاط الاقتصادي.

وقد أعيدت رسملة المؤسسات المالية بعدة طرق، فأغلقت العديد من شركات التمويل والبنوك بينما أعيد تأهيل البعض الآخر. والأمر الذي لا يخلو من مغزى أن إعادة رسملة المؤسسات المالية تم ربطها بتوقيع اتفاقيات ملزمة مع المدينين. وقد تأسست شركة لإدارة الأصول لتسوية الديون المصرفية وتم تحويل خسائر صندوق تنمية المؤسسات المالية – (Financial Institution Development Fund) المقرض الأخير لنظام التمويل – إلى دين حكومي، بينما باعت إحدى هيئات إعادة هيكلة القطاع المالي أصول المؤسسات التي تم إغلاقها في مزاد. وتم تشكيل اللجنة الاستشارية لإعادة هيكلة ديون الشركات (Corporate Debt Restructuring Advisory Committee) برئاسة بنك تايلند المركزي وضمت ممثلين للقطاع المالي وقطاع الشركات. وقد وضعت اللجنة قائمة بأسماء المستشارين الماليين ذوي الخبرة في إعادة هيكلة ديون الشركات، ووافقت على إطار غير ملزم لإعادة هيكلة الديون استرشدت فيه بمنهج لندن، وقدمت بيانا واضحا للمنهج الذي كان من المتوقع اتباعه في تسوية ديون الشركات التي يدخل فيها عددا كبيرا من الدائنين. وقد تأسست شركة إدارة الأصول التايلندية (Thai Asset Management Corporation) في عام ٢٠٠١ لإدارة القروض المتعثرة للشركات وتسويتها بموجب صلاحيات قانونية خاصة.

وحتى منتصف عام ٢٠٠١ لم تكن نسبة التمويل بالديون في قطاع الشركات قد انخفضت إلى أقل من مستواها السابق على الأزمة. وكانت اللجنة الاستشارية قد أكملت جانبا كبيرا من عملها في إعادة هيكلة الشركات ويات من المتوقع أن تتولى شركة إدارة الأصول التايلندية دفة القيادة باقتناء حوالي نصف الأصول المتعثرة في النظام المالي (٣٠ بليون دولار أمريكي).



الاستنتاجات

ربما تكون إعادة الهيكلة واسعة النطاق في قطاع الشركات من أكبر التحديات التي يواجهها صانعو السياسات الاقتصادية. وتنشأ الحاجة إلى إعادة الهيكلة واسعة النطاق في أعقاب الأزمات المالية عندما تشيع حالات تعثر الشركات. وللنجاح في استكمال إعادة الهيكلة، يتعين أن تضطلع الحكومة بالدور القيادي في تحديد أولويات إعادة الهيكلة ومعالجة حالات إخفاق السوق وإصلاح النظامين القانوني والضريبي، وكذلك التعامل مع المعوقات التي تفرضها جماعات المصالح القوية - وهو الأمر الذي ربما يكون أكثر الأولويات أهمية.

وفيما يلي بعض الدروس العامة المتعلقة بإعادة الهيكلة واسعة النطاق في قطاع الشركات والتي يمكن استخلاصها من تجارب البلدان التي تناولها هذا الكتيب:

- ينبغي أن تكون الحكومات مستعدة لأداء دور كبير بمجرد أن يتقرر أن الأزمة الواقعة هي أزمة نُظْمِيَّة.
- من الضروري وجود مناخ اقتصادي كلي وقانوني داعم وسليم.
- ينبغي التعجيل باتخاذ تدابير لتعويض التكاليف الاجتماعية المترتبة على الأزمة وإعادة الهيكلة.
- ينبغي أن تكون إعادة الهيكلة قائمة على استراتيجية شاملة وشفافة تشمل إعادة هيكلة الشركات والقطاع المالي معا.
- ينبغي إعلان أهداف إعادة الهيكلة في البداية، وأن تكون أحكام النسخ التلقائي المتضمنة في التشريع الذي يمنح الصلاحية لمؤسسات إعادة الهيكلة الجديدة قائمة على هذه الأهداف.
- يجب القيام بجهد أكيد لوضع إجراءات فعالة للإفلاس رغم ضغوط جماعات المصالح الخاصة.
- ينبغي للحكومة تقليص دورها في الاقتصاد بعد تحقيق أهدافها من إعادة الهيكلة، لتمهيد السبيل أمام زيادة النمو على المدى الطويل.
- يستغرق الانتهاء من إعادة الهيكلة واسعة النطاق في قطاع الشركات بعد وقوع الأزمات خمس سنوات على الأقل في المتوسط.
- وأخيرا يمكن أن تؤدي الأزمة في نهاية المطاف إلى زيادة احتمالات النمو طويل الأجل، وذلك بإضعاف المصالح الخاصة التي كانت تمنع التغيير في الماضي وبالنجاح في إكمال إعادة هيكلة الشركات.

سلسلة قضايا اقتصادية

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer.* Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits.* 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work.* C. John McDermott and Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets.* Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows.* Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Zuli Hu and Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits.* Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications.* Robert Rowthorn and Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter and Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth.* Vito Tanzi and Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s.* Francesco Caramazza and Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring.* Claudia Dziobek and Ceyla Pazarbaşıoğlu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy.* Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* IMF Fiscal Affairs Department. 1998.

-
17. *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues*. Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, and Andrew Tweedie. 1999.
 18. *Privatization in Transition Countries: Lessons of the First Decade*. Oleh Havrylyshyn and Donal McGettigan. 1999.
 19. *Hedge Funds: What Do We Really Know?* Barry Eichengreen and Donald Mathieson. 1999.
 20. *Job Creation: Why Some Countries Do Better*. Pietro Garibaldi and Paolo Mauro. 2000.
 21. *Improving Governance and Fighting Corruption in the Baltic and CIS Countries: The Role of the IMF*. Thomas Wolf and Emine Gürgen. 2000.
 22. *The Challenge of Predicting Economic Crises*. Andrew Berg and Catherine Pattillo. 2000.
 23. *Promoting Growth in Sub-Saharan Africa: Learning What Works*. Anupam Basu, Evangelos A. Calamitsis, and Dhaneshwar Ghura. 2000.
 24. *Full Dollarization: The Pros and Cons*. Andrew Berg and Eduardo Borensztein. 2000.
 25. *Controlling Pollution Using Taxes and Tradable Permits*. John Norregaard and Valérie Reppelin-Hill. 2000.
 26. *Rural Poverty in Developing Countries: Implications for Public Policy*. Mahmood Hasan Khan. 2001.
 27. *Tax Policy for Developing Countries*. Vito Tanzi and Howell Zee. 2001.
 28. *Moral Hazard: Does IMF Financing Encourage Imprudence by Borrowers and Lenders?* Timothy Lane and Steven Phillips. 2002.
 29. *The Pension Puzzle: Prerequisites and Policy Choices in Pension Design*. Nicholas Barr. 2002
 30. *Hiding in the Shadows: The Growth of the Underground Economy*. Friedrich Schneider with Dominik Enste. 2002.
 31. *Corporate Sector Restructuring: The Role of Government in Times of Crisis*. Mark R. Stone. 2002.



مارك ستون هو اقتصادي أول بإدارة شؤون النقد والصراف بصندوق النقد الدولي، وله العديد من الأبحاث والمقالات عن قطاع الشركات والأزمات المالية والسياسة النقدية. وقد عمل سابقا في شركة Fleet National Bank and Data Resources, Inc وحصل على درجات علمية عليا من كلية لندن للاقتصاد وجامعة ويسكونسن.