

بسمه تعالی



عنوان مقاله: مزایا و ریسک‌های جهانی شدن بخش مالی

گرد آورنده: کارگزاری مفید

چاپ شده: ماهنامه کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار

آذر ۱۳۹۵

• مزایا و ریسک‌های جهانی شدن بخش مالی

صندوق بین‌المللی پول^۱ در گزارش سال ۲۰۰۳ خود اقدام به بررسی اثرات جهانی شدن بخش مالی بر کشورهای در حال توسعه با تکیه بر شواهد و تجربیات عملی نموده است. جهانی شدن بخش مالی موضوعی گسترده و پیچیده است و درک اهمیت اثرات جهانی شدن بخش مالی علی‌الخصوص بر کشورهای در حال توسعه بسیار با اهمیت است. در خصوص ارتباط بین جهانی شدن بخش مالی و اثرات آن بر رشد اقتصادی بحث‌های زیادی صورت گرفته است ولی در پژوهشی که صندوق بین‌المللی پول انجام داده است برخلاف پژوهش‌های قبلی که به مسائل تئوریک می‌پرداختند جنبه عملی این آزادسازی در نظر گرفته شده است. یافته‌های اصلی این بررسی‌ها نیز به شرح ذیل است:

۱. برخلاف پیش‌فرض بسیار قوی تئوریک در خصوص رابطه قوی بین آزادسازی بخش مالی و رشد اقتصادی، یافتن رابطه قوی بین این دو متغیر بسیار دشوار است و از لحاظ آماری رابطه بین آزادسازی مالی و رشد اقتصادی با اهمیت نیست؛

۲. برخلاف پیش‌بینی‌های تئوریک، آزادسازی مالی حداقل در کوتاه‌مدت در برخی مواقع سبب افزایش نوسان در مصرف در کشورهای در حال توسعه می‌شود؛

۳. در بررسی رابطه بین آزادسازی بخش مالی و رشد اقتصادی شواهد نشان می‌دهد که ساختار حاکمیت شرکتی و راهبری (از جمله وجود نهادهای داخلی قوی) بسیار مؤثر است.

بر طبق یافته‌های این بررسی تنها کشورهای معدودی توانسته‌اند با آزادسازی مالی، رشد اقتصادی را تجربه و منابع مالی خارجی را جذب نمایند. بنابراین با تکیه بر شواهد متعدد، نشان داده می‌شود که آزادسازی مالی منجر به رشد اقتصادی نمی‌شود یا به‌طور دقیق‌تر از لحاظ آماری شواهد معناداری برای وجود رابطه بین آزادسازی مالی و رشد اقتصادی به دست نیامده است. در خصوص کشورهایی که توانسته‌اند با آزادسازی مالی به رشد اقتصادی دست یابند چند نکته قابل‌توجه است. عمده این کشورها عملیات آزادسازی را به تدریج و در طول چند دهه انجام داده‌اند و هنوز نیز طبق گزارشات معتبر به آزادسازی کامل نرسیده‌اند و محدودیت‌هایی را اعمال می‌کنند. اکثریت این کشورها ابتدا عضو WTO و نهادهای مشابه بوده و با آزادسازی اقتصادی و سایر جنبه‌ها اقدام به آزادسازی مالی نیز نموده‌اند. همچنین شواهد متعددی نشان می‌دهد که علاوه بر لزوم وجود سیاست‌های کلان اقتصادی بسیار خوب، راهبری پیشرفته و نهادها و مؤسسات قوی در درون کشور نیز باید وجود داشته باشند تا بتوانند جریان‌های مالی را جذب کشور کنند که از کمترین نوسان برخوردار است و کمتر در معرض بحران‌های مالی هستند. بدین معنی که ممکن است با آزادسازی مالی جریان‌های نقدی وارد کشور شوند که موقت بوده و باعث به وجود آمدن نوسانات مخرب و اغلب بحران‌زا شوند.

به‌طور کلی آزادسازی مالی باید سبب کاهش نوسان در عوامل کلان اقتصادی شود که البته شواهد نشان می‌دهد کشورهای در حال توسعه نتوانسته‌اند از این ظرفیت استفاده نمایند. در واقع فرایند آزادسازی سرمایه‌گذاری در کشورها به دلیل احتمال بالای به وجود آمدن بحران و قرار گرفتن در معرض آن بسیار مخاطره‌آمیز است و تجربه کشورها نشان می‌دهد که بحران‌های بسیاری به همین دلیل به وجود آمده است که در ادامه این گزارش نیز به آن‌ها اشاره شده است. نکته قابل‌توجه در این خصوص این مورد است که در مراحل اولیه آزادسازی، بخش مالی کشورها تنها در معرض بحران‌ها و ریسک‌ها کشورهای مرتبط هستند و تأثیر منفی می‌پذیرند. پذیرفتن تأثیر مثبت از سایر کشورها تنها بعد از دستیابی به درجات معینی از آزادسازی صورت می‌گیرد و کشورها باید جهت جلوگیری از این امر، آزادسازی مالی را تدریجی و در صورت داشتن شرایط بنیادی اقتصادی مناسب انجام دهند. البته قابل ذکر است که با وجود این موارد، آزادسازی مالی تنها در صورتی می‌تواند منافع

^۱ International Monetary Fund

بالقوه خود را نشان دهد که موارد فوق در آن رعایت شود. علاوه بر بنیان‌های قوی اقتصادی و مؤسسات و نهادهای قدرتمند، وجود سیاست‌های ارزی مناسب نیز بسیار کلیدی است زیرا تجربه کشورهایی که سیاست ارزی مناسبی نداشته‌اند اغلب نشان دهنده بحران‌های شدید ارزی بعد از آزادسازی مالی بوده است که به‌طور جزئی‌تری در ادامه شرح داده شده است. جدول زیر نتایج پژوهش‌های متعددی را گزارش می‌کند که در خصوص رابطه بین آزادسازی مالی و رشد اقتصادی انجام شده است. همان‌طور که ذکر شد طبق این شواهد آزادسازی مالی لزوماً با رشد اقتصادی ارتباطی ندارد.

مطالعه	تعداد کشورها	دوره مورد بررسی	تأثیر بر روی رشد
السینا، گریلی و میلسی-فرتی (۱۹۹۴)	۲۰	۱۹۸۹-۱۹۵۰	بدون تأثیر
گریلی و میلسی-فرتی (۱۹۹۵)	۶۱	۱۹۸۹-۱۹۶۶	بدون تأثیر
کوبین (۱۹۹۷)	۵۸	۱۹۸۹-۱۹۷۵	دارای تأثیر
کرای (۱۹۹۸)	۱۱۷	۱۹۹۷-۱۹۸۵	بدون تأثیر یا در بهترین حالت مختلط
ردریک (۱۹۹۸)	۹۵	۱۹۸۹-۱۹۷۵	بدون تأثیر
کلین و اولیوی (۲۰۰۰)	۹۲	۱۹۹۵-۱۹۸۶	دارای تأثیر
چاندا (۲۰۰۰)	۱۱۶	۱۹۹۵-۱۹۷۶	مختلط
آرتتا، ایشنگرین و ویپلاش (۲۰۰۱)	۵۹-۵۱	۱۹۹۲-۱۹۷۳	مختلط
بیکیرت، هاروی و لاندبلد (۲۰۰۱)	۳۰	۱۹۹۷-۱۹۸۱	دارای تأثیر
ادواردز (۲۰۰۱)	۶۲	دهه ۱۹۸۰	بدون تأثیر برای کشورهای فقیر
آدائل (۲۰۰۱)	۹۴	۱۹۹۴-۱۹۷۱	بدون تأثیر یا در بهترین حالت مختلط
ریزن و سوتو (۲۰۰۱)	۴۴	۱۹۹۷-۱۹۸۶	مختلط
ادیسون، کلین، ریچی، و اسلاک (۲۰۰۲)	۸۹	۱۹۹۵-۱۹۷۳	مختلط
ادیسون، کلین، ریچی، و اسلاک (۲۰۰۲)	۵۷	۲۰۰۰-۱۹۸۰	بدون تأثیر

منبع: استخراج شده توسط صندوق بین‌المللی پول (۲۰۰۱) و ادیسون، کلین، ریچی و اسلاک (۲۰۰۲)

در ادامه نیز وضعیت برخی کشورهای تقریباً مشابه با ایران در خصوص رفتار با آزادسازی بخش مالی ذکر می‌شود:

✓ اندونزی

در اندونزی برای مالکیت نهادهای مالی محدودیت‌های زیر برقرار است:

۱. بانک‌های محلی: ۴۹ درصد سهام لیست شده؛
۲. نهادهای مالی غیر از بانک که سهام آن‌ها در بورس لیست شده: ۱۰۰ درصد؛
۳. سایر نهادهای مالی: ۴۹ درصد.

✓ سایر محدودیت‌ها:

۱. کارگزاری‌های بورس باید حتماً از طریق تأسیس یک شرکت محلی با محدودیت‌ها ذکر شده اقدام به فعالیت نمایند؛
۲. مدیران و کارشناسان خارجی برای یک مدت ۳ ساله قابل تمدید می‌توانند به کار گرفته شوند، مدیران و کارشناسان فنی نیز باید حداقل ۲ فرد محلی را تحت آموزش قرار دهند.

✓ نایلند:

مشارکت خارجی‌ها در نهادهای مالی حداکثر ۴۹ درصد است ولی در خصوص بیمه و بانک‌های محلی و کارگزاری‌ها حداکثر ۲۵ درصد حق مالکیت دارند.

✓ ترکیه:

در ترکیه محدودیتی در حال حاضر برای تملک وجود ندارد ولی برنامه آزادسازی مالی در ترکیه از اوایل دهه ۲۰۰۰ شروع شده و در حال حاضر نیز با این که آزادسازی مالی کامل وجود دارد ولی درصد مالکیت خارجی‌ها در صنایع مالی به طور مجموع ۳۰ درصد صنعت می‌باشد.

✓ امارات متحده عربی:

در این کشور افراد خارجی نهایتاً تا ۴۹ درصد می‌توانند مالکیت داشته باشند.

✓ آمریکا:

با وجود این که آمریکا یکی از بازارهای بسیار آزاد مالی در دنیا را دارد، اما کارگزاری‌های کشورهای دیگر نمی‌توانند به طور مستقیم با سمت خرید در آمریکا ارتباط داشته باشند و در هر نوع رابطه‌ای وجود یک کارگزاری آمریکایی ضروری است.

✓ کره جنوبی:

بازار مالی کشور کره جنوبی از زمان پیدایش جمهوری‌اش به میزان زیادی مقررات‌گذاری شده بوده است. هم‌زمان با بزرگ‌تر و ثروتمندتر شدن این کشور درخواست‌ها به‌خصوص از طرف ایالات متحده آمریکا، به منظور آزادسازی بازار مالی آن وجود داشته است. بازارهای مالی قابل مقایسه با بازار کالا نیستند، بازارهای مالی بر ثبات اقتصادی تأثیر می‌گذارند و درخواست‌ها به منظور آزادسازی بازارهای مالی کمتر از بازارهای کالا است. آزادسازی بازار مالی نسبت به آزادسازی بازار کالا ضرورت کمتری دارد. آزادسازی بازار مالی از این دیدگاه مورد بحث قرار می‌گیرد که آیا باعث بهبود وضعیت مالی ساکنان داخلی می‌شود یا خیر. عدم توافق در رابطه با زمان‌بندی و ترتیب آزادسازی مالی است.

ترس اصلی کره جنوبی این بوده است که آزادسازی سریع منجر به ورود سرمایه زیاد، افزایش نرخ ارز و کاهش بهره‌وری داخلی شود. بدین ترتیب در سال ۱۹۹۳ یک آزادسازی تدریجی را شروع کرد. شرکت‌های کارگزاری خارجی تنها حق مالکیت ۱۰ درصد از کارگزاری‌های داخلی را داشتند. در سال ۱۹۹۵ به آن‌ها اجازه داده شد که در کشور میزبان دفتر شعبه راه‌اندازی کنند و در سال ۱۹۹۸ این اجازه را یافتند که شعبه‌هایی با مالکیت کامل تحت کنترل خود تأسیس کنند.

✓ ژاپن

مرحله اول آزادسازی در سال ۱۹۶۷ اتفاق افتاد. در طی مراحل مختلفی سرمایه‌گذاری مستقیم اولیه گسترش پیدا کرد تا صنایع مختلفی را در برگیرد. به‌جز چند صنعت، در سال ۱۹۷۳ آزادسازی ۱۰۰ درصدی اتفاق افتاد. در سال‌های اولیه میزان سرمایه‌گذاری ورودی فراوان نبود، در طول دهه ۱۹۷۰ سرمایه‌گذاری مستقیم اولیه به بیش از ۵۰ میلیارد یین رسید، ولی بعد از قانون اصلاح ارز خارجی در دهه ۱۹۸۰ به ۴۰۰ میلیارد یین افزایش یافت.

آزادسازی مالی در ژاپن از دهه ۱۹۹۰ شروع شد که با هدف اصلاح نهادهای مالی و بازارهای ژاپن بود و به "Big Bang" مشهور شد. این اصلاحات جنبه‌ها و نهادهای مختلفی را شامل می‌شد، مانند بانک‌ها، بیمه‌ها، شرکت‌های کارگزاری و ... در این اصلاحات مجوزهای مربوط به تخصص کارگزاری‌ها منسوخ شد و اخذ مجوز برای فعالیت‌های مختلف لازم نبود. قوانین و مقررات در این اصلاحات به دنبال ایجاد شفافیت و رقابت کارگزاری‌های ژاپن با کارگزاری‌های بین‌المللی بود. همان‌طور که ذکر شد در ژاپن آزادسازی اقتصادی تقریباً ۳۰ سال قبل از آزادسازی مالی اتفاق افتاده است. می‌توان انتظار داشت که سرمایه‌گذاران، نهادها و ... آمادگی این آزادسازی را داشته و هم‌چنین بازار از زیرساخت‌های کافی برخوردار بوده است. لازم به ذکر است بازار ژاپن یکی از بزرگ‌ترین بازارهای دنیا و بزرگ‌ترین بازار اعتباری جهان می‌باشد. بنابراین، لازم است با بهره‌گیری از تجربه سایر کشورها مانند ژاپن با فراهم آوردن زیرساخت‌های لازم برای آزادسازی مالی، گام به گام فرآیند جهانی‌سازی مالی صورت گیرد.

✓ چین

تجربه چین در ارتباط با شرکت‌های مالی خارجی نشان می‌دهد که تکنیک‌های معاملات پیچیده‌تر شده‌اند. در نتیجه، نهادهای مالی چینی با تغییرات بزرگی مواجه شده‌اند که این شرایط ریسک عدم ثبات را افزایش می‌دهد. در نهایت چین برای مواجهه با این شرایط، چارچوب قانون‌گذاری خود را تعدیل کرد تا بتواند با رویه‌های بین‌المللی مطابقت پیدا کند. با این حال، قانون‌گذاران چین به این موضوع اشاره دارند که شرایط آن‌ها هنوز با کشورهای توسعه‌یافته فاصله داشته و تعدیل‌های بیشتری نیاز می‌باشد. این شرایط، دشواری‌ها و هزینه‌های زیادی را برای اداره سیستم مالی تحمیل می‌کند.

چین برای پیوستن به سازمان تجارت جهانی، یک مسیر ۱۵ ساله را طی کرد. ورود به بازارهای مالی چین بر مبنای مرحله به مرحله^۲ می‌باشد. دو سال بعد از ورود، بانک‌های خارجی اجازه دارند فقط برخی خدمات را ارائه دهند. پنج سال پس از ورود، بانک‌های خارجی اجازه دارند تا تمام خدمات را ارائه دهند. بر اساس آمار در دسترس، تا پایان سال ۲۰۰۰ به دلیل محدودیت‌های مختلف، حساب‌های بانک‌های خارجی تنها ۲٪ از کل بانکداری چین را شامل شده بود.

درصد مشارکت نهادهای خارجی در ارتباط با یک شرکت کارگزاری با سهامدار خارجی به شرح زیر می‌باشد:

«سهامداری سهامداران خارجی یا منافع سهامداران خارجی در یک شرکت کارگزاری با سهامدار خارجی نبایست مجموعاً از ۴۹٪ متجاوز باشد (شامل سهامداری مستقیم و کنترل غیرمستقیم).

سهامداری یا منافع یک شرکت کارگزاری با سهام داخلی با حداقل سهامداران داخلی در شرکت کارگزاری با سهامدار خارجی نبایست کمتر از ۴۹٪ باشد.

با تبدیل شرکت کارگزاری با سهامدار داخلی به شرکت کارگزاری با سهامدار خارجی، سهامداری یکی از سهامداران داخلی حداقل نبایست از ۴۹٪ کمتر شود.»

^۲ step-by-step basis

✓ مالزی

مالزی برنامه آزادسازی مالی خود را از سال ۱۹۹۸ آغاز کرد. در سال ۲۰۰۴ این کشور "مقررات تأسیس شرکت کارگزاری سهام خارجی بر اساس طرح خاص"^۳ را تصویب نمود. شرکت‌های متقاضی باید اطلاعاتی را در رابطه با وضعیت مالی، رعایت مقررات و توانایی‌های مدیریت ریسک، سابقه فعالیت‌های کارگزاری سهام، حضور جغرافیایی، ارزش برند و مهارت در بازارها، محصولات و خدمات مختلف، توانایی‌ها تکنولوژیکی را به کمیسیون اوراق بهادار ارائه دهند. در ارتباط با درصد مشارکت نهادهای خارجی، مقررات به شرح زیر می‌باشد:

۱. ورود بانک‌های خارجی محدود به مشارکت در بانک‌ها تجاری و بازرگانی می‌شود؛
۲. مجموع سهامداری سهامداران خارجی در یک بانک نباید بیش از ۳۰٪ باشد؛
۳. مجوز تملک ابتدا ۳۰٪ بوده و شرکت کارگزاری سهام که مطابق با "مقررات تأسیس شرکت کارگزاری سهام خارجی بر اساس طرح خاص" تأسیس شود، مجوز مالکیت تا ۱۰۰٪ را خواهد داشت.

اثرات جهانی‌سازی مالی بر سیاست‌های ارزی و به وجود آمدن بحران‌های مالی:

جهانی‌شدن مالی به معنای این است که سیستم مالی یک کشور با بازارها و نهادهای مالی سایر کشورها ارتباط داشته باشد. در حال حاضر کشورهای توسعه‌یافته به میزان قابل توجهی به دنبال جهانی‌شدن مالی رفته‌اند اما کشورهای در حال توسعه در مراحل ابتدایی جهانی‌شدن مالی می‌باشند. باید این نکته را در نظر داشت که هر چند پیشرفت‌هایی در زمینه جهانی‌شدن مالی در کشورهای پیشرفته وجود داشته است، اما این کشورها هنوز با یکپارچه شدن کامل فاصله زیادی دارند که از جمله عوامل آن می‌توان به جدایی دائمی بازارهای مالی از یکدیگر و سوگیری‌های درون کشوری اشاره کرد. این شرایط، زمینه را برای جهانی‌شدن مالی کشورهای در حال توسعه دشوارتر می‌کند.

می‌توان اصلی‌ترین منفعت حاصل از جهانی‌شدن مالی را توسعه سیستم مالی دانست. اما باید توجه کرد که جهانی‌شدن مالی ریسک‌هایی را نیز در پی دارد، به خصوص این ریسک‌ها در مراحل ابتدایی جهانی‌شدن وجود داشته و در کوتاه‌مدت می‌توانند اثرات زیان باری به دنبال داشته باشند. یکی از مهم‌ترین ریسک‌ها، مربوط به بروز بحران مالی می‌باشد. بحران آسیا و روسیه ۱۹۹۷-۱۹۹۸، برزیل ۱۹۹۹، اکوادور ۲۰۰۰، ترکیه ۲۰۰۱، آرژانتین ۲۰۰۱ و اروگوئه ۲۰۰۲ تنها مواردی از بحران‌های به وجود آمده در این زمینه می‌باشند. اگر شرایط برای جهانی‌شدن مالی فراهم نباشد، این کار می‌تواند سلامت سیستم مالی را دچار اختلال کند. جهانی‌شدن مستلزم این است که زیرساخت‌های لازم وجود داشته و از آن مهم‌تر، این زیرساخت‌ها حفظ شده و توسعه یابند. جهانی‌شدن مالی حساسیت مالی یک کشور را افزایش می‌دهد زیرا در صورت بروز مشکل در کشورهای مرتبط، آن مشکل‌ها می‌توانند سیستم مالی و اقتصاد یک کشور را تحت تأثیر قرار دهند. جهانی‌شدن مالی چالش‌هایی را نیز برای سیاست‌گذاران به وجود می‌آورد. یک چالش این است که آن‌ها باید شرایط را به گونه‌ای مدیریت کنند که بتوانند از مزایای جهان‌سازی استفاده کنند که این کار دشوار می‌باشد و نیاز به برنامه‌ریزی دقیق دارد. با جهانی‌شدن مالی ممکن است دولت‌ها نتوانند سیاست‌های خود را در این بخش اجرا کنند و مجبور شوند با سیاست‌های بین‌المللی هماهنگ شوند که ممکن است با کشور آن‌ها هم‌خوانی نداشته باشد.

^۳ APPLICATION FOR ESTABLISHMENT OF FOREIGN STOCKBROKING COMPANIES UNDER THE SPECIAL SCHEME

جهانی شدن می‌تواند زیرساخت‌های مالی را بهبود بخشد. در تئوری این کار از طرق مختلفی اتفاق می‌افتد:

- (۱) رقابت در فراهم آوردن منابع مالی؛
- (۲) منافع پذیرش استانداردهای بین‌المللی حسابداری؛
- (۳) معرفی واسطه‌های مالی بین‌المللی؛
- (۴) بهبود حاکمیت شرکتی؛
- (۵) افزایش قابلیت‌های فنی؛
- (۶) فراهم آوردن اصول بازار توسط نهادهای بین‌المللی.

ریسک‌ها و اثرات خالص جهانی شدن:

بحران‌های مالی و واگیردار که پس از آزادسازی سیستم مالی و همگام شدن با بازارهای مالی جهانی در چندین کشور اتفاق افتاد بیان‌کننده این موضوع است که جهانی کردن سیستم مالی، این سیستم را بی‌ثبات می‌کند و بحران ایجاد می‌کند. کانال‌های مختلفی وجود دارد که جهانی شدن می‌تواند باعث بحران شود.

- ✓ زمانی که یک کشور سیستم مالی خود را آزاد می‌کند در معرض اصول بازاری قرار می‌گیرد که توسط سرمایه‌گذاران خارجی و داخلی اعمال می‌شود. زمانی که اقتصاد یک کشور بسته است فقط سرمایه‌گذاران داخلی بر اقتصاد نظارت کرده و به عوامل بنیادی غیراصولی عکس‌العمل نشان می‌دهند. ولی در اقتصاد آزاد هنگامی که اصول بنیادی از بین می‌رود، نیروی مشترک سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی یک بحران به وجود می‌آورد؛
- ✓ اگر بازارهای مالی بین‌المللی ناقص باشند، جهانی شدن می‌تواند به بحران مالی منجر شود. بازار مالی ناقص می‌تواند منجر به حباب، رفتار گله‌ای، سفته‌بازی، و بحران در میان دیگر چیزها شود؛
- ✓ اهمیت عوامل خارجی می‌تواند منجر به بحران شود. اگر یک کشور به سرمایه خارجی وابسته باشد، تغییرات ناگهانی در جریان سرمایه خارجی می‌تواند مشکلات مالی و اقتصادی به وجود آورد؛
- ✓ جهانی شدن از طریق "واگیری" (Contagion) می‌تواند باعث بحران شود. برای مثال زمانی که دو کشور یک کالا را بین خود مبادله می‌کنند یا رقیب تجاری هستند، کاهش ارزش ارز یک کشور مزیت رقابتی کشور دیگر را از بین می‌برد. اگر بازار دو کشور به هم وابسته باشد تغییر در بازار یک کشور در کشور دیگر رفتار گله‌ای، شوک و هیجان غیرمنطقی، به وجود می‌آورد.

شواهد بحران

تحقیقات به این نتیجه رسیده است که فراوانی بحران‌ها دو برابر زمان برتون وودز و استاندارد طلا شده است. عوامل داخلی نیز مانند کاهش رشد و مشکلات اعتبار داخلی نیز از عوامل بحران هستند.

اثرات خالص

در جهانی که اطلاعات نامتوازن وجود دارد و قراردادهای ناقص هستند جهانی شدن می‌تواند آسیب‌پذیری کشورها را افزایش دهد. در یک اقتصاد باز، کشورها در معرض عکس‌العمل نسبت به بازارهای داخلی و بین‌المللی قرار می‌گیرند که می‌تواند باعث بحران شود، به‌علاوه یکی از ویژگی‌های اقتصاد باز انتقال بحران به آن است. اقتصادهای بسته بایستی از شوک‌های خارجی ایزوله شوند ولی زمانی که یک کشور با اقتصادهای جهانی همگام می‌شود در معرض اثرات شوک‌های خارجی قرار می‌گیرد. در کشورهایی که عوامل بنیادی آسیب‌پذیری دارند، به دلیل عدم ثبات و نوسان، بحران احتمال بیشتری دارد اتفاق بیفتد. اگر بخش مالی داخلی آمادگی همراهی با جریان‌های خارجی را ندارد و به طور مناسب مقررات‌گذاری و نظارت نمی‌شود، آزادسازی مالی می‌تواند به بحران تبدیل شود..

دیدگاه‌ها در مورد دخالت دولت

- ✓ دیدگاه اول دخالت دولت را عامل بحران‌ها می‌داند و معتقد است بازارهای جهانی کارا و توسعه‌یافته هستند. در صورت عدم دخالت دولت، کشورهای توسعه‌نیافته از جهانی شدن منفعت می‌برند. هرگونه مداخله دولت می‌تواند به خطر اخلاقی و بحران منجر شود.
 - ✓ دیدگاه دوم معتقد است که جریان سرمایه در بین کشورها وجود نداشته باشد. بازارهای مالی بین‌المللی ناکارا، بحث جهانی شدن بازارها را ضعیف می‌کند. مشکلات حباب، سفته‌بازی و رفتار گله‌ای و ... در بازارهای مالی بین‌المللی بیشتر مشاهده می‌شود. برای اثرپذیری کمتر بایستی با دخالت دولت جریان ورود و خروج سرمایه محدود شود.
 - ✓ دیدگاه سوم بر مدیریت ریسک و قوی‌سازی بخش مالی داخلی و سپس جهانی شدن مالی تمرکز می‌کند. این دیدگاه بحث می‌کند که باز کردن یک بخش مالی داخلی ضعیف و ورود و خروج جریان سرمایه حاوی ریسک بالقوه است. اگر بخش مالی داخلی مدیریت ریسک مناسب نداشته باشد، منابع و سرمایه کافی نداشته باشد، انگیزه مناسب نداشته باشد، این سرمایه‌ها می‌تواند مشکل‌ساز شود.
- رقابت خارجی می‌تواند باعث ضعیف شدن واسطه‌های مالی داخلی شود. به دلیل این‌که بحران مالی هزینه بسیاری دارد، این دیدگاه به مقررات‌گذاری مناسب و نظارت بر بخش مالی داخلی و عدم تمایز میان سرمایه خارجی و سرمایه داخلی تمرکز می‌کند.
- قوانین شفاف در بخش مالی کمک می‌کند که چارچوب راهبری شرکتی نیز در این بخش‌ها به‌خوبی اجرا شود. مدیریت ریسک مناسب نیز کمک می‌کند تا شرکت‌ها در بحران‌های مالی واکنش مناسبی نشان دهند. تجربه اخیر در خصوص بحران مالی شرق آسیا نشان می‌دهد که اهرم بالا باعث و دلیل اصلی عمق بحران است زیرا کاهش ارزش پول به شدت اندازه بدهی‌های خارجی و تعهدات خدمات خارجی را بالا می‌برد و باعث ایجاد بحران مالی در شرکت‌های داخلی می‌شود. بالا رفتن نرخ بهره نیز این امر را تشدید می‌کند. دو امری که در کشور ایران نیز سابقه دیرینه دارد. در کل کاهش ارزش پول به همراه افزایش نرخ بهره و به تبع آن کاهش فروش شرکت‌ها باعث ضعف شدید شرکت‌های داخلی می‌شود که خود می‌تواند منبع به وجود آمدن بحران مالی باشد.

سیاست‌های پولی و نرخ ارز

مفهوم Impossible Trinity بیان می‌کند که کشورها ناگزیر به انتخاب تنها ۲ مورد از سه مورد زیر هستند:

الف) گردش آزاد سرمایه؛

ب) ثبات نرخ بهره؛

ج) سیاست پولی مستقل.

لذا با توجه به این‌که لازمه جذب سرمایه‌گذار خارجی چه در بخش واقعی اقتصاد و چه در بخش مالی ثبات نسبی نرخ بهره می‌باشد عملاً نهادهای ناظر امکان اعمال سیاست پولی مستقل را از دست خواهند داد که با توجه به تجربه‌هایی که در خصوص نوسانات نرخ ارز رخ داده است می‌تواند باعث به وجود آمدن مشکلاتی شود. این پدیده جهانی بوده و کشورهای مختلف بنا به اقتضائات حاکم مجبور به انتخاب‌شده‌اند (کنار گذاشتن سیاست پولی مستقل در سال ۱۸۸۰-۱۹۱۴، کنار گذاشتن ثبات نرخ بهره در دوره بعد از برتون وودز ۱۹۷۱-۲۰۰۳ و کنار گذاشتن گردش آزاد سرمایه در دوره‌های ۱۹۱۴-۱۹۴۵، دوره برتون وودز، ۱۹۴۵-۱۹۷۱). بنابراین ادغام شدن در استفاده از خدمات مالی بازارهای دنیا و ورود سرمایه‌های خارجی چالش‌هایی جدی را برای سیاست‌های ارزی به دنبال خواهد داشت. لذا با توجه به چنین تجربه‌هایی و نیز این‌که بعد از بحران پیروی آرژانتین در دهه ۱۹۹۰ کشورها رو به رویکرد جدیدی آورده‌اند که با انتخاب سیاست ارزی مستقل اقدام به

پیش‌بینی شرایطی در قرارداد با نهادهای مالی خارجی می‌نمایند تا بتوانند در مواقع به وجود آمدن شوک عکس‌العمل مناسب نشان دهند.

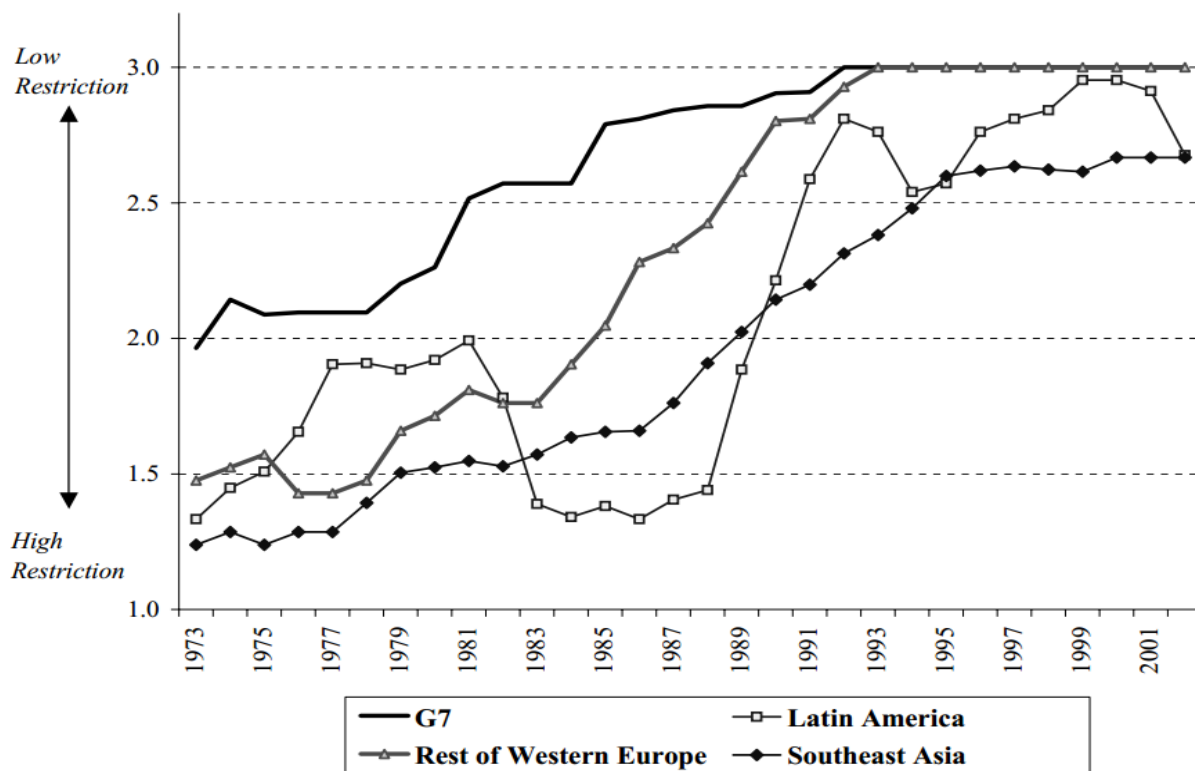
نتیجه‌گیری

در دهه‌های اخیر کشورها بیشتر از لحاظ مالی در هم تنیده شده‌اند که این امر از جمله مزایای بالقوه جهانی شدن در حوزه مالی می‌باشد. یکی از مزایای این جهانی شدن توسعه بخش مالی می‌باشد که بازارها عمیق‌تر و پیچیده‌تر شده و سرمایه‌گذاران و نهادهای خواهان منابع مالی با انتخاب‌های بیشتری مواجه می‌شوند. بازارهای مالی فعال در محیط جهانی نیز امکان توزیع ریسک به صورت جهانی را می‌یابند و می‌توانند مصارف خود را به صورت تدریجی انجام دهند. البته این سیستم چالش‌های خود را نیز دارد که به عنوان مثال می‌توان به بحرانی که در پی آزادسازی بازارهای مالی در شرق آسیا رخ داد اشاره نمود که کلیه این منافع را به چالش کشید. در این شرایط کشورها نه تنها در معرض ریسک‌ها و شوک‌های کشور خود بودند بلکه در معرض ریسک‌ها و شوک‌های جهانی نیز قرار گرفتند که از سایر کشورها سرایت کرده بود. بنابراین در گام‌های اولیه آزادسازی بازارها، اگر زیرساخت‌های مناسب وجود نداشته باشد، این جهانی شدن و آزادسازی منجر به ایجاد ریسک‌های بیشتر خواهد شد. هم‌چنین قابل‌ذکر است که در یک سیستم مالی جهانی شده، ناظران و سیاست‌گذاران دامنه عمل کمتری و ابزارهای به نسبت کم اثرتری در اعمال سیاست‌های اقتصادی و مالی خواهند داشت. البته حتی در حال حاضر نیز با آزادی کامل فاصله وجود دارد و در بسیاری از کشورها مقررات بسیار زیادی در بخش مالی حاکم است.

از جمله مواردی که در این شرایط می‌تواند اثرات بحران‌های مالی را کمتر کند زیرساخت‌های مناسب و شرایط مطلوب زیربنایی اقتصادی و مالی می‌باشد. لازم به ذکر است که بحران‌ها در این شرایط می‌توانند از کشور دیگر سرایت کرده باشند و لذا اگر کشوری دارای شرایط اقتصادی مناسب هم باشد ممکن است از بحران سایر کشورها آسیب ببیند. راه دیگر برای کمتر کردن اثر این بحران‌ها برقراری محیط مقرراتی و قراردادی مناسب می‌باشد که بتواند از بروز چنین مواردی جلوگیری کند. سابقه کشورهای چین و هند با اجرای برنامه QFII نشان می‌دهد که کشورهایی که اقتصاد آن‌ها در اقتصاد جهان هنوز تنیده نشده است باید آزادسازی بخش مالی را منوط به در هم تنیده شدن بیشتر اقتصاد کشور با اقتصاد جهان نمایند تا بخش مالی اقتصاد بتواند همگام با بخش واقعی آن آماده پذیرش جهانی شدن شود. اگر بخش مالی در داخل نتواند ریسک را به خوبی مدیریت کند، منابع کافی نداشته باشد و انگیزه‌های کافی نداشته باشد، ورود و خروج‌های عظیم سرمایه می‌توانند مشکل‌های جدی را ایجاد نمایند.

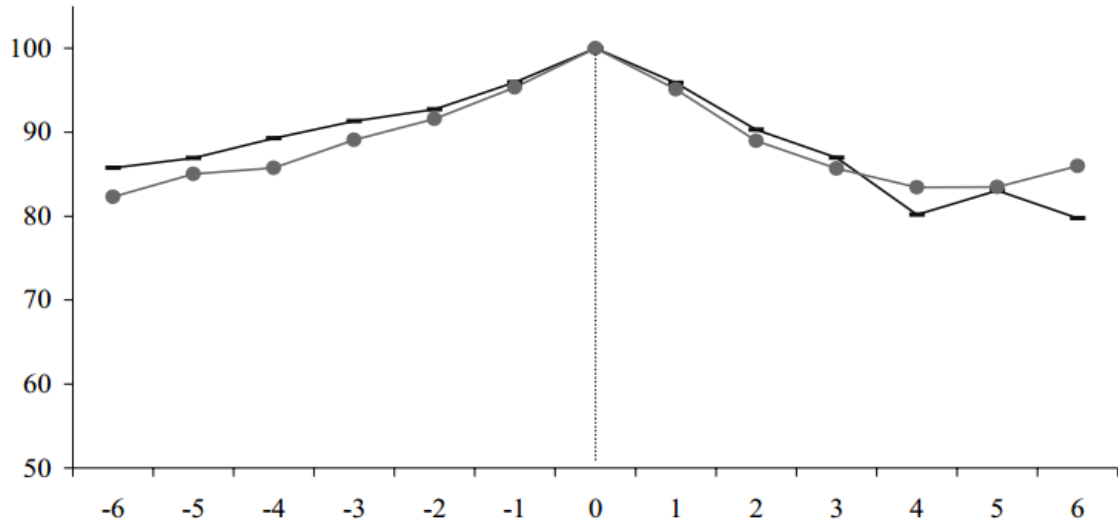
مبحث دیگر در خصوص جهانی شدن لزوم داشتن زیرساخت‌های مناسب مالی در مواجهه با بحران‌ها و نیز همکاری بین‌المللی می‌باشد. بخش خصوصی نیز با توجه به این‌که بر مبنای سود و منفعت عمل می‌کند کمتر در معرض رفتارهای پرخطر اخلاقی برای ایجاد بحران جهت سرایت به سایر کشورها می‌باشد.

در خصوص نحوه جهانی شدن نیز چالش‌های جدی وجود دارد از جمله این‌که باید با تمام کشورها رابطه برقرار کرد یا به صورت انتخابی عمل نمود که با توجه به تبعات مالی و اقتصادی که خواهد داشت حائز اهمیت است.

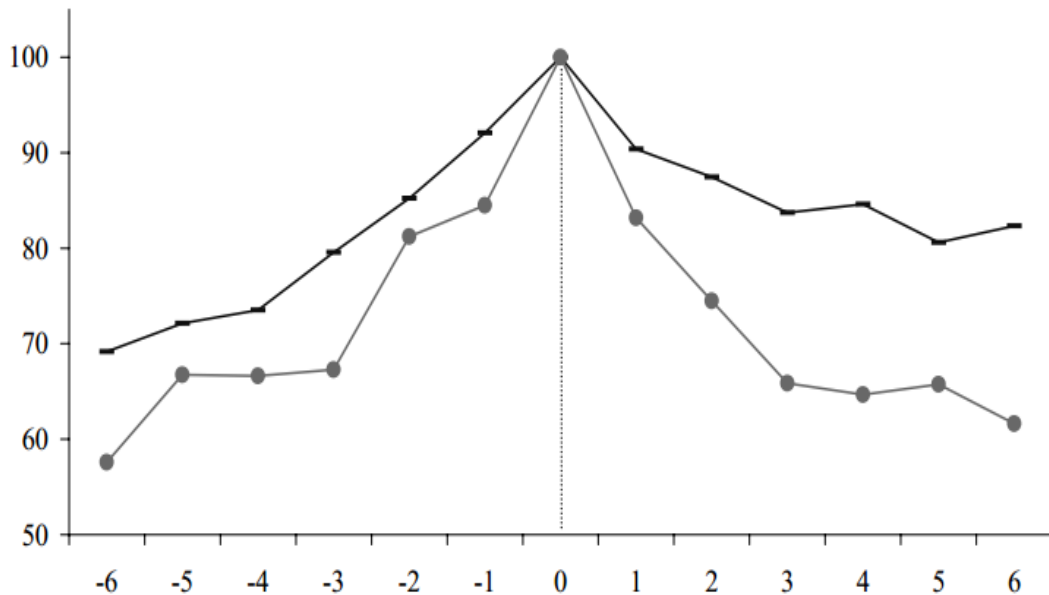


چرخه‌های اقتصادی و آزادسازی مالی - کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه

Industrialized Countries



Developing Countries



— After 3 years of Financial Liberalization
 ● Within 3 years of Financial Liberalization

پیوست ۲:

توجه به مطالبی که ذکر شد و این نکته که می‌توان از تجربه برخی کشورهای توسعه‌یافته که در زمینه آزادسازی بازارهای مالی خود با احتیاط عمل نموده‌اند، برنامه‌ای که چین برای سرمایه‌گذاران و نهادهای مالی خارجی که قصد فعالیت در بازار سرمایه چین را دارند در ادامه شرح داده می‌شود:

Qualified Foreign Institutional Investor (QFII)

برنامه سرمایه‌گذار نهادی خارجی واجد شرایط^۴ یک توافقنامه انتقالی است که به سرمایه‌گذاران نهادی که دارای صلاحیت‌های مشخصی باشند اجازه می‌دهد که در یک دامنه محدود از اوراق بهادار به شکل جریان‌ات آزاد سرمایه‌گذاری کند. سرمایه‌گذاری خارجی در چین به دلیل کنترل بورس‌های خارجی محدود شده است. مظنه‌های قیمت، محصولات، حساب‌ها و تبدیل صندوق‌ها به طور شدیدی تحت نظارت و قانون‌گذاری هستند. برنامه QFII در سال ۲۰۰۲ معرفی شد و این اجازه را به سرمایه‌گذاران خارجی دارد تا دسترسی مستقیمی به بازار سرمایه چین داشته باشند.

تاریخ	شرح رویداد
۲۰۰۲	آغاز به کار برنامه QFII
۲۰۰۵	افزایش ارزش سهام موجود در برنامه از ۴ میلیارد دلار به ۱۰ میلیارد دلار
۲۰۰۶	تعدیل برنامه QFII و تسهیل کردن برخی از الزامات کسب صلاحیت
۲۰۰۷	افزایش ارزش سهام موجود در برنامه به ۳۰ میلیارد دلار
۲۰۰۹	تعدیل مقررات مربوط به بورس‌های خارجی مرتبط با برنامه QFII شامل ۱- افزایش سقف مربوط به قیمت هر سهم برنامه؛ ۲- تسهیل محدودیت‌های موجود بر روی انتقال سرمایه.
۲۰۱۱/۰۵	اجازه سرمایه‌گذاری بر روی آتی شاخص سهام
۲۰۱۱/۱۲	آغاز به کار برنامه RMB QFII
۲۰۱۲/۰۴	افزایش ارزش سهام موجود در برنامه به ۸۰ میلیارد دلار
۲۰۱۲/۰۷	تعدیل مجدد مقررات QFII شامل: ۱- لغو بخش قابل‌توجهی از الزامات احراز صلاحیت؛ ۲- افزایش سقف سهامداری؛ ۳- عرضه بیشتر انتخاب‌های سرمایه‌گذاری؛
۲۰۱۲/۱۲	تعدیل مقررات مربوط به بورس‌های خارجی در ارتباط با QFII

^۴ Qualified Foreign Institutional Investor (QFII)

<p>۱- افزایش سقف قیمت سهام برای برخی از سهام موجود در برنامه (از ۲۰٪ به ۳۰٪)؛</p> <p>۲- پرداخت تعیین شده ماهانه صندوق‌ها؛</p> <p>۳- اجازه بازپرداخت هفتگی به صندوق‌های با سرمایه متغیر؛</p> <p>۴- ایجاد الزاماتی بر روی حساب‌های سپرده RMB؛</p> <p>۵- ساده‌سازی فرآیندها.</p>	
---	--

RQFII

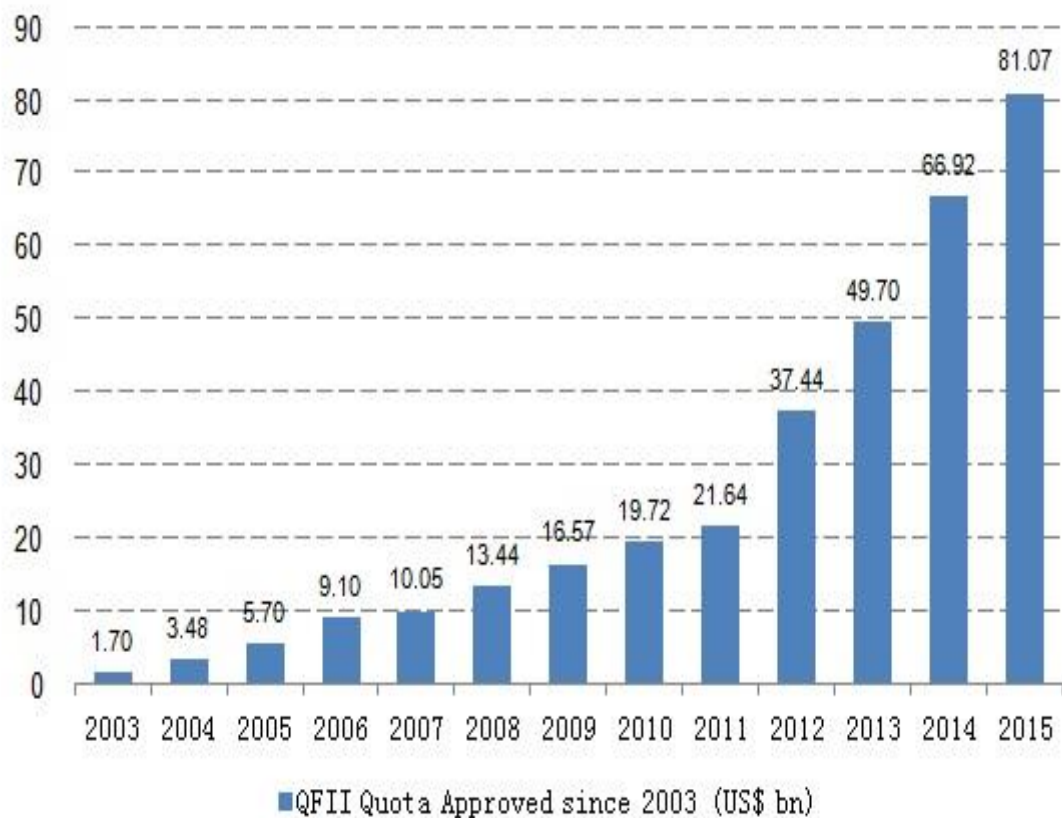
^۵RQFII که در اواخر سال ۲۰۱۱ شروع به کار کرد، اجازه استفاده از صندوق‌های RMB که توسط شرکت‌های زیر مجموعه شرکت‌های مدیریت صندوق محلی و شرکت‌های کارگزاری در هنگ‌کنگ تأمین مالی شده‌اند برای سرمایه‌گذاری در بازارهای سهام محلی را می‌دهد. برای سرمایه‌گذاری در بازارهای سهام محلی یک شرکت کارگزاری هنگ‌کنگی باید از کمیسیون نظارت بر اوراق بهادار چین^۶ مجوز دریافت کرده و نماد سرمایه‌گذاری^۷ را از اداره ملی بورس خارجی^۸ دریافت کند. در فوریه ۲۰۱۶ حدود ۲۷۹ موسسه مالی خارجی دارای مجوز QFII بودند و ارزش سهام موجود در برنامه به ۸۱ میلیارد دلار رسید. هم‌چنین حدود ۱۵۸ موسسه خارجی نیز مجوز RQFII دریافت کرده‌اند که ارزش سهام موجود در این برنامه به ۴۷۱ میلیارد یوان چین می‌رسد.

^۵ RMB Qualified Institutional Investor

^۶ China Securities Regulatory Commission, CSRC

^۷ Investment Quota

^۸ State Administration of Foreign Exchange, SAFE



فرآیند درخواست مجوز QFII

- ۱- ارائه فرم درخواست از طریق کاستودین (۳-۵ هفته)؛
- ۲- دریافت مجوز QFII از کمیسیون نظارت بر بورس چین (حداکثر ۲۰ روز)؛
- ۳- دریافت نماد سرمایه‌گذاری (حداکثر ظرف ۱ سال از تاریخ دریافت مجوز QFII)؛
- ۴- باز کردن حساب در بورس و بانک (۱-۲ هفته)؛
- ۵- انتقال وجه (حداکثر ظرف ۶ ماه بعد از کسب مجوز و حداقل مبلغ ۲۰ میلیون دلار)؛
- ۶- آغاز سرمایه‌گذاری (از طریق کارگزاران محلی).

محصولات قابل سرمایه‌گذاری

- ۱- حق بازخرید اوراق قرضه وثیقه؛
- ۲- سهام الف؛
- ۳- وارانته؛
- ۴- عرضه اولیه؛
- ۵- عرضه ثانویه؛
- ۶- حق تقدم؛
- ۷- صندوق‌های با سرمایه متغیر؛
- ۸- صندوق‌های با سرمایه ثابت؛
- ۹- صندوق‌های قابل معامله؛
- ۱۰- صندوق‌های با درآمد ثابت قابل معامله در بورس؛
- ۱۱- انتشار اوراق قرضه.