



بورس اوراق بهادار تهران  
(شرکت سهامی عام)

**پیش بسوی سرزمینی آزاد**

**همراه با توان مالی**

"گزارش شماره دو، تیم استراتژی بازارهای مالی مقام ناظر بازار

مالی ژاپن"

تیم مدیریت ریسک

RMT-87-07-28-verFinal

## فهرست مطالب

۴	..... مقدمه
۵	..... بروز بحران در بازارهای بین‌المللی تبدیل به اوراق بهادار سازی دارایی‌ها (Securitization)
۷	..... <b>Subprime Mortgage</b> بحران به حل رویکردهایی
۷	..... رویکرد ناظران سیاسی در کشورهای مختلف
۱۱	..... دیدگاه‌ها و مباحث سازمان‌های بین‌المللی در خصوص بحران <b>Subprime Mortgage</b>
۱۲	..... رویکرد بخش‌های مورد توجه در بخش خصوصی
۱۳	..... رویکردهای ژاپن
۱۵	..... اقدامات آتی
۱۵	..... درسهایی از بحران وام <b>non-performing</b> در ژاپن
۱۷	..... ارزشیابی سیاست‌های اتخاذ شده تاکنون و وظایف آتی
۱۹	..... نکات قابل توجه در مورد بازارهای مالی بین‌المللی از دیدگاه ژاپن
۲۳	..... نتیجه‌گیری؛ پیش بسوی سرزمینی آزاد همراه با توان مالی

## گزارش شماره دو تیم استراتژی بازار مالی

### III اقدامات آتی

#### ۱. درس‌هایی از بحران وام non-performing در ژاپن

##### - ایجاد یک شبکه‌ی امن

کشورهای سراسر جهان باید بصورت مستمر وضعیت شبکه‌های اطمینان ملی خودشان را بررسی کرده و بدون فوت وقت هرگونه بهسازی ضروری را ایجاد نمایند، در عین حالیکه پیشرفت‌های آتی در رابطه با سیستم‌ها و بازارهای مالی را مدنظر دارند.

##### - موضوع توان پرداخت دیون در پی بحران نقدینگی رخ می‌دهد

تاکید بر ارتقاء سطح مدیریت ریسک به سطوح پیشرفته‌تر، و اطلاع دقیق از وضعیت سلامت موسسات مالی، بویژه در زمانی که بازار تحت فشار است.

##### - داشتن یک معیار مشترک برای ارزیابی مناسب کیفیت دارایی ضروری است

نظم بازار بر مبنای افشاء اطلاعات

##### - ردیابی و شناسایی سریع

اهمیت به اقدام قبل از زوال موسسات مالی (پیشگیری بحران)

#### ۲. ارزشیابی سیاست‌های اتخاذ شده تاکنون و وظایف آتی

##### درک و استفاده از گزارش‌های FSF و IOSCO، شامل:

- توجه کامل به گزارش FSF، بررسی مستمر و اجرای دقیق آن بسیار اهمیت دارد.

- افشا و شفاف‌سازی ریسک بسیار ضروری است (ژاپن زودتر از سایر کشورها میزان محصولات تبدیل به اوراق بهادار شده را منتشر کرد)

- ایجاد کالج‌های بین‌المللی ناظران بعنوان چارچوبی برای میزان مشارکت ناظرین در بانک‌های فعال بین‌المللی

- نیاز به توجه به تقویت مداخله بخش عمومی، متناسب با پیشرفت‌های آتی بانک‌های ضعیف

- موسسات رتبه‌بندی اعتباری باید سریعاً معیارهای مبتنی بر مقررات تجدیدنظر شده IOSCO را اجرایی نمایند.

#### ۳. نکات قابل توجه در مورد بازارهای مالی بین‌المللی از دیدگاه ژاپن

واکنش مناسب به حرکت اصلی در جریان وجود و منابع، اجرای برنامه تقویت رقابت در بازارهای مالی و سرمایه در ژاپن، بررسی مستمر مقرراتی که می‌توانند رقابت‌پذیری بازار را دچار آسیب نماید.

##### صندوق‌های (Sovereign Wealth Funds (SWFs))

- این یک ضرورت است برای ژاپن، بعنوان یک کشور آزاد، که بازار مالی جذابی را ایجاد نماید، هم برای منابع داخلی و هم خارجی، مثل سرمایه‌گذاری در SWFs.

- با توجه به موضوع نسخه‌ی ژاپنی SWF، توجه به دامنه‌ای از مباحث مربوطه ضروری است، شامل ملاحظات جدی و اساسی در خصوص راهکارهای مدیریت دارایی‌های ملی از دیدگاه مدیریت اثربخش.

##### ترویج و تبلیغ سرمایه‌گذاری خارجی در ژاپن

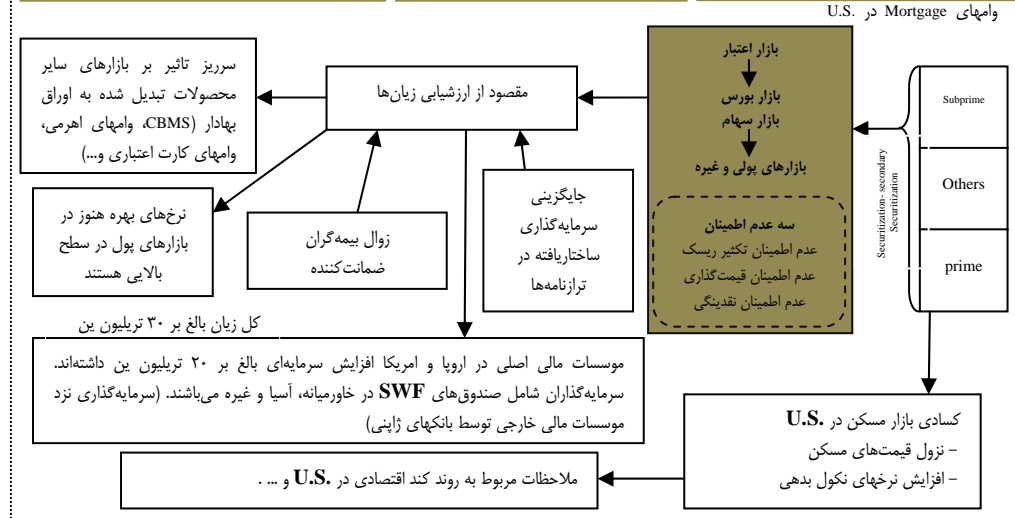
- سرمایه‌گذاری خارجی به نحو شایانی در رشد باثبات اقتصاد ژاپن سهم خواهد بود، مقررات‌گذاران باید حداقل‌های لازم را محدود نمایند و قابلیت پیش‌بینی بالا در مورد اجرایی شدن آنها تضمین شود.

از آنجاییکه انتظار می‌رود موسسات مالی آمریکایی و اروپایی در یک شرایط سخت باقی بمانند، می‌توان گفت اکنون همان زمانی است که موسسات مالی ژاپنی می‌توانند با انجام فعالانه وظایف واسطه‌گری مالی خود در بازارهای مالی بین‌المللی اصطلاحاً برای "بورس" به این بازارها اقدام نمایند.

ژاپن باید تلاش کند که به "سرزمینی آزاد همراه با توان مالی"، و قابلیت رقابت با مراکز مالی در سراسر جهان تبدیل شود.

### I بروز بحران در بازارهای بین‌المللی اوراق بهادار

سرویز شدن مشکلات از بازار مسکن آمریکا به بازارهای مالی (تا اواخر تابستان ۲۰۰۷)	عدم کفایت سرمایه در موسسات مالی (از پاییز ۲۰۰۷ تا پایان سال)	گسترش مشکلات (مشکل تضمین، رکود اقتصاد واقعی/ضمانت یکی از کارگزاری های اصلی) (از شروع ۲۰۰۸ تا اواخر می)
--	--	--



### II رویکردهایی به حل بحران

#### رویکرد ناظران سیاسی در کشورهای مختلف

- کمک به اعتباردهندگان (HOPE NOW) در U.S.

برنامه‌ی معیارهایی مثل تامین مالی مجدد و حفظ وام‌هایی که برای بیش از ۴۰۰,۰۰۰ Subprime Mortgage مقروض

- طرح تحرك اقتصادي

۱۰۰ میلیارد دلار تخفیفات مالیاتی همراه با پرداخت قسمتی از بدهی

- تشریح مقصود از ذخیره نقدینگی

میزان مشارکت ۵ بانک مرکزی در U.S. و اروپا (FRB), PDCF, TSLF, TAF (FRB)

- ذخیره نقدینگی در بازار Mortgage در U.S. و غیره

#### دیدگاه‌ها و مباحث سازمان‌های بین‌المللی در خصوص بحران Subprime Mortgage

- جامعه ثبات مالی (FSF)

- سازمان بین‌المللی کمیسیون بورس‌ها (IOSCO)

گزارش ارائه شده

#### رویکرد بخش خصوصی

CARS - اجرا یا توجه به معیارهایی از قبیل آزمون مجدد سازمان داخلی‌شان

#### رویکردهای ژاپن

- افزایش تحلیل بازار و ارتقاء مشارکت بین‌المللی همراه با نظارت مقررات‌گذاران

برنامه‌ی زمانبندی FSA برای سیاست نظارتی، تحلیل ریسک و بازار مالی

- اطمینان از قابلیت ردیابی

رهنمودهای تجدیدنظر شده ناظر بر شرکت‌های ابزارهای مالی

- بهبود سیستم هشدار سریع، و ...

ایجاد سیستم هشدار سریع در مورد شرکت‌های ابزارهای مالی

- ارائه اصول و جستجوی بهترین روش

چهارده اصل تجدیدنظر شده

## مقدمه

این گزارش توسط یک گروه مشاوره، که در خصوص بروز بحران بی‌سابقه‌ی Subprime Mortgage اخیر بازارهای مالی بین‌المللی توسط وزیر خدمات مالی ژاپن تشکیل گردید، تهیه شده است. گزارش شماره یک این تیم در ۳۰ نوامبر ۲۰۰۷ منتشر شد. در آن گزارش نه تنها به دلایل بروز بحران فوق اشاره شده بود، بلکه به تک‌تک بخش‌های فرایند تبدیل به اوراق بهادار سازی داراییها (Securitization) و ارائه پیشنهادات نیز پرداخته شد.

در پی انتشار این گزارش آژانس خدمات مالی (FSA)، یک تشکل بین‌المللی شامل جامعه ثبات مالی (FSF) و سازمان بین‌المللی بورس‌ها (IOSCO) جهت همکاری ایجاد کرد.

در این اثناء، بحران مذکور در حال جدی‌تر شدن و شیوع بود. اگرچه شرایط اخیر بازارهای مالی بطور گسترده بی‌ثبات نیست ولی پیشرفت‌های آتی به دقت کافی نیاز دارند. در گزارش شماره دو که خلاصه‌ای از آن در این نوشتار ارائه می‌شود، سعی شده است معیارهای مربوطه ارزیابی و شناسایی شوند، و نکاتی را که ژاپن باید در رابطه با پیشرفت‌های آتی بازارهای مالی بین‌الملل به آنها توجه نماید، ارائه شود.

# بروز بحران در بازارهای بین‌المللی تبدیل به اوراق بهادار سازی دارایی‌ها (Securitization)

با انتشار گزارش نخست تیم استراتژی بازار، موسسات مالی اروپا و آمریکا در واکنش به زیان‌های کلان خود اقدام به افزایش سرمایه نمودند، در حالیکه بازار تبدیل به اوراق بهادار سازی دارایی‌ها (Securitization) پس یک ثبات موقتی مجدداً وارد مرحله‌ی جدیدی از رکود می‌شد. از دسامبر ۲۰۰۷ به بعد، بجز یک دوره موقتی ثبات، این بازار اساساً دچار بحران جدی و گسترده شد.

خصوصاً اینکه موسسات اصلی مالی اروپایی و آمریکایی با جایگزینی سرمایه‌گذاری ساختار یافته (Structured investment vehicles) در ترازنامه‌شان، ظاهر‌نمایی می‌کردند.

علاوه بر این، شرایط سخت بازارهای پولی نیز در حال وخیم شدن بود.

از ژانویه ۲۰۰۸، برخی شاخص‌ها ضعف اقتصاد واقعی ایالات متحده را نشان می‌دادند. وضعی که نه تنها به بازار مسکن مربوط می‌شد، بلکه موضوعات استخدامی را نیز در بر داشت.

براساس یک نظرخواهی از مدیران اعطای وام که توسط هیئت فدرال رزرو (FRB) انجام شد، اکثر بانک‌ها در ایالات متحده اظهار داشته‌اند که استانداردهای اعطای وام "شدیداً سختی" (Tightened considerably) دارند.

با توجه به بازار تبدیل به اوراق بهادار سازی دارایی‌ها، زیان‌ها در دامنه گسترده‌ای از محصولات تبدیل شده به اوراق بهادار (securitized) پخش می‌شوند. بویژه، اهرمی شده‌ها سرعت بیشتری داشته‌اند و با تلاش برای قرار دادن دارایی‌ها همراه با یک ریسک ارزیابی زیان خارج از ترازنامه شروع کرده‌اند، قیمت محصولات تبدیل شده به اوراق بهادار در رابطه با رهن‌ها، ارزش تجاری رهن‌ها، و وام‌های کارت‌های اعتباری بصورت وام‌های اهرمی و اوراق قرضه رهنی توسط سازمان‌های حامی دولتی (GSEs) تضمین شدند، روند رو به زوال داشته‌اند. بعنوان یک نتیجه‌گیری، بانک‌های اصلی ایالات متحده همانطور که در سه ماهه پایانی ۲۰۰۷ زیان عمده‌ای را اعلام داشته‌اند، برای سه ماهه اول ۲۰۰۸ نیز زیان بالایی را گزارش می‌نمایند. علاوه جمع کل زیان‌های ناشی از بحران Subprime Mortgage، برآورد می‌شود که در سطح کل موسسات مالی افزایش نشان دهد (در اروپا نیز وضع به همین منوال است).

روند حرکتی قیمت‌ها در بخش اهرمی در فوریه و نیز مارس ۲۰۰۸ حاکی از نزول بیشتر قیمت محصولات تبدیل شده به اوراق بهادار و نیارمند حاشیه‌های اضافی Calls، که واکنشی است به شتاب و سرعت اهرمی بعدی. این حرکت حلزونی و مارپیچی در معرض کمبودهای موازی و نقدشوندگی در کارگزاری‌ها و صندوق‌های مصون‌ساز خاص (Hedge Funds) می‌باشد. در واکنش به این شرایط، بحران در بازارهای مالی و سرمایه ایالات متحده بطور چشم‌گیری بالا گرفت.

برای مثال، "Carlyle Capital Corp" یک صندوق مصون‌ساز خاص در ماه مارس ورشکست شد، و ملاحظات بعدی نسبت به ریسک طرف مقابل منجر به یک زوال سریعتر در مدیریت نقد شد، براساس ساختار تامین وجوه شرکت که بطور قابل توجهی به تامین مالی از طریق اوراق بهادار اتکاء دارد. نهایتاً اینکه این مساله به بحران‌های مدیریتی شرکت‌ها تبدیل می‌شود.

از آوریل به بعد، تنش در بازارهای تبدیل به اوراق بهادار سازی دارایی‌ها و سایر محصولات نسبتاً ثبات داشته است. بهر حال به بازارهای مالی و سرمایه ایالات متحده و اروپا همچنان باید دقت کافی داشت، چون شکاف گسترده محصولات تبدیل شده به اوراق بهادار در سطح ژانویه ۲۰۰۸ باقی می‌ماند، نرخ‌های بهره در بازارهای مالی کوتاه‌مدت

در سطح بالایی باقی می‌ماند، بازار کساد مسکن در امریکا ادامه می‌یابد، و ورشکستگی موسسات مالی کوچکتر گزارش می‌شوند.

تا تاریخ تهیه این گزارش، بیشترین مبلغ برآوردی در رابطه با زیان‌های ناشی از بحران Subprime Mortgage در بازارهای مالی بالغ بر ۹۴۵ میلیارد دلار ارزیابی شده که توسط صندوق بین‌المللی پول محاسبه شده است.

## رویکردهایی به حل بحران Subprime Mortgage

در این بخش چهار رویکرد مختلف برای حل مسأله ارائه می‌شود.

- رویکرد قانونگذاران در کشورهای مختلف
- دیدگاه‌ها و مباحث سازمان‌های بین‌المللی در خصوص این مسأله
- رویکرد بخش‌های مورد توجه در بخش خصوصی
- رویکردهای ژاپن

هر یک از این رویکرد به تفصیل در ادامه بحث می‌شود.

### رویکرد ناظران سیاسی در کشورهای مختلف

به عنوان یکی از آثار شیوع این مسأله معیارهای مختلفی بود که قانونگذاران کشورهای مختلف در نظر گرفته‌اند.

الف) ایالات متحده

از اواخر سال ۲۰۰۷، دولت ایالات متحده یک سری معیارها برای کمک به اعتباردهندگان توصیه و اجرا نمود، معیارهایی که در طرح تحرک اقتصادی، و ملاک‌های ثابت بازارهای مالی (قوانین نقدشوندگی) مطرح شدند.

۱- الف) ارائه کمک به اعتباردهندگان

ششم دسامبر ۲۰۰۷، دولت امریکا قوانینی را برای کمک به وام دهندگان رهنی اعلام نمود، یکی از اقداماتی که توسط شرکت‌ها انجام می‌شد، تحت عنوان "HOPE NOW" مطرح گردید که اتحادی بین مشاوران، ارائه‌کنندگان خدمات، سرمایه‌گذاران و سایر مشارکت‌کنندگان در بازارهای تبدیل به اوراق بهادار سازی داراییها بوجود می‌آورد. این برنامه‌ای بود برای ارائه کمک به اعتباردهندگانی که مجبور بودند برای بازپرداخت وام‌های به یک نرخ بالاتر مکانیسم تنظیم مجدد نرخ بهره را در پیش گیرند، که شامل معیارهای انگیزشی از جمله تامین مالی مجدد وام موجود در یک معامله رهنی جدید و حفظ (freezing) نرخ بهره‌شان برای مدت پنج سال می‌باشد، بالغ بر ۱.۸ میلیون دلار نرخ رهن از این سال بازخرید خواهد شد، ۱.۲ میلیون دلار هم انتظار می‌رود که برای این برنامه مناسب باشند (یادداشت ۱).

بعلاوه، ایالات متحده در نهم آوریل اعلام کرد محدودیت‌های بیشتری برای تضمین رهنی توسط اداره مسکن دولت فدرال (FHA) ارائه خواهد شد (یادداشت ۲).

یادداشت ۱: شرایط کمک به وام‌دهندگان، شامل این معیارها، بخشی در شرف وقوع از بخش‌های مورد نظر بخش خصوصی و، از ژانویه به بعد، معیارهایی مثل تامین مالی مجدد و حفظ وام‌هایی که برای بیش از ۴۰۰.۰۰۰ مقروض Subprime Mortgage بکار رفته است.

یادداشت ۲: برنامه موجود وام FHA (FHA secure) برای اعتباردهندگان متخلف نیز قابل اجرا بود و آنها را قادر به تامین مالی مجدد در جهت Mortgages با نرخ ثابت و بلندمدت می‌کرد. بعلاوه تصمیم گرفت که دامنه کاربرد FHA secure باید گسترش یابد آنها هم، میزان اعتباردهندگان Mortgages با نرخ قابل تبدیل، تضمینات وام تا حدود ۹۷ درصد وام نسبت به ارزش (LTV: loan-to-value) باید برای آنهايي که برای دو ماه متوالی در وام‌ها تخلف داشتند، و نیز تضمینات وام تا حدود ۹۰ درصد وام نسبت به ارزش باید برای آنهايي که برای سه ماه متوالی در وام‌ها تخلف داشتند، تامین شود.

بعنوان نتیجه از ابتدای سپتامبر ۲۰۰۷ به بعد، تقریباً ۲۰۰.۰۰۰ Mortgages به یک FHA-insured mortgage تغییر جهت دادند.

## ۲- الف) طرح تحرک اقتصادی

با توجه به اثر بحران Subprime Mortgage بر بازار مسکن و مصرف مشتریان، بوش رئیس جمهور امریکا در ۱۸ ژانویه اعلام کرد طرح تحرک اقتصادی بر کاهش ۱۵۰ میلیارد دلاری مالیات تمرکز دارد (۱۰۰ میلیارد دلار از محل تخفیفات مالیاتی همراه با (پرداخت قسمتی از بدهی) و ۵۰ میلیارد دلار از بابت سرمایه‌گذاری‌ها) و افزایش محدودیت‌های فوق‌الذکر تضمین و خرید Mortgages توسط FHA یا GSEs، و اسناد (قبوض)ی که در ۱۳ فوریه صادر شده‌اند. با توجه به این قبوض، مالیات از آوریل امسال، و بدین صورت که ۶۰۰ دلار به ازای هر نفر، یا ۱.۲۰۰ دلار به ازای هر زوج، و نیز ۳۰۰ دلار اضافی به ازای هر فرزند بازپرداخت شود.

## ۳- الف) ملاک‌های ثبات بازارهای مالی

(تشریح مقصود از ذخیره نقدینگی)

از تابستان ۲۰۰۷ با رخداد بحران واگذاری Subprime Mortgage، حجم وسیعی از ذخایر نقدینگی توسط بانک‌های مرکزی برای غلبه بر بحران نقدشوندگی منظور شد، که اساساً در بازار ABCP (Asset Backed Commercial Paper) اتفاق افتاد. از آن زمان به بعد، تلاش شد از نقطه نظر اطمینان ثبات بازارهای مالی در اروپا، اطلاعاتی درباره وجوه مورد نیاز تا پایان سال تهیه شود، FRB و بانک‌های مرکزی در اروپا در ۱۲ دسامبر ۲۰۰۷ پذیرفتند، معیارهایی از قبیل استفاده موثر از قراردادهای تاخت (Swaps) برای تسهیل ذخیره صندوق‌های دلاری در بازارهای اروپایی و ایجاد دوره امکان حراج (مزایده) برای تامین وجوه نسبتاً طولانی مدت.

بعلاوه، پس از تغییر سال، شرایطی پیش آمد که عملکرد بازار Mortgage را زیر حد ضعیف توصیف می‌کرد و برخی شرکت‌های کارگزاری مشکلات نقدینگی -به شکلی که در بالا مطرح شد- داشتند، یک سری از معیارهای موفقیت در تامین نقدینگی به‌منظور ثبات بازارهای مالی پذیرفته شد، مواردی از قبیل دوره امکان استقراض اوراق بهادار (TSLF) که اوراق قرضه خزانه همراه با اوراق بهادار با پشتوانه رهنی را بعنوان وثیقه ارائه می‌کرد، و نیز امکان اعتباری معامله‌گر اصلی (اولیه)ای که وجوه را مستقیماً به معامله‌گران اولیه و اصلی ارائه می‌کرد.

در دوم می، در شرایطی که نرخهای بهره هنوز در بازارهای پول در سطح بالایی باقی مانده بودند، بانک‌های مرکزی هر یک از کشورها معیارهای اضافه‌تری را برای تامین نقدینگی اعلام کردند، از قبیل گسترش دامنه واحد پولی قراردادهای تاخت و نیز گسترش دامنه TSLF.

بعلاوه، هنگامیکه bear steams در مارچ به قید ضمانت آزاد شده بود، بانک فدرال رزرو نیویورک با تامین ۲۹ میلیارد دلار برای شرکتی که هیچ‌گونه دارایی‌های عملیاتی از Bear steams نداشت، یک گام شجاعانه برداشت. این می‌توانست حاکی از این باشد که در عمل استفاده از منابع (وجوه) عمومی اتفاق افتاده است، و بموجب آن رویکردهایی نسبت به اطمینان در مورد ثبات سیستم مالی می‌توانست رخ دهد.

(ذخیره نقدینگی در بازارهای Mortgage)

بازار تبدیل به اوراق بهادار سازی نقش مهمی را در کانالهای واسطه‌ای تامین مالی در بازارهای مالی امریکا ایفا می‌کند. بنابراین پس از رخداد بحران واگذاری Subprime Mortgage، عملکرد بازار تبدیل به اوراق بهادار سازی نیز اساساً ضعیف شده است.

تحت این شرایط، یک سری معیارهایی برای گسترش دامنه خرید محصولات اوراق بهادار سازی شده توسط GSEs (مثل Fannie Mac و Freddie Mac) با دیدگاه کاهش بدهی‌های Mortgage تعیین شد.

خلاصه‌ای از معیارهای فوق عبارتست از:

دسامبر ۲۰۰۷: Freddie Mac و Fannie Mac برای تقویت پایه‌های مالی خودشان، اقدام به افزایش سرمایه خود نمودند.

۱۳ فوریه ۲۰۰۸: سقف خرید یک رهن که توسط GSEs تعیین شده بود از ۴۱۷.۰۰۰ دلار به ۷۳۹.۷۵۰ دلار در مورد رهن‌هایی که برای یک دوره معین قرض داده می‌شد، افزایش یافت.

۱ مارچ ۲۰۰۸: محدودیت جمع کل داراییهای خریداری شده توسط GSEs حذف شد، بنابراین منجر به بالا بردن سطح ذخیره نقدینگی به بازار شد.

۱۹ مارچ ۲۰۰۸: اداره فدرال ناظر بر بنگاه‌های ساختمانی ( Office of Federal Housing Enterprise Oversight) و GSEs مشترکاً اعلام کردند ابتکار عملی را برای تامین مقدار نقدشوندگی به یک حداکثر ۲۰۰ میلیارد دلار برای بازار MBS (اوراق بهادار پشتوانه رهنی) از طریق تسهیل مقررات نسبت سرمایه (از ۱.۳ مرتبه به ۱.۲) و بعنوان یک نتیجه، امکان خواهد یافت که خریداری و تضمین کند اوراق بهاداری را معادل ۲۰ میلیارد ین در امسال).

۲۴ مارچ ۲۰۰۸: اعلام شده بود محدودیت MBSS خریداری شده توسط بانک وام خانه فدرال از ۳۰۰ درصد به ۶۰۰ درصد مقدار سرمایه‌اش افزایش یافت برای یک دوره دو ساله، همراه با نقدینگی معادل ۱۰۰ میلیارد دلار که برای بازار مسکن تامین شود.

۴-الف) مباحث بیشتر درباره چگونگی ثبات بازارهای مالی

برای اطمینان از ثبات بازارهای مالی، این مساله مهم است که موسسات مالی سرمایه‌ای به میزان کافی داشته باشند. با توجه به تزریق وجوه عمومی به طریقی مشابه آنچه که در ژاپن انجام شد، از منظر خطر اخلاقی نظرات خیلی منفی در امریکا وجود دارد. در صورتیکه برخی کارشناسان در مورد تزریق وجوه عمومی اعتقاد دارند، دولت امریکا به منظور اتخاذ معیارهای داوطلبانه توسط بخش خصوصی، از جمله ترویج افشاءگری زیان ناشی از موسسات مالی خصوصی و نیز بهبود سرمایه مورد نیازشان در موارد لزوم، مشوق‌هایی را برای آنها در نظر گیرد. تحت چنین شرایطی، موسسات مالی امریکا زبانی را تقریباً معادل ۲۰ تریلیون ین برای سه ماهه نخست ۲۰۰۸ گزارش نمودند و اعلام کردند که آنها قصد دارند تقریباً سرمایه‌شان را ۱۲ تریلیون ین افزایش دهند (شامل افزایش سرمایه تکمیلی یا اضافی).

ب) اروپا و سایر کشورها

در اروپا، نیز، مواردی وجود دارد که مداخله عمومی در موسسات مالی توسط دولت‌ها اجرا شده است. متحده پادشاهی در ۱۷ فوریه اعلام کرد که ملی کردن موقتی Northern Rock به علت خطای یک برنامه relife در مورد آن بانک بود. آلمان هم در ۸ فوریه اعلام نمود که دولت مرکزی (Land) تضمیناتی ارائه می‌کند برای شرکتی که بطور خاص به تفکیک دارایی‌های غیرعملیاتی از West LB، یک بانک مرکزی اصلی، اقدام خواهد کرد. بعلاوه در ۱۳ فوریه اعلام کرده بود دولت فدرال سرمایه‌ای را به بانک Deutsche Industriebank که بتدریج در تابستان ۲۰۰۷ دچار مشکلات مالی خواهد شد، تزریق خواهد کرد.

همچنین، براساس معیارهای ذخیره‌گیری نقدینگی توافق شده توسط ۵ بانک مرکزی در دسامبر ۲۰۰۷ و مارچ ۲۰۰۸، بانک مرکزی اروپا (ECB) و بانک ملی سوئیس دلارهایی را برای بازارهای مالی با توجه به قراردادهای تاخت همراه با FRB تامین نمودند. در ۲۱ آوریل، با توجه به شرایط موجود در بازارهای مالی، بانک انگلیس یک برنامه نقدینگی مخصوص (در کل معادل ۵۰ میلیارد پوند) برای قرارداد تاخت اوراق قرضه دولتی در مورد اوراق بهادار مبتنی بر پشتوانه دارایی اعلام و اجرا نمود، در ۲۷ فوریه، کمیسیون اروپایی گزارش را مبنی بر اینکه شامل پیشنهادات ترکیب شده‌ای از قبیل درخواست از موسسات مالی برای ترویج افشاءگری زبان‌ها، و بیان وضعیت اتحادیه اروپا در محافل بین‌المللی

باشد، پذیرفت. بعلاوه، شورای وزرای مالی اتحادیه اروپا، در ۱۴ مارچ ساختار فرایندی معیارهای واکنش به بحران، از قبیل تقویت نظارت و رویه‌های اجرایی در مورد مقررات خدمات مالی و تقویت عملکرد سیستم‌های بیمه‌ای ذخیره را در جهت ثبات بازار مالی تصویب نمودند.

## دیدگاه‌ها و مباحث سازمان‌های بین‌المللی در خصوص بحران Subprime Mortgage

در خصوص ثبات بازارهای مالی، سازمان‌های بین‌المللی مباحثی داشته‌اند، اساساً برای پیشگیری از رویداد مجدد بحران بازارهای مالی، برخی کشورها به تنهایی نیز رویکردهای ارائه شده در بخش فوق را اتخاذ نمودند.

الف) جامعه ثبات مالی (FSF)

در جلسه وزرای مالی گروه هفت و دولتمردان بانک مرکزی آنها در پاییز ۲۰۰۷، جامعه ثبات مالی درخواست نمود علل بحران بازار در این دوره بررسی شود و پیشنهاداتی برای خط مشی انجام واکنش پیش‌بینی شود. FSF گزارش میان دوره‌ای را در جلسه G7 که در توکیو ژاپن برگزار می‌شد در فوریه امسال و گزارش رسمی (گزارشی از جامعه ثبات مالی با تاکید بر قابلیت ارتجاع موسسات و بازار) به اجلاس گروه ۷ را در واشنگتن در ۱۱ آوریل ارائه کرد. در این گزارش FSF پیشنهادات زیادی را در ۵ طبقه ارائه نمود:

- تقویت دقت ناظر بر سرمایه، نقدینگی و مدیریت ریسک
- تاکید بر شفاف‌سازی و ارزشیابی
- تغییر نقش و استفاده از رتبه‌بندی‌های اعتباری
- تقویت عکس‌العمل ناظران به ریسک‌ها
- برقراری مراتب مناسب و توانمند برای برخورد با استرس‌های سیستم مالی.

براساس این گزارش (مطروحه در جلسه آوریل گروه ۷) اعضای گروه معیارهای اولیه‌ای را تعیین نمودند که می‌بایست حداکثر طی ۱۰۰ روز (از قبیل افشای اطلاعاتی راجع به تعیین زیان‌های در مرحله گذشته و وضع مجدد مدیریت ریسک، شامل استفاده از آزمون استرس) انجام شوند و نیز برخی که باید تا پایان سال ۲۰۰۸ انجام گیرند. همچنین FSF ملزم شد بطور فعالانه اجرای معیارهای مورد توافق در این جلسه را پیگیری نماید.

معیار	شرح
معیارهایی که موسسات مالی باید در نظر می‌گرفتند	<ul style="list-style-type: none"> <li>• تکمیل و ترویج معرض‌های ریسک خودشان، کاهش‌های رخ داده در بهای اسمی سهام، برآورد ارزش متعارف ابزارهای نقدی و پیچیده، افشای ریسک تکثیر هماهنگ با روش‌های افشای ذکر شده در گزارش FSF</li> <li>• تقویت روش‌های مدیریت ریسک، نظارت ناظران. بهبود وضعیت سرمایه تا حد لزوم.</li> </ul>
معیارهایی که نشان می‌داد کدام استانداردهای حسابداری از جمله استاندارد بین‌المللی در نظر گرفته شود	<ul style="list-style-type: none"> <li>• اولین اقدام ضروری تعیین استانداردهای حسابداری و افشا در مورد واحدهای انتفاعی خارج از ترازنامه و تاکید بر رهنمود حسابداری بر مبنای ارزش متعارف، بویژه در مورد ارزشیابی ابزارهای مالی. در زمانی که بازار دوران استرس را پشت سر می‌گذارند.</li> </ul>
معیارهای مرتبط با سازمان‌های بین‌المللی	<ul style="list-style-type: none"> <li>• کمیته باسل باید رهنمودهای مربوط به مدیریت ریسک نقدینگی را مورد تجدیدنظر قرار دهد. IOSCO هم مقررات مربوط به موسسات رتبه‌بندی را بازنگری و اصلاح نماید.</li> </ul>
معیارهایی که باید تا پایان سال به سرانجام می‌رسیدند	<ul style="list-style-type: none"> <li>• نظارت‌های احتیاطی تقویت شده در مورد سرمایه، نقدینگی و مدیریت ریسک</li> <li>• تقویت و ارتقاء استانداردهای ارزشیابی در مورد محصولات مالی و شفاف‌سازی متمرکز</li> <li>• تغییر نقش و استفاده از رتبه‌بندی‌های اعتباری</li> <li>• تقویت ناظران پاسخگو نسبت به ریسک</li> <li>• پاسخ‌هایی در رابطه با استرس‌های موجود در سیستم مالی</li> </ul>

ب) سازمان بین‌المللی کمیسیون بورس‌ها (IOSCO)

در راستای نقش موسسات رتبه‌بندی اعتباری در بازارهای مالی ساختاریافته، سازمان بین‌المللی کمیسیون بورس‌ها وظیفه‌ای را در بهار ۲۰۰۷ بر عهده موسسات رتبه‌بندی اعتباری محول نمود، و از آن پس، در مبحث بحران Subprime Mortgage مداخله داشت. بعنوان یکی از نتایج بحث، سازمان بین‌المللی کمیسیون بورس‌ها گزارشی را تحت عنوان "نقش موسسات رتبه‌بندی اعتباری در بازارهای مالی ساختاریافته-گزارش نهایی شده" در جلسه سالانه سازمان بین‌المللی کمیسیون بورس‌ها در پاریس مورخ ۲۸ می ارائه نمود.

گزارش بررسی نقش CARs در بازارهای ساختاریافته مالی، در مورد کیفیت و هماهنگی و یکپارچگی فرایند رتبه‌بندی، استقلال CAR و اجتناب از تضاد منافع، و مسوولیت‌های CAR برای عرضه و سرمایه‌گذاری عمومی، و غیره مطرح شد. همچنین، بر مبنای این بررسی، مقررات اساسی مربوط به CARs از نقطه نظر اجتناب از تضاد منافع و تاکید بر شفاف سازی و ... با توجه به رتبه‌های اعتباری برای محصولات مالی ساختاریافته و منتظم تجدیدنظر گردید.

ج) صندوق جهانی پول (IMF)

صندوق جهانی پول آخرین ویرایش گزارش ثبات مالی جهانی را در ۸ آوریل منتشر نمود. همانطور که در بالا اشاره شد، این گزارش زیان موسسات مالی را در سراسر جهان برآورد می‌کرد، ولی علاوه بر آن یک سری خط‌مشی‌هایی را برای آینده متصور شده بود. بعلاوه، افشاء‌گری و ضرورت افزایش سرمایه را بهبود بخشید، این گزارش همچنین به حقیقتی اشاره داشت که صندوق جهانی پول به ناظران کشورهایی که برنامه‌های مستمر رفتار با سهام بزرگ دارایی‌های غیرعملیاتی (non-performing) دارند پیشنهاد می‌کرد، البته در مواردی که وضعیت دارایی‌های کنار گذاشته شده توسط موسسات مالی تاثیر جدی بر اقتصاد واقعی داشته باشد، و اینکه آن اشاره می‌کند مساله شدت و سرعت فروش‌های اجباری بعنوان نتیجه‌ای از کاربرد حسابداری ارزش منصفانه در دوره‌هایی که بازار دچار بحران و آشفتگی است نیاز به توضیح خواهد داشت.

## رویکرد بخش‌های مورد توجه در بخش خصوصی

می‌توان گفت بحران Subprime Mortgage ناشی از مسائلی است که توسط بخش‌های مختلف بازار تبدیل به اوراق بهادارسازی مورد توجه قرار می‌گیرد. در اولین گزارش، ما خاطر نشان کردیم مباحث زیادی وجود دارد که به بخش‌های مورد توجه در بخش خصوصی مربوط می‌شود. رویکردهای اصلی اتخاذ شده توسط بخش‌های مختلف بخش خصوصی بصورت زیر ارائه می‌شوند.

الف) موسسات رتبه‌بندی اعتباری (CRAs)

از منظر اطمینان درباره استقلال و اجتناب از تضاد منافع، موسسات رتبه‌بندی اعتباری معیارهایی را اجرا یا مد نظر قرار می‌دهند، معیارهایی از قبیل آزمون مجدد سازمان داخلی‌شان مثل ایجاد یک نهاد کنترلی و تشریح رفتاری که بموجب مقررات داخلی ممنوع شده است. بعلاوه از نقطه نظر تقویت و ارتقاء کیفیت رتبه‌بندی‌های اعتباری، آنها معیارهایی را همچون بررسی شخص ثالث و تقویت پایشگری مستمر رتبه‌بندی‌های اعتباری اجرا و پیاده‌سازی می‌کنند. از منظر تاکید بر شفاف‌سازی نیز معیارهایی را از قبیل بهبود دسترسی برون‌سازمانی‌ها به روش‌شناسی‌های رتبه‌بندی و بهبود روابط با مشارکت‌کنندگان بازار را اجرایی می‌نمایند.

از سوی دیگر، با توجه به رویکردهای مربوط به مباحثی جز ریسک اعتباری، مثلاً ریسک نقدینگی، آنها رویکردهای موقتی و آزمایشی را برای پاسخ به نیازهای بازار مد نظر قرار داده‌اند.

## ب) انجمن مالی بین‌المللی (IIF)

در گزارش میان‌دوره‌ای منتشر شده در نهم آوریل، انجمن مالی بین‌المللی پیشنهاداتی را در خصوص توسعه بهترین روش مربوط به مدیریت ریسک و افشای اطلاعات توسط موسسات مالی اصلی - تحت عنوان تجارب حاصله از بحران جاری بازارهای مالی - ارائه نموده است. انجمن مالی بین‌المللی گزارش نهایی را تا پایان ماه ژوئن سالجاری ارائه خواهد کرد.

## رویکردهای ژاپن

همانطور که در بالا اشاره گردید، آژانس خدمات مالی (FSA)، فعالانه پیشنهاداتی برای آتی داشته است که مبتنی بر گزارش شماره یک ارائه شده در جلسه بین‌المللی مرتبط با بهبود و تقویت مبانی بنیادین مدل OTD (=originate-to-distribute)، اهمیت ارتباط اطلاعاتی درباره تنظیم و فروش محصولات اوراق بهادار سازی شده، و مباحث متعدد موسسات مالی و حسابداری بوده است. اغلب این پیشنهادات در معیارهای پیشنهادی توسط سازمانی‌های بین‌المللی منعکس شده بود.

بعلاوه، آژانس خدمات مالی تلاش‌هایی را برای انتشار و ارائه اطلاعات به یک روش پیشگیرانه، شامل ترویج افشای حجم محصولات اوراق بهادار سازی شده توسط موسسات مالی ژاپن انجام داده است که براساس یک استاندارد واحد و یکپارچه گردآوری شده بود.

پاسخ به این پیشنهادات در گزارش شماره یک ارائه شد، آژانس خدمات مالی و بخش‌های مورد توجه رویکردهایی را در پیش گرفته‌اند که در ادامه ارائه شده است. این تیم انتظار دارد تلاش‌های بعدی برای انجام و بررسی رویکردهایی باشد که در گزارش نخست پیشنهاد شده است.

الف) افزایش تحلیل بازار و ارتقاء مشارکت بین‌المللی همراه با نظارت مقررات گذاران بحران اخیر می‌تواند بعنوان بحران قرن ۲۱ ناشی از بازارها باشد. این امر به لحاظ استفاده اطلاعات از کفایت بازار در مورد اهداف نظارتی حائز اهمیت است. برای رسیدن به این نتیجه، FSA برنامه‌ی زمانبندی را برای سیاست نظارتی، تحلیل ریسک و بازار مالی در برنامه سال آتی که از جولای ۲۰۰۸ شروع می‌شود، و تمهیداتی که در شرف وقوع می‌باشند، تدوین نموده است. که در میان روابط عمیق بین بازارهای مالی داخل و بین‌المللی و مانع تراشی‌های اندک در حال افزایش بین کسب و کارها بعلت عواملی از قبیل پیشرفت در ترکیب و اختلاط شرکتها، برای برقراری واکنشهای نظارتی از نقطه نظر بین‌المللی و همه مشمولین دارای اهمیت است.

همچنین، FSA تعداد ناظران خارجی را که شامل یک Memorandum of Understanding (MOU) بوده است، افزایش داده است، و در رابطه با نظارت خارجی با مشاوران دوره‌ای وارد مذاکره شده یا حفظ نموده است، - همراه با دید تقویت مشارکت با آنها - ضمناً FSA و وزارت مالی، بصورت فعالانه در تبادل اطلاعات با ناظران اروپایی و امریکایی در رابطه با بحران Subprime Mortgage همکاری‌هایی داشته‌اند. ضروری است تلاشهایی در جهت تقویت این همکاری‌های در ادامه نیز صورت گیرد.

## ب) اطمینان از قابلیت ردیابی

یکی از عوامل موثر در بحران Subprime Mortgage که در گزارش شماره یک تیم استراتژی ارائه شد، اثر ناشی از مساله ای بود که در آن گزارش تحت عنوان "عدم اطمینان تکثیر ریسک" خوانده شد. بصورتیکه فن‌آوریهای مالی مثل تبدیل به اوراق بهادار شدن، شایع شد، و در نتیجه شناسایی محل و اندازه بزرگی ریسکها سخت شد زیرا ریسکهای مرتبط با داراییهای پشتیبان بطور گسترده‌ای پراکنده شده بودند. براین اساس، تیم استراتژی این مساله را مطرح کرد که

مشکلاتی همراه با چیدمان و توزیع محصولات تبدیل شده به اوراق بهادار (securitized) در جمع اوری اطلاعات و تحلیل آنها، و چارچوب آنها برای انتقال و فروش وجود داشته است.

علاوه بر این، بعنوان یک واکنش در ژاپن، در گزارش شماره یک خاطر نشان شد که تهیه اطلاعات ضروری به طریقی مناسب توسط شرکتهای خصوصی و تک مالکی مشمول در فرایند تبدیل به اوراق بهادار باید بررسی شود و بر این مبنا امید می رود که معیارهای موثری برای ایجاد مکانیسمی جهت ردیابی مطمئن، بخشهای مبتنی بر روشهای تجاری در بخش مالی خصوصی بحث شود.

متعاقب این پیشنهادات، FSA "رهنمودهای نظارت بر شرکتهای ابزارهای مالی" خود را در دوم آوریل بازنگری کرد، که براساس آن موضوعات مهم مربوط به انتقال اطلاعات در زمانی که شرکتهای ابزارهای مالی اقدام به فروش محصولات تبدیل شده به اوراق بهادار (securitized) می کنند، تعیین می شود. رهنمود اصلاح شده با هدف نظارتی که دنبال می کرد شرکتهای مرتبط با فروش محصولات تبدیل شده به اوراق بهادار (securitized) را به تهیه و ارائه اطلاعات مرتبط با ریسک دارایی های اصلی تشویق می نمود، و در نتیجه مساله ردیابی را بهبود بخشید. همچنین با عنایت به این رهنمود، انجمن معامله گران اوراق بهادار ژاپن "کارگروهی در رابطه با فروش محصولات تبدیل شده به اوراق بهادار (securitized)" تاسیس نمود و رسیدگی به مقررات داوطلبانه مربوط به انتقال اطلاعات و فرمت یکسان افشای اطلاعات مربوط به محصولات تبدیل شده به اوراق بهادار (securitized) را آغاز نمود.

امید است پیشرفتهای بهتر و بیشتری در رابطه با دستیابی به بهبود در امر ردیابی محصولات تبدیل شده به اوراق بهادار (securitized)، و در نتیجه شفافیت و بی طرفی بازار محصولات تبدیل شده به اوراق بهادار (securitized) در ژاپن صورت پذیرد، بصورتیکه این رویکردها بطور مشترک توسط ناظران و سازمانهای خودانتظام اتخاذ گردد.

(ج) بهبود سیستم هشدار سریع، و ...

همانطور که مشاهده شد هنگامی که شرایط تجاری Bear Stearns روبه زوال گذاشت، شرایط نقدینگی و مالی یک شرکت کارگزاری یا یک بانک سرمایه گذاری می تواند به سرعت دچار رکود شود هنگامیکه محیط بازار تغییرات شدیدی را متحمل می شوند. در ژاپن، سیستم هشدار سریع، با توافق موسسات مالی سپرده پذیر در رابطه با شرایط مالی و نقدینگی، بنحو موثر استفاده می شود، و با توجه به شرایط اخیر، یک سیستم هشدار سریع در رابطه با شرکتهای ابزارهای مالی در دوم آوریل ایجاد گردید، به موجب آن یک خط هشدار با حساسیت نسبت به هر گونه کاهش در نسبت کفایت سرمایه یا هر گونه تغییر نامساعد دیگر در قیمت سهام و اوراق قرضه در اختیار آنها، و تنظیم شد، و در شرایط تخطی از استاندارد به جزییات امر پرداخته می شود، و بدین تریب به نظارت بر کفایت منجر می شود.

(د) ارائه اصول و جستجوی بهترین روش

با توجه به افشاءگری مربوط به محصولات تبدیل شده به اوراق بهادار (securitized)، تهیه و تدوین مقررات داوطلبانه و روشهای مناسب توسط سازمانهای خود انتظام موثر خواهد بود. در این ارتباط، انجمن معامله گران اوراق بهادار ژاپن "کارگروهی در رابطه با فروش محصولات تبدیل شده به اوراق بهادار (securitized)" تشکیل داده است و نتایجی از قبیل افشا و اندازه گیری ریسک را مورد بحث قرار می دهد.

علاوه، اصول چهارده گانه مربوط به صنعت خدمات مالی در ۱۸ آوریل اعلام شد، در مورد اینکه FSA و ارائه کنندگان خدمات مالی بر سر تقسیم وظایف، بعنوان بخشی از تلاشهای FSA در راستای "نظارت بهتر" توافق کردند. این اصول همچنین اهمیت مدیریت ریسک و تهیه اطلاعات را خاطر نشان کردند. امید می رود که موسسات مالی و انجمنهای معامله تلاشهای داوطلبانه خود را در راستای پیشرفت این امر ادامه دهند.

## اقدامات آتی

### درسهایی از بحران وام *non-performing* در ژاپن

از اوایل ۱۹۹۰ به بعد، ژاپن با مشکل وام‌های *non-performing* مواجه شد که سهم عمده‌ای در موسسات مالی داشتند. سالهای زیادی صرف حل این مساله شد، و ژاپن در طول این دوره درسهایی زیادی آموخت. بحران جاری Subprime Mortgage مساله‌ای متفاوت از مشکل وام‌های *non-performing* است که در بازار securitization رخ داد. با این وجود، ما معتقدیم درسهایی که ژاپن آموخته است، می‌تواند به طرق مختلف سودمند واقع شود، بدیهی است که هر دو مساله بصورت مشابه ظهور کردند، شروعی همراه با ترکیدن "حباب"، تهدید توان پرداخت دیون موسسات مالی، بی‌ثباتی سیستم مالی و آسیب اقتصاد واقعی.

اولین درس مفید این است که اقدام عاجل ضروری است.

مشکل وام‌های *non-performing* در ژاپن بطور جدی رشد کرد زیرا یک دوره تقریباً طولانی (هفت یا هشت سال) بین ترکیدن حباب اقتصادی و برقراری اطمینان خاطر کامل توسط صندوق‌های عمومی سپری شد. شرکت‌های وام مسکن "Jusen"، که ابتداً توسط بانکها ارائه شده بود، در حال سقوط به مرحله عدم توان پرداخت دیون و ترشیده شدن وام‌هایشان بودند، که دولت سریعاً تصمیم گرفت برای حل این بحران از صندوق‌های عمومی استفاده نماید. بهر حال، مخالفت عمومی علیه استفاده از صندوق‌های عمومی در زمینه‌ای که موسسات مالی درگیر، مسوولیت کامل این بحران را از میان سایر عوامل برعهده نمی‌گرفتند، بالا گرفت. این امر باعث شد برقراری کامل اطمینان خاطر دچار مشکلاتی شود.

بعنوان نتیجه، هنوز سال ۱۹۹۸ نشده بود که یک چنین شبکه اطمینانی، با استفاده از صندوق‌های عمومی، برقرار شد. زیان ناشی از وام‌های *non-performing* طی سالهای ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۴، زمانی که این مساله سرانجام فرو نشست، مبلغی بالغ بر ۹۶.۴ تریلیون ین شد.

بدنبال این تجربه تلخ، شبکه اطمینان ژاپن بطور قابل ملاحظه‌ای مورد توجه قرار گرفت. از منظر برقراری اطمینان درباره ثبات سیستم مالی، ناظران مالی کشورهای سراسر جهان باید بصورت مستمر وضعیت شبکه‌های اطمینان ملی خودشان را بررسی کرده و بدون فوت وقت هرگونه بهسازی ضروری را ایجاد نمایند، در عین حالیکه پیشرفت‌های آتی در رابطه با سیستم‌ها و بازارهای مالی را مدنظر دارند.

درس دوم این است که موضوع توان پرداخت دیون در پی بحران نقدینگی رخ می‌دهد.

در نوامبر سال ۱۹۹۷، نخستین نکول بعد از جنگ اتفاق افتاد که در ژاپنی بازار نامیده شد، و تا آزمون برمبنای این فرض که نکول هرگز اتفاق نخواهد افتاد عمل کرده بودند. بدنبال این نکول، نابسامانی در مقوله توان پرداخت دیون رشد کرد، بازارهای مالی نیز وارد بحران شدند. بعنوان یک نتیجه سه بانک بزرگ و یک شرکت کارگزاری ورشکست شدند.

در این رابطه، آنچه که در درجه اول اهمیت داشت، این بود که مدیران ارشد موسسات مالی بصورت پیشگیرانه اقدام به تلاش‌هایی برای ارتقاء راهبری و مدیریت ریسک نمودند.

بدیهی است که ریسک نقدینگی در برخی موسسات مالی در مدت بحران Subprime Mortgage جامه عمل به خود پوشیده بود، این فقط اهمیت نداشت که موسسات مالی بر ارتقاء سطح مدیریت ریسک‌شان به سطوح پیشرفته تاکید

داشته باشند، بلکه ناظران مالی نیز باید دقیقاً به وضعیت سلامت موسسات مالی آگاهی داشتند، بویژه در زمانی که بازار تحت فشار بود (آزمون استرس).

درس سوم این است که داشتن یک معیار مشترک برای ارزیابی مناسب کیفیت دارایی ضروری است. از منظر برقراری اطمینان درباره صحت محاسبه نسبت کفایت سرمایه توسط موسسات مالی، ژاپن در سال ۱۹۹۸ چارچوب قانونی را با توجه به ارزیابی کیفی دارایی‌ها، ذخیره زیان و حذف وام، همزمان با معرفی سیستم عمل دقیق بلادرنگ، تحت نظارت ناظرانی که می‌توانند به موسسات مالی دستور دهند که حتماً باید سطح مناسبی از نسبت کفایت سرمایه را حفظ کنند، تهیه کرد.

این مساله این امکان را بوجود آورده بود که دقیقاً به شرایط مالی موسسات مالی بر یک مبنای قابل مقایسه اطلاع یابد، برای اینکه نظم بازار را بر مبنای افشاء اطلاعات، و تاکید بر اثربخشی بازرسی‌های ناظرین برقرار نماید. در رابطه با بحران Subprime Mortgage، SIVs - که قبلاً بعنوان یک آئتم خارج از ترازنامه با آن رفتار شده بود - در برخی موارد به داخل ترازنامه برگردانده شد، که این منجر به ثبت زیان‌های کلان گردید. بعنوان یک نتیجه، موضوع گنجاندن SIVs در صورتهای مالی منافع کلانی را به دنبال داشته است. بعلاوه، این نشان داده است که کاربرد رویکرد ارزش منصفانه برای محصولات تبدیل شده به اوراق بهادار (securitized) در شرایطی که قیمت‌های بازار به سختی قابل تعیین هستند، کار بسیار دشواری است.

به‌منظور حفظ و تاکید بر اعتماد بازار در خصوص گزارش‌های مالی، مناسب به نظر می‌رسد که مجموعه‌های مسوول در زمینه تدوین استانداردهای حسابداری و سایر بخش‌های مربوطه، موضوع مطالعات و تحقیقات را به سمت مواردی از قبیل تلفیق SIVs، ارزشیابی مناسب ابزارهای مالی همراه با نقدینگی غیر مکفی و رویه‌های افشاء هدایت کنند، در عین حالیکه به نظرات بازیگران بازار و ناظران قانونی نیز توجه دارند.

درس چهارم این است که:

چنانچه یک مشکل در موسسه مالی کشف شد یا اینکه در مرحله بسیار نزدیکی شناسایی شد و آن موسسه مالی همچنان قادر به پرداخت دیون باشد، دولت می‌تواند با تزریق سرمایه مشکل را اداره و هدایت نماید، که احتمالاً بار مالی پرداخت‌کنندگان مالیات در مقایسه با رویه‌های تفکیک‌پذیری (resolution procedures) کاهش خواهد یافت. در ژاپن، صندوق‌های دولتی یا عمومی جمعاً در حدود ۱۲.۴ تریلیون ین برای تزریق سرمایه به موسسات مالی بحران‌زده اختصاص دادند. از این مبلغ، تقریباً ۸.۸ تریلیون ین را در مقابل ارزش وصول کرده‌اند و ۱.۳ تریلیون ارائه سودها به پیشنهاد دولت.

در ضمن با توجه به جمع هزینه رویه‌های تفکیک‌پذیری، صندوق‌ها جمعاً ۱۸.۶ تریلیون ین، شامل سودهای بیمه سپرده، را بعنوان کمک به طبقه موسسات مالی ورشکسته ارائه کردند. از این مبلغ، ۱۰.۴ تریلیون ین برعهده پرداخت‌کنندگان مالیات بود.

با توجه به تزریق سرمایه و رویه‌های تفکیک‌پذیری، عقاید و نظرات متعددی در خصوص موضوعاتی از قبیل پاسخگویی مدیریت و خطر اخلاقی مطرح می‌شود، ژاپن در عین حالیکه طبق سیاست احتیاطی خود از ریسک‌های سیستماتیک اجتناب می‌کند ملاحظاتی را برای پیشگیری از خطر اخلاقی نیز مد نظر قرار می‌دهد.

یادداشت: بازتاب رویکرد فوق این است که، در شرایط عادی، ژاپن تضمینی برای مجموع ۱۰ میلیون ین به ازای هر سپرده‌گذار را ارائه می‌دهد، بصورتی که یک راه برای محافظت سپرده‌گذاران کوچک-زیاد و پیشگیری از اینکه بانک دچار مشکل شود. به‌رحال، معیارهای غیرعادی که فراتر از سیستم حفاظت سپرده محدود مطرح می‌شوند در راستای مواردی هستند که ورشکستگی یک بانک می‌تواند به نمود ریسک سیستماتیک منجر شود.

بعلاوه، اگر یک LCFI (موسسه مالی بزرگ و پیچیده) دچار ورشکستگی شود یا با رکود در وضعیت کلی عملیاتش روبه‌رو گردد، بازارهای مالی بین‌المللی بطور قابل ملاحظه‌ای دچار بی‌ثباتی می‌شوند، که این بیانگر حضور پررنگ این قبیل موسسات در بازارها، شامل بازار مشتقه می‌باشد. به روشنی این امکان، هیچ ذخیره‌ای وجود ندارد که به جهت پیشگیری از این بحران و یا مدیریت مناسب آن قابل ملاحظه باشد. با این پیش‌ذهنیت، ناظران مالی هر کشوری باید وجداناً از ثبات سیستم مالی اطمینان حاصل نمایند.

## ارزشیابی سیاست‌های اتخاذ شده تاکنون و وظایف آتی

آشفته‌گی بازارهای مالی بین‌المللی هنوز فروکش نکرده است، ژاپن باید در مورد پیشرفت‌های آتی دید دقیقی داشته باشد.

مهمترین چیزی که برای پایان بخشیدن به این آشفتگی نیاز است این است که موسسات مالی تلاش خود را برای رفع آن افزایش دهند. بعلاوه، ناظران پاسخگو در مقابل نظارت بر بازارهای مالی و موسسات مالی باید سریعاً اقدامات مناسب ضروری را انجام دهند. از زمانیکه بحران Subprime Mortgage بعنوان بحران قرن ۲۱، که ابتداً در بازارها ظهور کرد و سپس آثار آن بین‌المللی شد، ناظران باید تمرکز بیشتری بر تشریح مساعی با دیگران برای حل این مساله داشته باشند.

ما اساساً سیاست‌های پیشنهادی توسط FSF و IOSCO را مد نظر داریم، زیرا آنها بر مبنای همان دیدگاهی هستند که در گزارش شماره یک منعکس شد. FSA باید فعالانه به تشویق تلاش در جهت تاکید بر مدیریت ریسک توسط موسسات مالی ژاپنی ادامه دهد، البته با توجه به دیدگاه‌های مطرح شد در گزارش‌های منتشره توسط FSF و سایرین. در ادامه نکات قابل توجه در سیاست‌های پیشنهادی، که توسط تیم استراتژی بازارهای مالی تهیه شده است ارائه می‌شود.

- اجرا و ادامه سیاست‌های ارائه شده، توسط مجموعه‌های ذیربط و همچنین در راستای برنامه زمانبندی مشخص شده در گزارش FSF بسیار مشکل است.

FSA و سایر ناظران ژاپنی باید بصورت فعالانه در مباحث ارائه شده توسط FSF و به منظور ارائه پیشنهادات آتی مشارکت نمایند.

همچنین پیشنهاداتی وجود دارند که مستلزم انجام اقداماتی از سوی واحدهای بخش خصوصی نظیر موسسات و سایر سرمایه‌گذاران هستند. سرمایه‌گذاران مربوط (یا، در برخی موارد، IIF و گروه‌های صنعتی متشکل از موسسات مالی خصوصی) باید سریعاً اقدامات مناسب را انجام دهند.

- در گزارش شماره یک، تیم استراتژی بازارهای مالی به اهمیت شناسایی سریع مشکل و انجام اقدام سریع اشاره داشت. از این منظر، تیم استراتژی تاکید گزارش FSF در مورد تعیین و افشای زیان را مورد توجه قرار می‌داد.

در این میان، FSA داده‌های مربوط به معروضهای ژاپنی مربوط به جذب سپرده موسسات مالی برای محصولات مرتبط با بحران Subprime، محصولات تبدیل شده به اوراق بهادار (securitized)، و سایر را گردآوری و منتشر نموده است (یادداشت ۱ تا ۳ پایین). ما امیدواریم که ناظرین سایر کشورها نمونه FSA را دنبال کنند.

در این راستا، IMF مشکلات مربوط به حسابداری ارزش متعارف در گزارش ثبات مالی بین‌المللی را مورد بحث و بررسی قرار می‌دهد. تیم استراتژی از این دیدگاه که کاربرد حسابداری ارزش متعارف به تعویق بیافتد،

برای مثال کمک ضروری به ثبات بازار نخواهد کرد، بلکه آن فقط ثبت زیانهای ناشی را به تعویق خواهد انداخت. بنابراین ما معتقدیم که با توجه به این نوع معیارها دقت کافی به مساله خواهد شد. یادداشت ۱: موسسات مالی ژاپنی بطور قابل ملاحظه‌ای دامنه افشا را در فرصت مناسبی از اعلام نتایج مالی سال منتهی به مارچ ۲۰۰۸، متعاقب انتشار گزارش FSF، گسترش دادند. یادداشت ۲: میزان محصولات مرتبط با Subprime Mortgage و غیره، موسسات جذب سپرده ژاپنی در پایان مارچ ۲۰۰۸ بصورت زیر بوده است:

	Book value	Valuation losses	Realized losses
Major banks, etc.	933 billion yen	-123 billion yen	-652 billion yen
Regional banks	54 billion yen	-1 billion yen	-46 billion yen
Cooperative financial institutions	32 billion yen	-1 billion yen	-28 billion yen
Total	1,019 billion yen	-125 billion yen	-725 billion yen

یادداشت ۳: میزان محصولات تبدیل شده به اوراق بهادار (securitized) و غیره توسط موسسات مالی جذب سپرده ژاپنی، گزارش شده همراه با رویه‌های اجرایی پیشنهاد شده توسط FSF بصورت زیر ارائه شده است.

	Book value	Valuation losses	Realized losses
Total	22,793 billion yen	-983 billion yen	-1,453 billion yen

• گزارش FSF پیشنهاد می‌کند کالجهای بین‌المللی ناظر بعنوان چارچوبی برای میزان مشارکت ناظرین در بانکهای فعال بین‌المللی تعیین شوند. اگر یک چنین کالژی برای نظارت بر موسسات مالی همراه با تاثیر بزرگ بخشی بر بازارهای مالی ژاپن تعیین شود، برای ناظران ژاپنی نیز مناسب خواهد بود که به اندازه مقدور در این کالج حضور داشته باشند.

همچنین در گزارش FSF پیشنهاد می‌شود، با توجه به موسسات مالی cross-border اصلی، که بانکهای مرکزی و عوامل نظارتی اغلب شامل تعیین یک گروه کوچک برای ارائه نتایج برنامه ریزی مدیریت بحران cross-border خاص هم می‌شود. در واکنش به این پیشنهادات، ناظران ژاپنی باید فعالانه خود را در مباحث مربوطه از جوانب مختلف مشارکت دهند، براساس درسه‌ها و تجربی که ژاپن از تلاش برای ثبات سیستم مالی خود کسب نموده است.

• گزارش FSF خاطر نشان می‌کند ناظران به "تقویت، و در موارد مناسب، همکاری‌هایی (چارچوبهای قانونی برای رفع، بیمه سپرده و ...) در مورد سر و کار داشتن با بانکهای ضعیف، هم بصورت ملی و هم cross-border". پیش تر در برخی موارد سطح معینی از مداخله عمومی در رابطه با بحران در بانکهای تک مالکی وجود داشت. در آینده، ممکن است بسته به پیشرفتهای اتی، ضرورت یابد که مشارکت بخش عمومی نیز تقویت شود.

تجارب بدست آمده از ژاپن در ایجاد شبکه های ایمن طراحی شده برای ثبات سیستمهای مالی مفید واقع خواهند شد. بعلاوه برای ما مهم است که همچنین بخاطر داشته باشیم که بحران Subprime Mortgage می‌توانست اثرات گسترده‌تری بر اقتصاد جهانی داشته باشد، بدیهی است که اثرات ان بصورت گسترده‌ای در بازارهای مالی آمریکا و اروپا توزیع شده است، که در واقع مرکز سیستم مالی بین‌المللی می‌باشند.

- IOSCO نیز گزارشی را منتشر کرد مبنی بر اینکه شامل تجدید نظری راجع به مقررات مربوط به موسسات رتبه‌بندی اعتباری می‌شد، همراه با دیدگاهی نسبت به برگشت اعتماد سرمایه‌گذاران به رتبه‌بندی اعتباری توسط آنها. CRAs (این موسسات) باید سریعاً معیارهای مبتنی بر مقررات بازنگری شده را بکار گیرند و تعهداتشان نسبت به سرمایه‌گذاران را به نحو مناسب انجام دهند.

## نکات قابل توجه در مورد بازارهای مالی بین‌المللی از دیدگاه ژاپن

همانطور که در بالا اشاره شد، ضرورت دارد که نگاه دقیقی (close watch) نسبت به materialization ریسکها و معیارهای سیاست اتخاذ شده در رابطه با بحران بازار مالی بین‌المللی ناشی از بحران Subprime Mortgage حفظ کنیم. همزمان با این، ژاپن باید پیشرفتهای مختلف صورت گرفته در بازار بین‌الملل را همراه با منافع افزایش یافته نگاه نماید، از این منظر که چگونه با استفاده از این بازارها برای دستیابی به رشد اقتصادی بهره‌مند شود.

- تقویت رقابت بین بازارهای مالی و سرمایه  
در بازارهای مالی بین‌الملل، یک جریان انتقال وجوه و تغییر ساختار در سطح اقتصاد کلان بین‌الملل، می‌تواند پشت پرده افزایش قیمت مواد غذایی و نفت خام صورت گیرد. ژاپن باید نسبت به این تغییرات به نحو مناسب واکنش نشان دهد. ژاپن در ذخایر و منابع طبیعی یک کشور فقیر است و یک نرخ کفایت مواد غذایی پایینی دارد، ساختار اقتصادی آن نسبت به این تغییرات رخ داده در سطح اقتصاد بیش از سایرین آسیب پذیر است. بعلاوه، این کشور همراه با مشکلات ساختاری همچون جمعیت سالخورده و پیر و نیز کسری بودجه بادکنکی، و نیز مواجهه با رقابت ناشی از رشد سریع هند و چین در حال گام برداشتن است. اگر ژاپن می‌خواهد در چنین شرایطی توان اقتصادی بین‌المللی برحسب سرانه GDP باقی بماند، نیاز خواهد داشت استفاده مناسبی از دارایی‌های بین‌المللی در اختیار خانوارهای ژاپنی همراه با ثروتی معادل ۱.۵۰۰ تریلیون ین نماید و رقابت بازارهای سرمایه و مالی را به منظور ادامه تولید محصول و ایجاد ارزش افزوده تقویت نماید.
- جهانی شدن بخش مالی اقتصاد، در طول دهه گذشته منجر به کاهش نرخ سپرده‌ها نسبت به کل داراییهای مالی شده و یک افزایش قابل ملاحظه‌ای در ارزش بازار سرمایه ایجاد شده است. ایالات متحده و اروپا، برای مثال جریان فزاینده‌ی جذب سرمایه‌های خارجی را داشته‌اند از طریق باز نمودن ورود به بازارهای مالی خود، و همزمان با آن سرمایه‌گذاری‌های خارجی خود را افزایش داده‌اند، بدین ترتیب فعالیتهای اقتصادی را هم در خانه و در فرامرزها تجدید حیات کرده‌اند و همچنین ظرفیت ایجاد سود خود را نیز افزایش داده‌اند. این امر موجب شده است که مجموع ارزش بازارهای سهام آمریکا و اروپا افزایش یابد، در واقع اندازه کلی بازار آمریکا و دارایی‌های مالی اروپا توسعه داشته است.
- استانداردهای زندگی مردم ژاپن افزایش خواهد یافت اگر چنانچه ژاپن جریانی از وجوه را که ناشی از ذخایری برای سرمایه‌گذاری و افزایش میزان دارایی‌های مالی نگهداری شده توسط خانوارها را تعیین کند، از طریق ارتقاء بخش مالی و توسعه بازار توکیو در مرکز مالی رهبری آسیا. همچنین مهم است که چگونه ژاپن باید تقاضای داخلی را ایجاد کند و نیز این تقاضا را بین اقتصاد آسیا و جهان توزیع نماید. از این نقطه نظر، ژاپن باید سریعاً برنامه‌هایی را که در برنامه تقویت رقابت بین بازارهای مالی و سرمایه دارد اجرا کند و بصورت مستمر بررسی نماید و مقرراتی را که می‌تواند رقابت در بازار را تهدید کند مورد تجدید نظر قرار دهد، و بدین ترتیب اقتصاد ژاپن بتواند رقابتی تر گردد.

- صندوقهای (Sovereign Wealth Funds (SWFs))

حضور صندوقهای (SWFs) در بازارهای مالی بین‌المللی در حال رشد می‌باشند. SWFs در حدود ۳۰ درصد سرمایه اضافی (مجموعه در حدود ۲۰ تریلیون یورو) دریافت شده توسط موسسات مالی اروپایی و آمریکایی را که مشمول زیانهای هنگفت ناشی از بحران Subprime Mortgage شده است، ارائه کرده است.

هیچ تعریف مشخصی در مورد صندوقهای (SWFs) بصورت رسمی وجود ندارد. اگرچه ما می‌توانیم خصوصیات آنها را بدین شرح ارائه کنیم: (۱) مالکیت آن دولتی است، (۲) متشکل از داراییهای برحسب ارزشهای خارجی است، (۳) آن یک خالص ارزش دارایی (NAV) دارد و (۴) می‌تواند اقدام به سرمایه‌گذاری در داراییهای مختلف از قبیل داراییهای ریسکی، از یک جنبه بلندمدت نماید.

اگرچه SWFs سالهای زیادی است که وجود دارند، ولی اساساً در کشورهای تولیدکننده نفت، تعداد و سائز داراییهایشان در سالهای اخیر به شدت افزایش داشته است، همراه با این نکته که مجموع رقم داراییهای تحت مدیریت این نوع صندوقها بین ۲.۵ تا ۳ تریلیون دلار برآورد می‌شود (با توجه به عدم افشای اطلاعات مربوطه رقم دقیق این داراییها مشخص نیست).

از دیدگاه ژاپن، نتایج حاصل از این نوع صندوقها به شرح زیر قابل ارائه است:

الف) SWFs چه تاثیری بر ثبات اقتصاد جهانی و بازارهای مالی بین‌المللی خواهد داشت، و از این منظر چه نکاتی قابل توجه خواهند بود؟

ب) نحوه برخورد و رفتار ژاپن با وجود این SWFs و نکات قابل توجه از این منظر چگونه باید باشد؟

ج) موضع ژاپن در رابطه با ایده ایجاد یک صندوق SWF متعلق به خودش چیست؟

(موارد مربوط به بند الف)

انتقادی که نسبت به SWFs وجود داشته است فقدان شفاف سازی آنها می‌باشد. بعلاوه ملاحظات نشان داده است که SWFs می‌توانند بعنوان ابزاری برای اتخاذ سیاستهای نامناسب اقتصاد کلان بکار گرفته شوند، از قبیل پایین نگه داشتن ساختگی نرخ برابری ارزها، که فعالیتهای سرمایه‌گذاریشان را می‌تواند در بازارهای مالی بی ثبات نشان دهد، و اینکه انگیزه‌های سیاسی آنها می‌تواند در سرمایه‌گذاریشان تحت تاثیر قرار گیرد. در میان این ملاحظات، IMF در حال برنامه ریزی روشهای کاربردی برای SWFs در زمینه‌هایی از قبیل ساختار سازمانی، مدیریت ریسک، شفاف سازی و پاسخگویی (گزارشی که در اکتبر سال جاری منتشر خواهد شد) می‌باشد.

(موارد مربوط به بند ب)

همانطور که تشریح خواهد شد، ما معتقدیم که این یک وظیفه ضروری و فوری برای ژاپن است، همچون یک "کشور آزاد"، برای ایجاد و برقراری بازار مالی جذابی که هم منابع داخلی و هم منابع خارجی را جذب خواهد کرد، در حالیکه با جمعیت پیر و سالخورده روبه‌رو است. از این منظر، اساساً پیشرفتهای مناسب و خوشایندی خواهد داشت اگر که SWFs افزایش داده باشد سرمایه‌گذاری هایش را در ژاپن براساس اصول و روشهایی که در بالا ذکر شد.

ضمناً، ضروری به نظر می‌رسد راهکارهایی برای افزایش دولت با توجه به سرمایه‌گذاری در ژاپن توسط شرکتهای با پشتوانه سرمایه خارجی، از جمله SWFs، مورد بررسی قرار گیرد، و البته در راستای اطمینان از بی طرفانه بودن و شفافیت بازار. آنچنانکه بین المللی شدن بازار اوراق بهادار پیشرفت می‌کند، اهمیت ناظران ژاپنی برای تقویت روابطشان با ناظران بازارهای سایر کشورها، از جمله مالکیت SWFs، از طریق معیارهایی همچون تعیین چارچوب مناسبی برای تبادل اطلاعات فیما بین، نیز اهمیت می‌یابد.

(موارد مربوط به بند ج)

با توجه به این موضوع که ژاپن باید SWF متعلق به خود را ایجاد نماید (صرفنظر از اینکه توصیف یا تعریفی برای صندوقی بعنوان SWF ارائه کند یا خیر)، موافقان و مخالفانی در برابر ایجاد آن وجود دارند. موافقان معتقدند دارایی‌های متعلق به دولت باید در حد امکان برای بهره‌بردن مردم به نحو موثر مورد استفاده قرار گیرند و یک چنین صندوقی می‌تواند برای تزریق نیروی کمکی به بازارهای مالی ژاپن کمک نماید. در ضمن، موافقان به این نکته اشاره دارند که مدیریت این گونه صندوقها همراه با مشکلات متعددی نیز خواهد بود، مشکلاتی همچون پاسخگویی و نیاز به اطمینان از امنیت و ثبات، بدیهی است که این صندوق دارای ماهیت عمومی منطبق با طرح برنامه ریزی شده خواهد داشت. بنابراین ضرورت دارد که بخشهای مورد توجه با توجه به این موضوع در مباحث کامل و عمیقی از دیدگاهها و نقطه نظارت مختلف مورد بحث و بررسی قرار گیرد، مثلاً اینکه مدیریت اثربخش داراییهای ملی چگونه انجام شود، و رقابت بین بازارهای سرمایه و مالی چگونه تقویت شود، و به همین ترتیب است در مورد اینکه نقش SWFs در رابطه با بازارهای مالی بین المللی چیست، مورد بحث قرار گیرد.

همراه با مباحث مربوط به ایده‌ی ایجاد یک SWF ژاپنی در محافل مختلف و متعدد، این مساله نیز اهمیت دارد که یک نگاه دقیق (close watch) به پیشرفتهای مربوط به وجود SWFs خارجی و مباحث بین المللی مرتبط با مقوله SWFs توجه نماییم. نکته قابل توجه این که، بدلیل رشد موسسه‌ای شدن (institutionalization) بازارهای سرمایه و مالی، ظرفیتها و سیستم‌های مدیریت داراییهای موسسه‌ای کاربردهای حائز اهمیتی در مورد کیفیت و عملکرد این بازارها دارد. براساس این دیدگاه، به مردم این امکان داده می‌شود که منافع حاصل از مدیریت داراییهای ملی از قبیل ذخایر بازنشستگی را دریافت نمایند، ضروری بنظر می‌رسد اصلاحات موثری در مورد دستیابی به مدیریت موثر داراییهای بازنشستگی مورد توجه قرار گیرد، از جمله حذف صندوق سرمایه‌گذاری بازنشستگی کشوری و انتقال آن به یک سیستم حساب شخصی.

#### • ترویج و تبلیغ سرمایه‌گذاری خارجی در ژاپن

در راستای تبدیل شدن ژاپن بعنوان "کشوری آزاد برای جهان"، این کشور به سختی در پی جذب سرمایه‌گذاری خارجی و تقویت رقابت بین بازار مالی و سرمایه خود می‌باشد. این تلاشها بطور قابل ملاحظه‌ای کمک خواهد کرد به رشد با ثباتی در اقتصاد ژاپن از طریق تزریق نیرو به اقتصاد و توسعه‌ی فرصتهای کار، بصورتی که کشور مقابله خواهد کرد با مشکلاتی همچون جمعیت پیر و سالخورده.

همچنین، با افزایش تعداد شرکتهای عمومی خصوصی شده، ندای در حال رشدی با مضمون نیاز برای ارائه یک قانون جدید - ماهیت عمومی خدمات و کسب و کار این قبیل شرکتهای مشخص است - به گوش می‌رسد، و در برخی موارد، وضع محدودیتهایی در مورد مالکیت خارجی بعنوان یک ابزار نظارتی عمل خواهد کرد.

اعتقاد براین است که سایر کشورها، در عین حالیکه اصل نحوه برخورد و رفتار مساوی و برابر در مورد منافع داخلی و خارجی را رعایت می‌کنند، همچنین محدودیتهای همگنی با مقررات بین المللی در مورد سرمایه‌گذاری خارجی در زمینه‌هایی که ممکن است امنیت ملی و نظم عمومی به مخاطره بیافتد، وضع می‌کند. بهرحال، دقت کافی به خرج دادن در طراحی و اجرایی نمودن این محدودیتهای به منظور اجتناب از ایجاد هرگونه خدشه‌ای با این اثر که ژاپن "کشوری آزاد نیست" حائز اهمیت است. همزمان با این، باید این نکته نیز مورد توجه باشد که اثربخشی این محدودیتهای در سرمایه‌گذاری خارجی نیز می‌تواند سوال برانگیز (مشکوک) باشد،

بدیهی است که شرکتهای با پشتوانه سرمایه داخلی، همچون آنهایی که دارای پشتوانه سرمایه خارجی هستند، می‌توانند ماهیت عمومی اهداف سرمایه‌گذاری شان را تحلیل برند.

نتیجه‌گیری ما این است که محدودیتهای مترتب بر سرمایه‌گذاری خارجی باید به حداقل‌های مورد نیاز محدود شوند و البته براساس اصول رفتار برابر در مورد منافع داخلی و خارجی، علی‌رغم اینکه مشخص است که توجه به ماهیت عمومی خدمات و کسب و کار هدف سرمایه‌گذاری باید مورد توجه قرار گیرد، محدودیتهای نیاز دارند که به اندازه کافی با اهداف وسیع ژاپن از ترویج و تبلیغ سرمایه‌گذاری خارجی و نیز تقویت رقابت بین بازارهای سرمایه و مالی همخوانی داشته و سازگار باشند.

همچنین این مساله با توجه به اعمال محدودیتهای بر سرمایه‌گذاری خارجی به لحاظ اطمینان از سطح بالای قابلیت پیش‌بینی از اهمیت برخوردار است، نظر به اینکه قابلیت پیش‌بینی پایین، ژاپن را در وضعیت جذابیت کمتری بعنوان یک بازار برای سرمایه‌گذاری قرار خواهد داد.

از این گذشته، ضروری است که دولت نیز مراودات کافی را با بازیگران بازار، هم داخلی و هم خارجی، بعنوان بخشی از فرایند بررسی در مورد انجام اصلاح چارچوب سرمایه‌گذاری، و در راستای اجتناب از رویارویی آنها با شگفتی ناشی از معیارهای غیرمنتظره، حفظ نماید.

شورای اقتصاد و سیاست مالی، بررسی‌های جامع و کاملی را در رابطه با محدودیتهای اعمالی بر سرمایه‌گذاری خارجی در گزارش سالیانه ۲۰۰۸ پیشنهاد نموده است. این مساله شدیداً اهمیت دارد که نتایجی مشابه این که از طریق بررسیهایی که سرتاسر موسسات و وزارتخانه‌ها را در برمی‌گیرد، منتشر شود. همچنین برای FSA دارای اهمیت است، بدلیل درگیر کردن خود در این نوع تحقیقات و افشای آن به دنیای خارج مبنی بر اینکه ژاپن برای انجام سرمایه‌گذاری خارجی آزاد است.

## نتیجه‌گیری؛ پیش بسوی سرزمینی آزاد همراه با توان مالی

پیش‌بینی تغییر و تحول بازارهای مالی بین الملل واقعا سخت است، از جمله اینکه اثر جنگ بر بحران Subprime Mortgage چه خواهد بود. بنابراین ما باید پیشرفتهای آتی را به دقت پایش نموده و متناسب با آن سطح آمادگی را ارتقاء دهیم.

همانطور که در بالا تشریح شد، نشانه‌هایی از تغییر در ساختار جریان نقدی وجود دارند همچنانکه بواسطه سرمایه‌گذاری افزایش یافته در داراییهای واقعی ارائه می‌شود، در مقابل پشت صحنه عواملی همچون رشد اقتصادی کشورهای (بازارهای) نوظهور اعتماد به محصولات تبدیل به اوراق بهادار شده و سایر داراییهای مالی کاهش یافته است. ازاینرو ما باید همچنان یک نگاه دقیق (close watch) به تحرکات اصلی در جریانات پولی داشته باشیم.

از آنجاییکه انتظار می‌رود موسسات مالی امریکایی و اروپایی در یک شرایط سخت باقی بمانند، می‌توان گفت اکنون همان زمانی است که موسسات مالی ژاپنی می‌توانند با انجام فعالانه وظایف واسطه‌گری مالی خود در بازارهای مالی بین‌المللی اصطلاحاً برای "یورش" به این بازارها اقدام نمایند، بدیهی است که آنها خدمات محدودی ناشی از بحران Subprime Mortgage متحمل خواهند شد.

علاوه بر اینها، ژاپن باید سرمایه‌گذاری‌های خارجی را با آغوشی باز بپذیرد و از مزایای آنها در راستای تزریق یک نیروی کمکی به اقتصاد ژاپنی استفاده نماید. از این منظر، ژاپن باید معیارهای ارائه شده در برنامه تقویت و رقابتی‌تر شدن بازارهای سرمایه و مالی خود را هر چه با ثبات‌تر اجرایی کند، و تلاش خود را برای هر چه جذاب‌تر شدن بازار ژاپن ادامه دهد. همراه با ورود مقررات مالی به مرحله جدید، ژاپن باید تلاش کند که به "سرزمینی آزاد همراه با توان مالی"، همراه با قابلیت رقابت با مراکز مالی در سراسر جهان، هم به لحاظ استعداد و درون داشت، هم به لحاظ زیرساختهای نهادی و موسسه‌ای، و هم کیفیت خدمات مالی، یکپارچگی بازار، نظارت مالی و سایر عوامل موثر تبدیل شود.