

تجربه بحران ارزی کره جنوبی در دهه ۱۹۹۰ (درس‌هایی برای ایران)

معاونت پژوهش‌های اقتصادی
دفتر: مطالعات اقتصادی

کد موضوعی: ۲۲۰
شماره مسلسل: ۱۳۶۲۶
اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۳

به نام خدا

فهرست مطالب

۱.....	چکیده
۱.....	مقدمه
۲.....	۱. علل وقوع حملات سوداگرانه و مدل‌های بحران ارزی
۴.....	۲. چرا تجربه کره متفاوت است؟
۱۰.....	۳. نقش شرکت‌های بزرگ کره‌ای در تعمیق بحران
۱۵.....	۴. سیستم مالی کره و آزادسازی آن
۲۰.....	۵. شروع بحران
۲۱.....	۶. رکود اقتصادی سال ۱۹۹۸ میلادی و بازیابی اقتصاد در سال ۱۹۹۹ میلادی
۲۵.....	نتیجه‌گیری
۲۷.....	درس‌هایی از بحران ارزی کره جنوبی برای اقتصاد ایران
۲۹.....	منابع و مآخذ



تجربه بحران ارزی کره جنوبی در دهه ۱۹۹۰ (درس‌هایی برای ایران)

چکیده

هدف اصلی این گزارش بررسی تجربه بحران ارزی کره جنوبی طی دهه ۱۹۹۰ است. بررسی‌ها نشان می‌دهد که اولاً گسترش و آزادسازی بخش بانکی بدون توجه همزمان و موازی به بازار سرمایه از یکسو و نظارت ناکافی بر بازار پول به‌ویژه مؤسسات مالی غیربانکی از مشکلات آن زمان اقتصاد کره جنوبی بوده که در ایران نیز مصداق دارد. ثانیاً ریشه بحران مالی کره جنوبی حمایت‌های زیاد دولت از شرکت‌های غول‌پیکری بود که ساختارهای ناکارآمدی داشته‌اند. مشابه این شرکت‌ها در حال حاضر در ایران نیز وجود دارد که می‌توان به شرکت‌های بزرگ متعلق به بخش عمومی غیردولتی اشاره کرد که در اکثر فعالیتهای اقتصادی وارد می‌شوند و نفوذ اقتصادی بالایی دارند. ثالثاً فشار دولت به بانک‌ها برای هدایت منابع آنها به سمت و سوی مورد نظر دولت، کارآیی تخصیص منابع بانکی را در کره جنوبی کاهش داده بود که نمونه آن در اقتصاد ایران نیز وجود دارد به‌نحوی که نفوذ شرکت‌های بزرگ و عدم توانایی بانک‌ها در دریافت مطالبات خود از آنها از نمونه بارز چنین تجربه‌ای است.

مقدمه

گزارش حاضر دومین گزارش^۱ درخصوص «بررسی تجربه کشورهای درحال توسعه و اقتصادهای نوظهور در مواجهه با بحران‌های ارزی» است که به بررسی تجربه کره جنوبی در سال ۱۹۹۷ میلادی می‌پردازد. در این راستا، گزارش در هشت بخش تدوین شده است. در بخش اول علل وقوع حملات سوداگرانه و مدل‌های بحران ارزی تبیین می‌شود. بخش دوم، نگاهی به دلایل متفاوت بودن تجربه بحران ارزی کره دارد. در بخش سوم، نقش شرکت‌های بزرگ کره‌ای در تعمیق بحران بیان می‌شود. در بخش چهارم سیستم مالی کره و نحوه آزادسازی آن بررسی می‌شود. بخش ششم به نحوه شروع بحران در کره جنوبی اختصاص دارد. در بخش هفتم، رکود اقتصادی سال ۱۹۹۸ میلادی و بازیابی اقتصاد در سال ۱۹۹۹ میلادی تبیین می‌شود. در بخش‌های هفتم و هشتم ضمن ارائه جمع‌بندی، درس‌های بحران ارزی کره جنوبی برای اقتصاد ایران تشریح می‌شود.

۱. گزارش اول با عنوان: «تجربه بحران ارزی ترکیه در سال‌های ۲۰۰۰-۲۰۰۱ میلادی (درس‌هایی برای ایران)»، با شماره مسلسل: ۱۲۹۹۴ در سال ۱۳۹۲ منتشر شده است.

۱. علل وقوع حملات سوداگرانه و مدل‌های بحران ارزی

حملات سوداگرانه ارزی زمانی رخ می‌دهد که انتظار برود در صورت شروع این حملات به بازار ارز، بانک مرکزی تمایل یا قدرت دفاع از ارزش پول ملی و نرخ ارز تثبیت شده را نداشته باشد. نظریه‌های بحران ارزی اغلب نسبت به سایر انواع بحران‌ها دقیق‌تر بوده و طی زمان به موازات تکامل ماهیت بحران‌ها، تغییر کرده‌اند. در عمل، ادبیات مربوط به این حوزه از تمرکز بر دلایل اصلی بروز بحران ارزی به تأکید بر تعادل‌های چندگانه و نقش متغیرهای مالی به‌ویژه تغییرات در ترانزنامه بانک‌ها و بانک مرکزی در تحریک بحران ارزی (و سایر انواع بحران مالی) تغییر کرده است. طی چهار دهه گذشته در توضیح بحران‌های ارزی بر سه نوع از مدل‌های بحران ارزی متمرکز شده است.^۱

مدل‌های نوع اول بحران ارزی، تا حد زیادی با سقوط قیمت طلا به‌عنوان لنگر اسمی مهم پیش از شناور شدن نرخ ارز در دهه ۱۹۷۰ میلادی مطرح شدند و اغلب در خصوص کاهش ارزش پول در کشورهای آمریکای لاتین و سایر کشورهای در حال توسعه کاربرد داشتند.^۲ این مدل‌ها از مقاله اثرگذار کروگمن (۱۹۷۹ میلادی) و فلود و گرابر (۱۹۸۴ میلادی) استخراج شده‌اند و بنابراین به مدل‌های KFG موسومند. طبق این مدل‌ها، حملات سوداگرانه ناگهانی به ارز ثابت یا میخکوب شده می‌تواند از رفتار عقلایی سرمایه‌گذارانی که به‌درستی پیش‌بینی می‌کنند دولت کسری‌های گسترده خود را با اعتبارات بانک مرکزی تأمین مالی می‌کند، ناشی شود. مادامی که سرمایه‌گذاران انتظار داشته باشند نظام ارزی سالم باقی بماند به نگهداری پول داخلی ادامه می‌دهند، اما زمانی که پیش‌بینی کنند پول داخلی به یک ارز خارجی میخکوب شود به نگهداری پول داخلی پایان می‌دهند. این امر سبب می‌شود که بانک مرکزی به‌سرعت دارایی‌های نقدی خود یا پول خارجی پشتیبان ارز را از دست دهد و در چنین شرایطی پول داخلی فرو می‌ریزد.

براساس مدل‌های نسل اول بحران، هنگامی که در یک اقتصاد بنیان‌های اقتصادی ضعیف باشد، گزینه‌های پیش‌روی سیاستگذاران برای پاسخ به فشارها محدود خواهد بود و احتمال وقوع حملات سوداگرانه در بازار ارز وجود خواهد داشت. در نتیجه در بیشتر موارد، حملات سوداگرانه منجر به کاهش ارزش پول یا شناور شدن نرخ ارز می‌شود.

مدل‌های نوع دوم بحران ارزی بر اهمیت تعادل‌های چندگانه تأکید دارد. این مدل‌ها نشان می‌دهند که تردید درباره توانایی دولت در حفظ نرخ ارز میخکوب می‌تواند سبب ایجاد تعادل‌های

1. Claessens and Kose, 2013.

2. Claessens, 1991.



متعدد و در نتیجه بحران ارزی شود.^۱ در این مدل‌ها، وقوع بحران توسط حدس سرمایه‌گذاران امکانپذیر است که در آن به دلیل آنکه سرمایه‌گذاران به پول حمله می‌کنند، به سادگی می‌توان انتظار داشت که سایر سرمایه‌گذاران نیز به پول حمله کنند. همان‌گونه که فلود و ماریون (۱۹۹۷ میلادی)^۲ بیان کرده‌اند، سیاست‌های پیش از حمله در مدل‌های نسل اول می‌تواند به عنوان عامل ایجادکننده بحران تعبیر شود، حال آنکه تغییرات در سیاست‌ها در واکنش به حمله محتمل (حتی اگر این سیاست‌ها با بنیان‌های کلان اقتصادی سازگاری داشته باشد) می‌تواند سبب حمله دیگر و آغاز بحرانی دیگر باشد.

طبق مدل‌های نسل دوم، حملات سوداگرانه حتی زمانی که بنیان‌های اقتصادی ضعیف نیستند نیز می‌تواند رخ دهد. به عبارت دیگر، حملات می‌تواند خودشکوکا باشد. یعنی زمانی که سفته‌بازان فکر کنند در صورت بروز حملات ارزی، بانک مرکزی اقدامی در جهت مقابله با بحران انجام نمی‌دهد و سفته‌بازی در بازار ارز موفق خواهد بود، این حمله صورت می‌گیرد.^۳

مدل‌های نوع سوم بحران ارزی به نحوه انحرافات سریع ترانزنامه (بانک‌ها و شرکت‌های بزرگ) در ارتباط با نوسانات قیمت دارایی‌ها از جمله نرخ‌های ارز که می‌تواند سبب بروز بحران ارزی شود می‌پردازد. این مدل‌ها به‌میزان بسیاری در بحران آسیا در دهه ۱۹۹۰ میلادی مشاهده شد. در مورد کشورهای آسیایی، عدم تعادل‌های کلان اقتصادی پس از وقوع بحران کوچک بودند، موقعیت مالی دولت‌ها اغلب در حالت مازاد بود و کسری‌های حساب جاری قابل مدیریت بودند، اما آسیب‌پذیری اصلی مربوط به بخش‌های مالی و شرکت‌ها بزرگ بود. این مدل‌ها نشان می‌دهند که عدم تطابق پولی ترانزنامه در این بخش‌ها می‌تواند منجر به بحران ارزی شود. علاوه بر این، در مدل‌های نسل سوم نقش بانک‌ها و ماهیت درون‌زای بحران‌ها نیز بررسی می‌شود.

به‌طور کلی، می‌توان گفت: در مدل‌های نسل اول، پیش از وقوع حملات سوداگرانه باید سیاست پولی و مالی انبساطی و کاهش در ذخایر بین‌المللی برای مدت زمان طولانی وجود داشته باشد. در مدل‌های نوع دوم، حملات سوداگرانه به دنبال اتخاذ سیاست‌های پولی و مالی انبساطی رخ می‌دهند و مدل‌های نسل سوم بر نقش واسطه‌های مالی تأکید دارد؛ به‌نحوی که، در این مدل‌ها متغیرهای مربوط به واسطه‌های مالی همچون ضریب نقدینگی، توانایی پرداخت بدهی بخش مالی، سررسید بدهی خارجی و دارایی‌ها در مقابل بدهی‌ها تحلیل می‌شود.

1. Obstfeld and Rogoff, 1986.

2. Flood and Marion, 1997.

۳. به استناد نتایج حاصل از این مطالعات، در صورت ثبات سایر شرایط، قرار داشتن اقتصاد در رکود و در نتیجه بالا بودن هزینه افزایش نرخ بهره، احتمال بروز حملات سوداگرانه افزایش خواهد یافت.

۲. چرا تجربه کره متفاوت است؟

ماهیت بحران ارزی دهه ۱۹۹۰ میلادی برخی اقتصادهای نوظهور متفاوت از بحران‌های دهه ۱۹۸۰ میلادی بود، زیرا این بار بحران در کشورهایی رخ می‌داد که به واسطه کسب موفقیت‌هایی در مسیر توسعه اقتصادی و اجتماعی توانسته بودند بخشی از سبد دارایی‌های سرمایه‌گذاران خارجی را جذب کنند. افزایش جریان ورود سرمایه خارجی به این کشورها به نوبه خود سبب رونق اقتصادی بیشتر و تسریع در فرآیند ادغام این کشورها و همگرایی بیشتر با اقتصاد جهانی شده بود. با این حال، باید توجه داشت که خروج سریع و پیش‌بینی نشده این سرمایه‌ها می‌تواند کشور را با مشکل مواجه کند. به‌راستی چنین جریان معکوسی چه هنگام و به چه دلیل روی می‌دهد؟ حملات سوداگران ارزی سال ۱۹۹۷ میلادی در گروهی از کشورهای جنوب شرق آسیا را می‌توان در این گروه جای داد. لذا با بررسی تجربه کشور کره جنوبی در این گروه می‌توان به سؤال مذکور پاسخ داد.

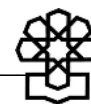
عملکرد موفق کره جنوبی تا اواخر سال ۱۹۹۷ میلادی بروز بحران در این کشور را غیرمحمتم کرده بود. ریشه‌های اصلی بروز بحران در این کشور را می‌توان در بالا بودن نسبت اهرمی^۱ شرکت‌های بزرگ این کشور و به‌طور کلی وضعیت شکننده ترازنامه این شرکت‌ها جستجو کرد. علاوه بر این، عملکرد نظام بانکی این کشور نیز در آن زمان ضعیف بود که نشان می‌دهد هرچند عدم تعادل‌های قابل توجهی در سطح کلان وجود نداشته است، رابطه پیچیده میان بانک‌ها، شرکت‌ها و دولت مشکلاتی را پدید آورده بود که در نهایت با ایجاد ورشکستگی‌های گسترده بحران‌های مالی و ارزی را در این کشور به ارمغان آورد.^۲

۱-۲. پیشینه بحران در کره جنوبی

بحران ارزی اواخر سال ۱۹۹۷ میلادی کره جنوبی را به‌سختی می‌توان با چارچوب مفهومی بحران‌های ارزی نسل اول یا دوم تطبیق داد، زیرا در این مدل‌ها، سیاست‌های متناقض اقتصادی دولت‌ها و هراس سرمایه‌گذاران نقش مهمی در بروز بحران دارند. علاوه بر این بحران مذکور را نمی‌توان صرفاً به آثار بحران مالی سایر کشورهای شرق آسیا نسبت داد. تجربه بحران ارزی سال ۱۹۹۷ میلادی کره نشان داد بحران‌های مالی نه‌تنها در شرایط نامناسب بودن شاخص‌های کلان

۱. منظور بالا بودن سهم بدهی و استقراض شرکت‌ها در تأمین مالی و سرمایه‌گذاری در مقایسه با آورده آنها می‌باشد؛ به‌نحوی که، عملاً سهم عمده آن را منابع قرضی شرکت‌ها تشکیل دهد. در این شرایط، وابستگی شرکت‌ها به قرض‌دهندگان افزایش می‌یابد و عملاً ریسک عدم تأمین مالی شرکت و عدم تکمیل پروژه‌های آنها افزایش می‌یابد.

2. B'aszkievicz Monika 2001, P. 101.



اقتصادی رخ می‌دهند، بلکه در صورت وجود آسیب‌پذیری در سطوح اقتصاد خرد نیز وقوع بحران محتمل است. به‌طور مشخص، وضعیت مالی شرکت‌ها و وضعیت ثبات نظام مالی کشور می‌تواند به‌تنهایی عامل بروز بحران باشد.

با توجه به آنکه در زمان بروز بحران در کره جنوبی، شاخص‌های کلان اقتصادی نشانه‌ای از آسیب‌پذیری نداشتند، تحلیل بحران مالی این کشور صرفاً با اتکا به شاخص‌های کلان اقتصادی بسیار دشوار است. نرخ رشد تولید ناخالص داخلی واقعی بین سال‌های ۱۹۹۴ و ۱۹۹۶ میلادی حدود ۸ درصد در نوسان بود. در عین حال، متوسط رشد سالیانه تورم ۵/۱ درصد بود و نرخ بهره اوراق قرضه شرکتی به‌دلیل تثبیت قیمت‌ها از ۱۶/۲ درصد در سال ۱۹۹۲ میلادی به ۱۱/۹ درصد در سال ۱۹۹۶ میلادی کاهش یافته بود. علاوه بر این وضعیت بودجه دولت نیز متوازن بود و در پایان سال ۱۹۹۶ میلادی بدهی عمومی این کشور کمتر از ۱۰ درصد تولید ناخالص داخلی بود.

پیش از آزادسازی مالی که از اوایل دهه ۱۹۹۰ میلادی آغاز شد، مقامات پولی این کشور نرخ رشد متغیرهای پولی همچون M_1 را به‌عنوان ابزار سیاستی کنترل می‌کردند، زیرا با استفاده از آن نرخ تورم و نرخ ارز به‌صورت درون‌زا تعیین می‌شد. با وجود پیشرفت‌های مالی و توسعه بازارهای مالی در کره جنوبی پس از آزادسازی در ابتدای دهه ۱۹۹۰ میلادی سیاست هدفگذاری نرخ رشد حجم پول دنبال شد. دو سال پیش از بروز بحران نرخ رشد M_1 در کره بین ۱۵ تا ۱۶ درصد در نوسان بود. اگرچه این نرخ رشد از متوسط نرخ رشد حجم پول در ابتدای دهه ۱۹۹۰ میلادی کمتر بود، سبب رشد سریع اعتبار داخلی طی سال‌های ۱۹۹۷ - ۱۹۹۴ میلادی شد؛ به‌نحوی که، نرخ رشد اعتبار داخلی در این سه سال به‌ترتیب به ۱۸/۵، ۱۴/۱ و ۲۰/۱ درصد رسید. این وضعیت نسبت نقدینگی به ذخایر خارجی این کشور را به ۶ رساند که در مقایسه با سایر کشورهای درگیر بحران شرق آسیا بیشتر بود. برای مثال این نسبت در مالزی ۴ و در تایلند ۴/۹ بود. با این حال، سایر شاخص‌های کلان در حد قابل قبول بود (جدول ۱).

جدول ۱. شاخص‌های کلان اقتصادی

عنوان	۱۹۹۴	۱۹۹۵	۱۹۹۶	۱۹۹۷	۱۹۹۸
درصد تغییر تولید ناخالص داخلی واقعی	۸/۳	۸/۹	۶/۸	۵	-۵/۸
تورم (شاخص بهای مصرف‌کننده)	۶/۲	۴/۵	۴/۹	۴/۵	۷/۵
توازن بودجه (مازاد) (%GDP)	۰/۱	۰/۳	۰	-۱/۷	-۴/۲
پس‌انداز ناخالص ملی (%GDP)	۳۵/۵	۳۵/۴	۳۳/۵	۳۲/۵	۳۳/۴
سرمایه‌گذاری ناخالص ملی (%GDP)	۳۶/۵	۳۷/۲	۳۷/۹	۳۴/۲	۲۰/۹
نرخ بهره اوراق قرضه شرکتی با بازدهی سه ساله	۱۲/۹	۱۳/۸	۱۱/۹	۱۳/۴	۱۵/۱
تراز حساب جاری (%GDP)	-۱	-۱/۷	-۴/۵	-۱/۷	۱۰/۹

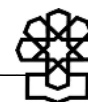
مأخذ: IMF, IFS و سال‌های مختلف.

طبق جدول، نرخ‌های سرمایه‌گذاری و پس‌انداز به‌طور متوسط ۳۷ و ۳۵ درصد تولید ناخالص داخلی بودند.^۱ تنها استثنا در بین شاخص‌های کلان این کشور کسری حساب جاری بود که در پایان سال ۱۹۹۶ میلادی به ۴/۵ درصد تولید ناخالص داخلی رسید و عمدتاً از محل ورود سرمایه‌های خارجی با سررسید کوتاه‌مدت تأمین مالی شده بود.^۲

۱. با توجه به آنکه کسری حساب جاری اختلاف میان نرخ پس‌انداز و سرمایه‌گذاری است، در صورت کاهش نرخ پس‌انداز و افزایش نرخ سرمایه‌گذاری بر کسری حساب جاری افزوده می‌شود. بدین‌روى نگرانی پیرامون کسری حساب جاری به ترکیب آن بستگی دارد. اگر از وجوه بدهی خارجی برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های مولد در بخش تجاری استفاده شود، سود حاصل از چنین سرمایه‌گذاری‌هایی به بازپرداخت اصل و فرع بدهی در آینده و دستیابی به تعادل‌های خارجی پایدار کمک می‌کند. چنانچه از وجوه بدهی‌های خارجی برای تأمین مالی فعالیت‌های سفته‌بازی معاملات ملکی، بخش غیرتجاری و مصرف (که سبب کاهش پس‌انداز می‌شود) استفاده شود، می‌تواند عدم تعادل‌های خارجی قابل توجهی را به وجود آورد. با توجه به بالا بودن نرخ پس‌انداز ملی کره، به نظر نمی‌رسد که کسری حساب جاری دلیل ضعف ساختاری در نرخ پس‌انداز ملی باشد. تعادل مالی دولت در سال‌های ۱۹۹۳ میلادی تا ۱۹۹۶ میلادی در محدوده مثبت باقی ماند. انبساط مالی دولت به‌میزان قابل توجهی مازاد دولت را در سال ۱۹۹۵ میلادی کاهش داد و کسری عمده ۵۷۴۷ میلیارد وونی در سال ۱۹۹۷ میلادی، مبین افزایش قابل توجه سرمایه‌گذاری بود؛ به‌نحوی که، نرخ‌های سرمایه‌گذاری در تمامی سال‌های دهه ۱۹۹۰ میلادی بالای ۳۵ درصد بود. بنابراین می‌توان گفت منبع کسری حساب جاری انبساط مالی و نرخ‌های بالای سرمایه‌گذاری بوده است. به هر حال، مسئله آن است که اغلب سرمایه‌گذاری‌ها به‌سمت فعالیت غیرسودآور یا فعالیت‌های مخاطره‌آمیز با سودآوری کم هدایت شدند.

Tribhuvan N. Puria, et, al 2002.

۲. این امر می‌تواند بر نگرانی‌های مربوط به کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران خارجی نسبت به وون کره دامن زند. بخش عمده‌ای از عدم تعادل‌های حساب جاری به فعالیت‌های اقتصادی بستگی دارد. دیدگاه سنتی آن است که کسری‌های حساب جاری ناپایدار با رشد اقتصادی پایین همراه است. کره جنوبی در دوره زمانی ۱۹۹۲ میلادی - ۱۹۹۱ میلادی نرخ رشد بیش از ۹ درصد را تجربه کرد. پس از کاهش موقت عدم تعادل حساب جاری در سال ۱۹۹۳ میلادی، نرخ رشد تولید ناخالص داخلی واقعی در سال‌های ۱۹۹۴ میلادی و ۱۹۹۵ میلادی به ۸/۵ درصد رسید. نرخ رشد در سال‌های ۱۹۹۶ میلادی و ۱۹۹۷ میلادی به ترتیب به ۷/۱ و ۵/۵ درصد کاهش یافت. اغلب عدم تعادل‌های جاری که بحران‌های ارزی را تشدید می‌کند زمانی رخ می‌دهد که کسری حساب جاری نسبت به تولید ناخالص داخلی بالا بود (معمولاً حدود ۵ درصد GDP) (Crosetti et al. 1999) از این منظر، کسری حساب جاری ۴/۵ درصدی نسبت به تولید ناخالص داخلی در سال ۱۹۹۶ میلادی نیز در تشدید بحران‌ها سهیم بوده است. با این حال، در سه ماهه دوم سال ۱۹۹۷ میلادی، کسری حساب جاری شروع به بهبود کرد.



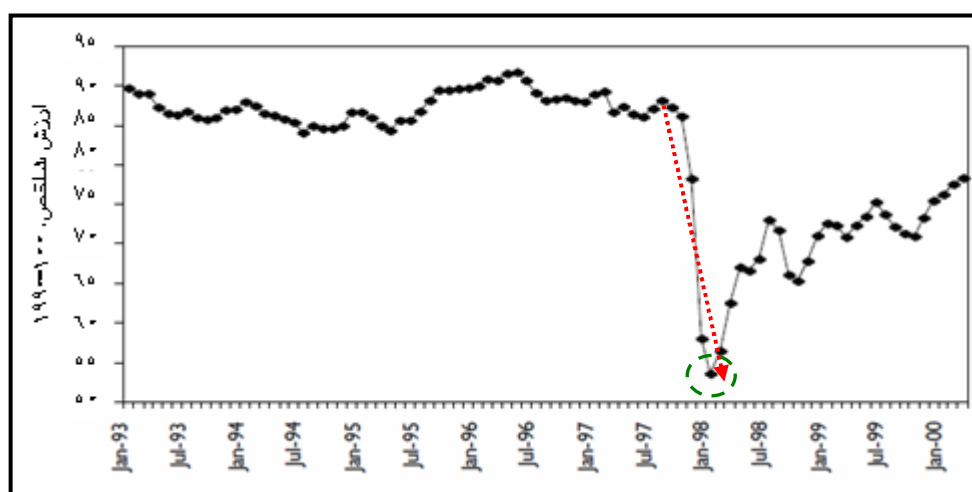
دو عامل در شکل‌گیری این کسری نقش داشتند:

- جریان ورود سرمایه خارجی در این سال،

- شوک منفی رابطه مبادله.

طبق بررسی‌های انجام شده رابطه مبادله این کشور به دلیل کاهش ۷۰ درصدی قیمت نیمه‌رساناها^۱ طی سال ۱۹۹۶ میلادی نسبت به سال قبل ۱۲ درصد کاهش یافت که خود احتمال بروز بحران را افزایش داد. به رغم حجم بالای کسری حساب جاری کره در آن زمان، باز هم میزان آن چندان بحرانی نبود.

نمودار ۱. نرخ ارز حقیقی مؤثر کره جنوبی



Source: Moodys Database.

طبق نمودار، از اواسط سال ۱۹۹۵ میلادی، نرخ ارز حقیقی مؤثر در این کشور در مقایسه با اوایل دهه ۱۹۹۰ میلادی، افزایش یافت، اما از ماه می ۱۹۹۶ میلادی، روند حرکت آن معکوس شد و به صورت پیوسته از ارزش آن کاسته شد؛ به نحوی که، در ژانویه ۱۹۹۸ میلادی به حداقل خود رسید.^۲

۲-۲. علائم آسیب‌پذیری

رشد سریع کره جنوبی و تبدیل آن از یک اقتصاد فقیر به اقتصاد موفق صنعتی عموماً به هزینه افزایش رو به رشد بدهی بخش شرکتی این کشور محقق شد. راهبرد رشد دهه‌های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰

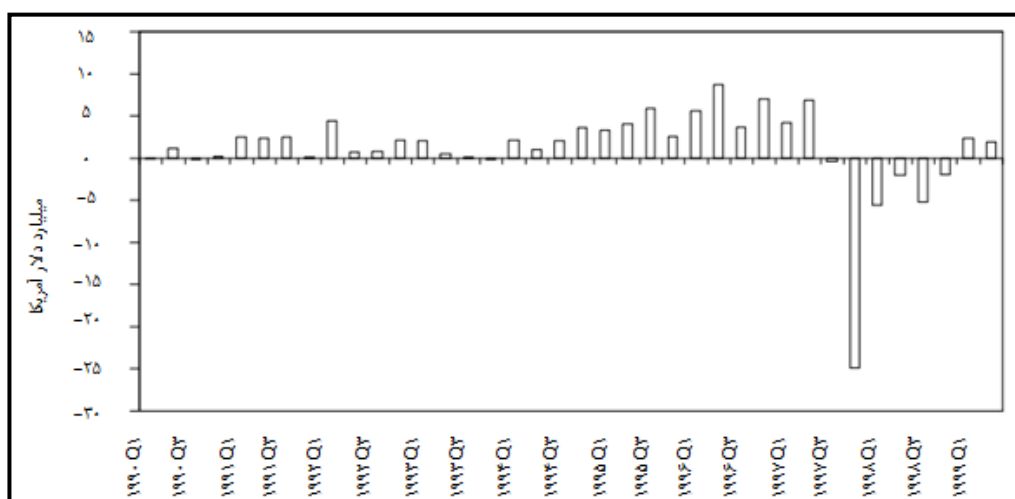
1. Semi - conductors

2. Baszkiewicz Monika, 2001, PP. 101-102.

میلاادی، زمانی که شرکت‌های کره‌ای کوچک بودند و امکان بهره‌مندی آنها از صرفه‌های مقیاس وجود داشت، دیگر برای دهه ۱۹۹۰ میلادی مناسب نبود. علت این امر تغییر شرایط جهانی به سمت افزایش رقابت‌پذیری شرکت‌ها بود. در دهه ۱۹۹۰ میلادی فشار خارجی در کره برای مقررات‌زدایی و آزادسازی نظام مالی قابل توجه بود.

این واقعیت که هزینه استقراض از خارج کره تقریباً نصف هزینه استقراض از داخل بود^۱ تقاضای منابع خارجی را افزایش داد. بین سال‌های ۱۹۹۰ - ۱۹۹۶ میلادی، خالص جریان ورود سرمایه حدود ۶۹ میلیارد دلار بود (نمودار ۲).

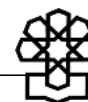
نمودار ۲. خالص جریان‌ات ورود سرمایه



Source: Ibid.

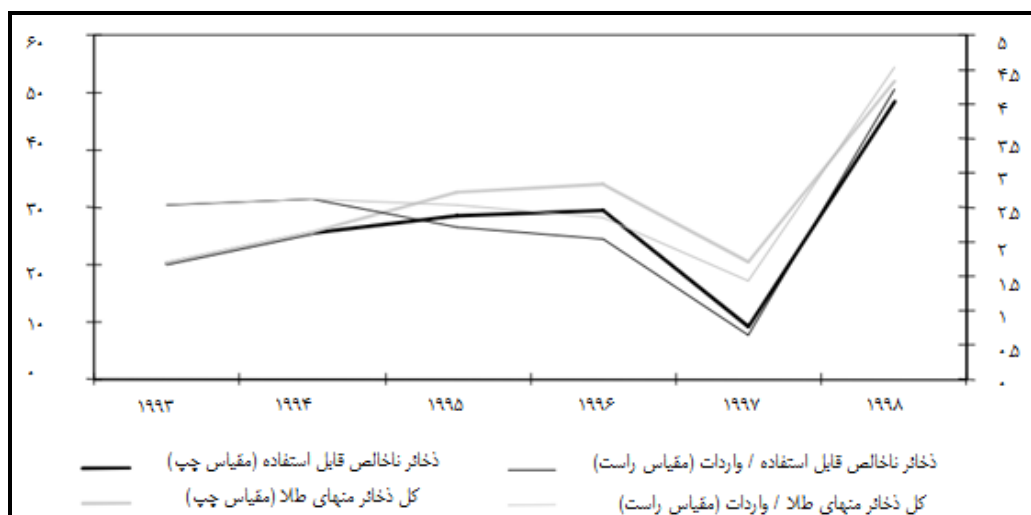
از ۶۹ میلیارد دلار خالص ورود سرمایه در دوره ۱۹۹۰ - ۱۹۹۶ میلادی، معادل ۵۱/۸ میلیارد دلار به صورت سرمایه‌گذاری در پرتفوی^۲ بود، حال آنکه خالص سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در این مدت منفی و معادل ۷ میلیارد دلار بود. با این حال، جریان‌ات ورودی سرمایه خارجی با سررسید کوتاه‌مدت به کشور این کسری را جبران کرد و در مجموع ترانزپداخت‌ها در این مدت مثبت باقی مانده بود.

۱. نرخ بهره سه ماهه اوراق قرضه شرکتی در کره در آن زمان بین ۱۱ تا ۱۲ درصد بود درحالی‌که همین نرخ در ایالات متحده آمریکا تقریباً ۵/۵ درصد بود.
 ۲. خرید دارایی مالی توسط خارجیان.



در همین مدت ذخایر رسمی خارجی کره در حال انباشت بود. با این حال، این ذخایر برای تأمین مالی واردات حتی در میان مدت کافی نبود، علاوه بر این با توجه به ورود سرمایه خارجی با سررسید کوتاه مدت و انباشت آن، ریسک نقدینگی دارایی‌ها نیز افزایش یافته بود (نمودار ۳).

نمودار ۳. ذخایر کره در دوره زمانی ۱۹۹۳ - ۱۹۹۸ میلادی (میلیارد دلار)



Source: Bank of Korea.

در سال‌های ۱۹۹۵ و ۱۹۹۶ میلادی ذخایر خارجی رسمی کره تنها برای پوشش سه ماه متوالی از واردات این کشور کافی بود. وضعیت در خصوص ذخایر خارجی ناخالص قابل استفاده^۱ حتی بدتر بود. در عمل دسترسی به این ذخایر در زمان نیاز، به سختی امکانپذیر بود. بین سال‌های ۱۹۹۶ و ۱۹۹۷ میلادی نسبت ذخایر قابل استفاده به بدهی‌های کوتاه مدت کره به ترتیب ۰/۳ و ۰/۱ بود. به این ترتیب بحران کره در خالی شدن ذخایر ارزی این کشور ریشه داشت.

در واقع، شرکت‌ها و مؤسسات مالی کره نتوانستند اولویت را به مدیریت ریسک نقدینگی دهند و بیش از آنکه نگران ریسک نقدینگی باشند، به دنبال ورود منابع خارجی بودند. علاوه بر این، بانک‌ها و سایر مؤسسات مالی کره‌ای پیش از اعطای وام به شرکت‌ها و بنگاه‌ها تصویر درستی از آینده شرکت نداشتند. در واقع، به کارگیری قواعد بازار آزاد در یک محیط اقتصادی - اجتماعی تحت نظارت شدید، با تمرکز بالای منابع به سمت شرکت‌های بزرگ و در عین حال دخالت غیرمستقیم دولت در نظام بانکی، اقتصاد کره را با ریسک‌های سیستماتیک بالایی مواجه ساخت. این ریسک زمانی مشخص شد که شرکت‌هایی با نسبت بدهی بالا قادر به ایفای تعهدات خود به مؤسسات مالی نبودند.

۱. Gross Usable Foreign Reserve از تفاضل ذخیره رسمی خارجی (بجز طلا) و سپرده‌های موجود در شعب خارجی مؤسسات مالی یک کشور به دست می‌آید.

مسئله اساسی این بود که نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به بلندمدت در اقتصاد کره رو به افزایش بود. این مسئله در کنار بهره‌وری پایین سرمایه‌گذاری در کره و موجودی پایین ذخایر خارجی، ثبات و پایداری ترازپرداخت‌های کره را تحت تأثیر قرار داد. در واقع بین سطح تعهدات خارجی کره و ظرفیت اقتصادی این کشور تناسب کافی وجود نداشت.

۳. نقش شرکت‌های بزرگ کره‌ای در تعمیق بحران

سال‌های متمادی سرمایه‌گذاری در کره در چابول‌ها^۱ متمرکز بود. اگرچه هر شرکت درون گروه از نظر قانونی به صورت مستقل فعالیت می‌کرد، در واقعیت چابول‌ها تحت کنترل غیرمستقیم دولت فعالیت می‌کردند و در عین حال نقش حمایتی دولت در اداره چابول‌ها نیز بسیار پررنگ بود. برای مثال، بانک‌های دولتی تحت فشار دولت مجبور بودند بیش از نیمی از منابع خود را به بخش‌های صنعتی مورد حمایت دولت (اعم از نیم‌ساناها، کشتی‌سازی، آهن و...) وام دهند.^۲ علاوه بر این، صنایع استراتژیک به دلیل حمایت دولت وام‌هایی با نرخ بهره پایین دریافت می‌کردند. این وضعیت حتی پس از آزادسازی مالی در دهه ۱۹۸۰ میلادی نیز ادامه یافت.

میزان حمایت دولت از این صنایع را می‌توان در میزان سرمایه و نیروی کار تخصیص یافته به آنها مشاهده کرد. براساس تحقیق سازمان توسعه و همکاری اقتصادی در سال ۱۹۹۶ میلادی، ۳۰ گروه بزرگ صنعتی کره که تحت حمایت دولت بودند تقریباً دوپنجم موجودی سرمایه بخش صنعت و معدن و یک‌پنجم اشتغال آن را به خود اختصاص داده بودند. در سال ۱۹۹۵ میلادی، ارزش‌افزوده این ۳۰ گروه بزرگ صنعتی ۱۶ درصد تولید ناخالص ملی کره و ۴۱ درصد ارزش‌افزوده بخش صنعت بود.

اگرچه تمرکز سرمایه در چابول‌ها مسئله مهمی بود، اما تنها مشکل اداره کسب‌وکارها در این کشور نبود. مشکل مهم دیگر در این زمینه تمرکز مالکیت چابول‌ها در دست خانواده‌های محدود مؤسس این گروه‌های صنعتی، بستگان آنها و دایره محدودی از افراد بود که این امر زمینه‌ساز فساد اقتصادی در کره شده بود. این مسئله در بسیاری از مواقع خود را به شکل روابط خاصی در اعطای تسهیلات و وام به شرکت‌های زیرمجموعه بدون توجه کافی به بهره‌وری سرمایه و بازدهی پروژه‌ها نشان داد. بر اساس گزارش سازمان توسعه و همکاری اقتصادی در سال ۱۹۹۶ میلادی

۱. Cheabols شرکت‌های بزرگ و چند رشته‌ای کره‌ای که مجموعه‌ای از بانک‌ها، شرکت‌های تولیدی و خدماتی را اداره می‌کردند.
2. OECD, 1998.

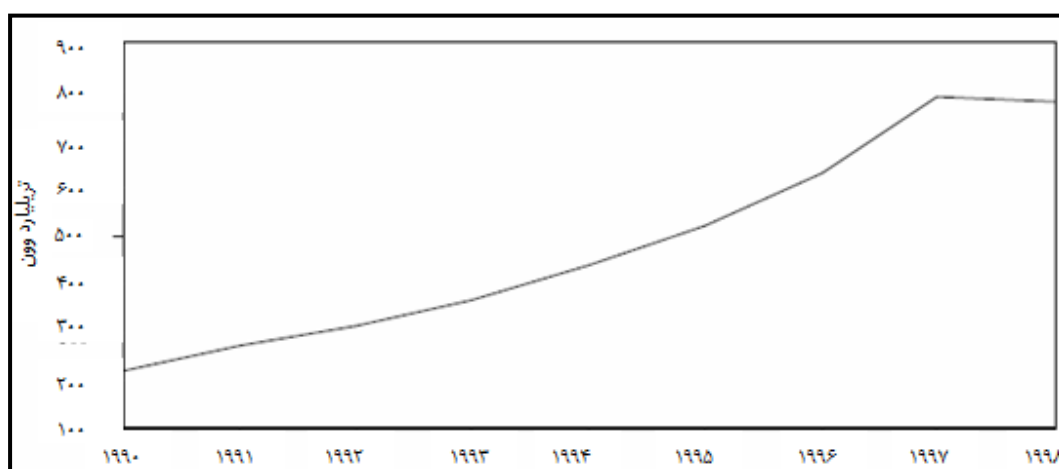


سه چابول در کره وجود داشت که سهم خانواده‌های مؤسس در سهام آنها بیش از ۲۰ درصد بود، اما در سال ۱۹۹۷ میلادی هر سه این غول‌های صنعتی با مشکل مواجه شدند. ایجاد تنوع در فعالیت‌های گروه‌های صنعتی و ورود به رشته فعالیت‌ها و صنایع مختلف یکی از سیاست‌هایی بود که توسط چابول‌ها دنبال می‌شد. این سیاست ریسک کل مجموعه را کاهش می‌داد، زیرا به موجب آن زیان در یک صنعت با سودآوری در سایر صنایع جبران می‌شد. اما حمایت دولت از یک سو و عدم نگرانی از ورشکستگی (به دلیل حمایت یک گروه بزرگ صنعتی از سوی شرکت‌های زیرمجموعه) از سوی دیگر سبب شد شرکت‌ها با پذیرش ریسک‌های غیرمنطقی بی‌مهابا به استقراض و تأمین مالی بیرونی طرح‌های بلندپروازانه خود ادامه دهند.

۱-۳. تأمین مالی از طریق استقراض

بدهی شرکت‌ها که با معیار نسبت تعهدات شرکت به سرمایه آنها اندازه‌گیری می‌شود طی دهه ۱۹۹۰ میلادی رو به افزایش بود و در سال ۱۹۹۷ میلادی به اوج خود رسید (نمودار ۴).

نمودار ۴. کل بدهی شرکتی کره دوره زمانی ۱۹۹۰ - ۱۹۹۸ میلادی



Source: Ibid.

این بدهی‌ها که در نهایت به دلیل عدم بازپرداخت وام‌های شرکت‌ها به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری سبب ورشکستگی بانک‌ها شد، چند ویژگی مهم داشت:

۱. روند رو به رشد تأمین مالی غیرمستقیم بخش شرکتی در کره انعکاسی از بازار اوراق قرضه و سهام توسعه نیافته کشور در آن زمان بود. بر اساس گزارش سازمان توسعه و همکاری اقتصادی در سال ۱۹۹۸ میلادی بین نیمه اول سال ۱۹۹۶ میلادی و سال ۱۹۹۷ میلادی گرایش بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی کره به چابول‌ها تقریباً دو برابر شد در حالی که تأمین مالی

مستقیم شرکت‌ها از طریق بانک‌ها به میزان ۲۰ درصد کاهش یافت. به بیان دیگر، شرکت‌های فرعی از طریق چابول‌ها که شرکت‌های اصلی بودند به منابع بانکی دسترسی پیدا می‌کردند. در سال ۱۹۹۶ میلادی نسبت سرمایه شرکت‌های بورسی کره به تولید ناخالص داخلی این کشور^۱ معادل ۲۵/۴ درصد بود، در حالی که همین نسبت در همان زمان در کشورهای ایالات متحده آمریکا، ژاپن و ۱۰ کشور اتحادیه اروپا^۲ به ترتیب ۱۰۸/۷، ۶۷/۶ و ۴۷/۸ درصد بوده است. علاوه بر این، همین نسبت در کره در سال ۱۹۹۰ میلادی، معادل ۴۳/۶ درصد بوده است که نشان‌دهنده تضعیف بازار سهام این کشور است.^۳ این وضعیت چابول‌های با نسبت اهرمی بالا را در معرض ریسک کاهش نقدینگی ناشی از کاهش فروش یا افزایش نرخ بهره قرار داد و بر آسیب‌پذیری آنها افزود؛

۲. تمرکز بدهی بخش شرکتی دولتی در ۳۰ چابول بزرگ. سهم وام‌های بانکی اعطایی به این چابول‌ها از کل وام‌های پرداختی به مؤسسات مالی غیربانکی نیز رو به افزایش بوده است (جدول ۲). با توجه به نظارت کمتر بر این مؤسسات، مقررات احتیاطی و مدیریت ریسک و نقدینگی به اندازه کافی رعایت نمی‌شد؛

جدول ۲. سهم وام‌های اعطایی به بزرگترین چابول‌ها از کل وام‌های مؤسسات مالی (درصد)

عنوان	۱۹۸۶	۱۹۸۷	۱۹۸۸	۱۹۸۹	۱۹۹۰	۱۹۹۱	۱۹۹۲	۱۹۹۳	۱۹۹۴	۱۹۹۵
بانک*	۲۸/۶	۲۶/۳	۲۴/۲	۲۰/۷	۱۹/۰	۱۸/۹	۱۷/۹	۱۵/۶	۱۵/۰	۱۳/۹
مؤسسات مالی غیربانکی	-	-	۳۲/۴	۳۶/۶	۳۷/۸	۳۸/۵	۴۰/۵	-	-	-

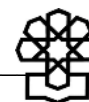
* تنها پول‌های سپرده بانک‌ها.

Source: The Bank Supervisory Board, The Korea Investors Service, Inc. Quoted from Nam, et al. 1999.

۳. وابستگی بالای بخش شرکتی کره به استقراض بانکی به جای تأمین مالی از طریق سهام
طبق استانداردهای بین‌المللی، در تمامی سال‌های دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ میلادی نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام در کره به‌طور متوسط بین ۴۰۰ و ۵۰۰ درصد بود در حالی که همین نسبت در آمریکا بین ۵۰ تا ۱۰۰ درصد بود و طی زمان در بریتانیا از این کمتر بود. این نسبت در ژاپن در سال ۱۹۸۰ میلادی در اوج خود ۳۵۰ درصد بود، اما تا سال ۱۹۹۴ میلادی به ۱۵۰ درصد رسید که با توجه به بخش مالی بانک‌محور این کشور هنوز از کره کمتر بود. دلیل اصلی این امر را می‌توان

۱. شاخصی از نقش بازار بورس در اقتصاد.

۲. تعداد اعضای اتحادیه اروپا در آن زمان.

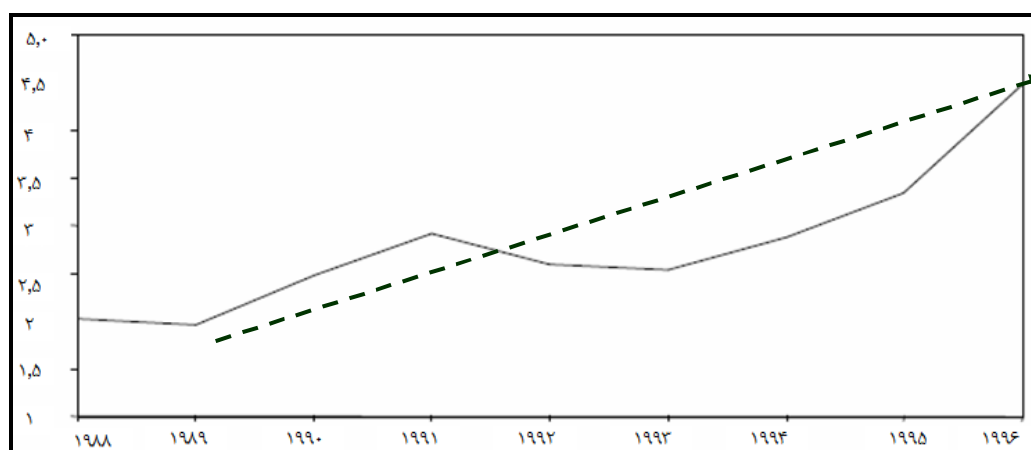


نوع نظام تضمین بدهی‌ها در چابول‌ها و نظام مالیاتی این کشور دانست که به موجب آن تخفیف‌های مالیاتی بر نرخ‌های بهره وام‌های اعطایی به چابول‌ها اعمال می‌شد.^۱

۲-۳. سرمایه‌گذاری

اگرچه نرخ‌های سرمایه‌گذاری در کره بالا بود، سؤال اصلی این است که آیا این سرمایه‌گذاری‌ها به اندازه کافی سودآور بودند که بتوان از آنها برای بازپرداخت بدهی شرکت‌ها استفاده کرد؟ از اواخر دهه ۱۹۸۰ میلادی نسبت سرمایه به تولید (COR)^۲ روندی افزایشی داشته است که نشان از کاهش کیفیت سرمایه‌گذاری در این کشور دارد (نمودار ۵).

نمودار ۵. نسبت سرمایه به تولید



Source: IMF IFS.

نسبت مذکور نشان می‌دهد که با وجود رشد سریع‌تر تشکیل سرمایه ثابت، محصول متناسب با آن رشد نکرده است، بدین معنا که نرخ بازدهی کلی این سرمایه‌گذاری‌ها کاهش یافته است. با توجه به کاهش رشد تولید ناخالص داخلی از سال ۱۹۹۵ میلادی، روند فزاینده نسبت سرمایه به تولید را می‌توان به فراهم نبودن ظرفیت کافی در بخش شرکتی نسبت داد که با تزریق حجم بیشتری از اعتبارات به این بخش نتوانست بازدهی بالایی به اقتصاد کره بازگرداند. در کنار شاخص سرمایه به تولید، شاخص‌های دیگری همچون نرخ بازدهی دارایی‌ها، نرخ رشد درآمد و همچنین روند نقطه سر به سر^۳ سرمایه‌گذاری‌ها نیز نشان‌دهنده بهره‌وری پایین و افزایش نقاط ضعف بخش شرکتی کره در آن زمان است (نمودار ۶).

1. IMF, 1999.

2. Capital-output Ratio (COR)

۳. Break – even Point نقطه‌ای است که در آن هزینه‌های تولید دقیقاً معادل درآمد است، بالاتر بودن این نقطه به معنای بالاتر بودن هزینه‌های تولید است.

نمودار ۶. سودآوری بخش شرکتی



Source: Bank of Korea.

طبق نمودار، بر اساس هر سه شاخص برشمرده، سودآوری بخش شرکتی کره از سال ۱۹۹۵ میلادی کاهش یافته است.

نسبت بالای اهرمی و اداره نامناسب بخش شرکتی کره از عوامل مهم در بروز بحران مالی این کشور بوده‌اند. اکنون این سؤال مطرح می‌شود که چرا چنین وضعیتی در دهه ۱۹۹۰ میلادی مشکل‌ساز شد حال آنکه پیش از آن مشکلی ایجاد نکرده بود؟ پاسخ این سؤال را باید در رفتار رابطه مبادله^۱ جستجو کرد. نسبت مذکور در دهه ۱۹۹۰ میلادی به زیان صادرات کره بوده است و در نتیجه آن جریان درآمد چابول‌ها که از صادرکنندگان اصلی کره هستند کاهش یافت. علاوه بر این، تقویت ارزش دلار در مقابل ین ژاپن در اوایل سال ۱۹۹۵ میلادی در مجموع به زیان رقابت‌پذیری شرکت‌های کره‌ای و به نفع شرکت‌های ژاپنی تمام شده بود. ضمن آنکه ورشکستگی شرکت فولاد هنبول^۲ کره در ژانویه ۱۹۹۷ میلادی (اولین ورشکستگی بزرگ آن دهه) سبب از بین رفتن اعتماد سرمایه‌گذاران شد و در عین حال این باور را که شرکت‌های کره‌ای بزرگ‌تر از آن هستند که ورشکسته شوند را در هم شکست.

بهره‌وری پایین سرمایه‌گذاری‌ها در کره در آن زمان در شکل افزایش تسهیلات غیرجاری^۳ (NPL) در بخش بانکی کره نمود یافت که به ۵/۱ درصد کل تسهیلات رسید. در سال ۱۹۹۷ میلادی این نسبت به ۶ درصد و در سال ۱۹۹۸ میلادی به ۷/۴ درصد رسید.

۱. Terms of Trade نسبت قیمت کالاهای صادراتی به کالاهای وارداتی.

۲. Hanbo Steel Co

۳. Non-performing Loans تسهیلات غیرجاری شامل مطالبات سررسید گذشته، معوق و مشکوک‌الوصول است.



۴. سیستم مالی کره و آزادسازی آن

پیش از آزادسازی بخش مالی کره در اوایل دهه ۱۹۸۰ میلادی، دولت این کشور به دلیل اهداف صنعتی خود مداخله گسترده‌ای در این بخش داشت. با پیشرفت اصلاحات اقتصادی، تعداد زیادی بانک تجاری و مؤسسات مالی غیربانکی به این سیستم اضافه شد. با این حال، آزادسازی مالی کاملاً موفق نبود، زیرا دولت کماکان در شکل وضع سقف نرخ بهره برای بخش‌های خاص در نظام مالی مداخله می‌کرد.^۱ با تداوم این امر در سال ۱۹۸۸ میلادی صاحبان شرکت‌های فعال در بخش‌های مورد حمایت، دولت را برای تأخیر در آزادسازی نرخ بهره تحت فشار قرار دادند که ماحصل آن عدم اجرای برنامه آزادسازی در سال ۱۹۸۸ میلادی بود. در سال ۱۹۹۲ میلادی نیز به دلیل رکود بازار بورس دولت از اجرای این برنامه منصرف شد.^۲ گام بعد در اصلاح سیستم مالی در سال ۱۹۹۳ میلادی همزمان با روی کار آمدن اولین دولت غیرنظامی دمکرات، انجام شد. دولت جدید تعهدات بسیاری در خصوص آزادسازی مالی داشت که دو دلیل اصلی تسریع در فرآیند آزادسازی را می‌توان به صورت زیر برشمرد:

- چشم‌انداز الحاق کره به کشورهای عضو سازمان همکاری و توسعه اقتصادی،

- توانایی رو به رشد بخش خصوصی و بنگاه‌های معتبر موجود در استقراض وجوه از دنیای

خارج.

به هر حال، اغلب جریان‌های سرمایه‌ای جذب شده از بازار سهام از کنترل‌های مقداری رسمی و غیررسمی دولت مستثنا نبودند.^۳ طی این دوران، ایجاد تغییرات ساختاری بزرگ منجر به رشد سریع مؤسسات مالی غیربانکی شد؛ به نحوی که، سهم بازاری مؤسسات مالی غیربانکی برحسب سپرده‌های وون کره بین سال‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۸ میلادی از ۲۹ درصد به ۷۲ درصد افزایش یافت و تعداد بانک‌ها (تجاری و تخصصی) به ترتیب معادل ۷۱ و ۲۸ درصد بود.^۴ روند تسهیلات و تنزیل‌ها مشابه بود؛ به نحوی که، برای مؤسسات مالی غیربانکی افزایشی و برای بانک‌ها کاهش می‌بود. بین سال‌های ۱۹۹۶ و ۱۹۹۷ میلادی، سهم تأمین مالی بخش تجاری از مؤسسات غیربانکی به کل تأمین مالی ۱۰ درصد افزایش یافت (از ۱۳/۹ درصد به ۲۳/۹ درصد). در عین حال، استقراض از بانک‌ها از ۱۴ درصد به ۱۲/۹ درصد کاهش یافت.^۵

۱. بانک‌های تجاری کره در دهه ۱۹۶۰ میلادی ملی شدند و پس از آن دولت کم و بیش بر تخصیص اعتبار به بخش‌های مختلف مداخله داشت.

2. IMF, 1999.

3. Dooley et al. 1999.

4. OECD, 1998.

5. Bank of Korea

۴-۱. مؤسسات مالی غیربانکی

مؤسسات مالی غیربانکی کره حسب فعالیت‌های تجاری خود در ۵ گروه طبقه‌بندی می‌شوند. مؤسسات مالی توسعه، پس‌انداز، سرمایه‌گذاری، بیمه و سایر مؤسسات. با توجه به آزادی بیشتر این مؤسسات در مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌های خود، نقش بسزایی در بدتر شدن تراز بخش مالی داشتند. ضمن آنکه این مؤسسات می‌توانستند نرخ‌های سود تسهیلات و سپرده را افزایش دهند. تعداد مجوزهای جدید صادر شده برای شرکت‌های بانکی تجاری^۱ یکی از مهمترین عواملی بود که در سال ۱۹۹۷ میلادی کره را با مشکل مواجه کرد. به‌طور دقیق‌تر در سال ۱۹۹۳ میلادی تعداد مجوزها ۶ مورد بود که در سال ۱۹۹۶ میلادی در نتیجه مقررات‌زدایی مبادلات مالی به ۳۰ مورد افزایش یافت. در اصل، بانک‌های تجاری تحت نظارت وزارت امور اقتصادی و دارایی بودند، اما این نظارت‌ها حداقلی بودند، زیرا قواعدی برای طبقه‌بندی دارایی، سرمایه یا تأمین مالی وجود نداشت. علاوه بر این بسیاری از آنها تحت مالکیت چائول‌ها بودند و از آنها برای تأمین مالی فعالیت‌های درون‌گروهی استفاده می‌شد. برای مثال، برای جذب وجوه، بانک‌های تجاری حساب مدیریت وجوه نقد^۲ را به مشتریان خود عرضه کردند. بانک‌ها اساساً در اوراق تجاری و سفته‌های کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاری می‌کردند. سهم مؤسسات مالی و بانک‌های تجاری در تأمین مالی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مهم بود. مقررات بدون قید و شرط به بانک‌ها اجازه اعطای وام و تضمین بیش از ۵۰ درصد سرمایه را می‌داد. علاوه بر این، رویه ضمانتنامه‌های متقاطع^۳ رایج بود که در آن بخش‌های تابعه بانک‌های تجاری فعالیت‌های سایر بنگاه‌های همان گروه کسب‌وکار را تأمین مالی می‌کردند. تضاد منافع میان آنها سبب شکست بانک‌ها در نظارت بر عملکرد بدهکاران خود شد.^۴ این مسئله در ادبیات اقتصادی به انتخاب بد اشاره دارد و منظور موقعیتی است که در آن وام‌دهندگان دانش کمی در خصوص اعتبار و کیفیت وام‌گیرندگان دارند.

۴-۲. آزادسازی حساب سرمایه

در کنار آزادسازی مالی، حساب سرمایه نیز به‌تدریج آزاد شد. مقررات‌زدایی مبادلات حساب سرمایه ارزی سبب گسترش شعب بانک‌های کره‌ای شد. طبق برنامه، انتقالات کوتاه‌مدت سرمایه نیز به‌دنبال سرمایه‌های بلندمدت آزاد شدند. صرفنظر از افزایش فهرست صنایعی که قادر به جذب

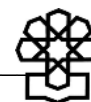
1. Merchant Banking Corporations

2. Cash Management Accounts

۳. در این حساب‌ها مشتریان در کنار دسته‌چک و کارت‌های اعتباری، قادر به دریافت تسهیلات بودند.

4. Cross-guarantees

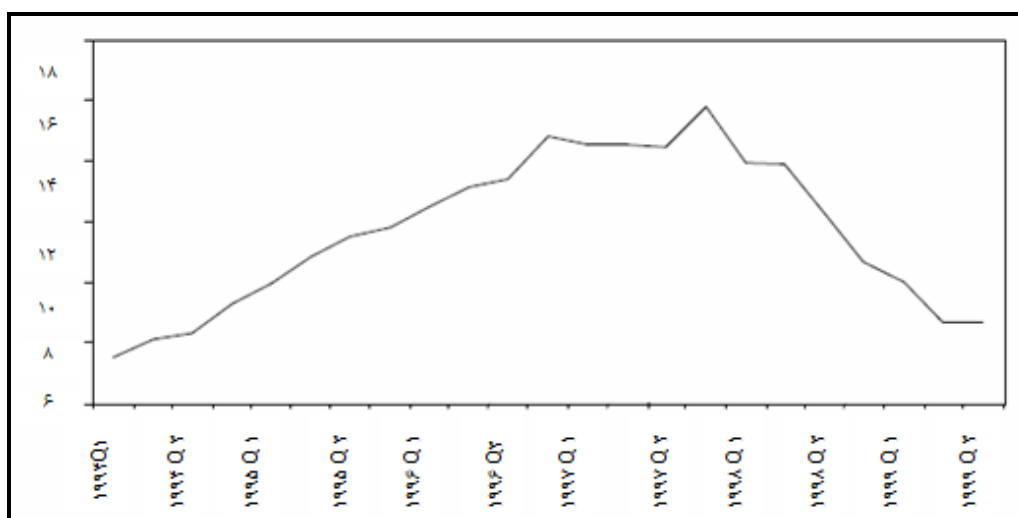
5. OECD, 1998.



سرمایه‌های مستقیم خارجی بودند، همچنان محدودیت‌های بسیاری در شکل‌های مختلف در مقابل آنها وجود داشت. در سال ۱۹۹۳ میلادی، محدودیت‌های اعمال شده بر وام‌های بلندمدت ارزشگذاری شده با ارز خارجی کاهش یافت، اما استقراض بلندمدت همچنان با محدودیت مواجه بود. این تصمیم سبب شد در کوتاه‌مدت بانک‌های کره وجوه را از خارج استقراض کنند و آن را در بلندمدت در اختیار شرکت‌های داخلی قرار دهند. این امر مشکل عدم تطابق سررسید را به وجود آورد و بانک‌ها را مستعد شوک‌هایی همچون افزایش نرخ بهره کرد.^۱

آزادسازی مالی خارجی که سبب انباشت بدهی‌های کوتاه‌مدت شد، در شرایطی بخش بانکداری کره را با مشکل کمبود نقدینگی مواجه کرد که انتشار اخبار منفی سبب واکنش‌های سریع سرمایه‌گذاران شده بود. اولاً در سال ۱۹۹۷ میلادی زمانی که سرمایه‌گذاران در توانایی دولت برای کمک به شرکت‌ها، بانک‌ها و مؤسسات مالی غیربانکی در حال سقوط تردید کردند، به سرعت پول‌های خود را از کشور خارج کردند. ثانیاً عدم تطابق پولی موجود (بدهی خارجی بانک‌های کره‌ای بیش از دارایی‌های داخلی آنها بود) قابلیت و توانایی تبدیل پول داخلی به ارز خارجی را محدود کرد. ثالثاً وقتی نرخ ارز (وون / دلار) کاهش یافت، تعهدات خارجی بانک‌ها و مؤسسات مالی غیربانکی به‌عنوان درصدی از دارایی‌های داخلی به‌میزان قابل توجهی افزایش یافت. کمبود نقدینگی بانک‌های کره‌ای با توجه به استانداردهای بین‌المللی کاملاً مشخص بود (نمودار ۷).

نمودار ۷. عدم تطابق پولی (نسبت بدهی خارجی به دارایی بانک‌ها)



Resource: IFS, IMF.

۱. به استناد آمار بانک جهانی و صندوق بین‌المللی پول، در سال‌های ۱۹۹۴-۱۹۹۶ میلادی بدهی‌های بانک‌ها بین ۶۳ تا ۷۰ درصد کل بدهی‌های خارجی در نوسان بود. این موقعیت به‌لحاظ انباشت ذخایر بین‌المللی حتی نامطمئن‌تر است. در اواخر سال ۱۹۹۷ میلادی، کل دارایی‌های ذخیره تنها ۲۸ درصد بدهی‌های خارجی کوتاه‌مدت را پوشش می‌داد.

به‌طور متوسط، بین سال‌های ۱۹۹۵ و ۱۹۹۷ میلادی، نسبت دارایی‌های نقد به بدهی‌های نقد^۱ معادل ۶۰ درصد (در مقایسه با ۱۰۰ درصد استاندارد بین‌المللی) بود.^۲

باید توجه داشت که اگرچه بین سال‌های ۱۹۹۰ و ۱۹۹۶ میلادی کل بدهی خارجی برحسب نسبتی از تولید ناخالص ملی از ۱۳ به ۲۲ افزایش یافت، در مقایسه با سایر کشورهای آسیایی و آمریکای لاتین رقم پایینی بود.^۳ اما دو واقعیت وجود دارد که از مقادیر مطلق بدهی خارجی مهمتر است: اول، روند فزاینده آن از اوایل دهه ۱۹۹۰ میلادی و دوم حدود خطر بالای سیستم بانکی در استقرار خارجی کوتاه‌مدت.

۳-۴. گسترش اعتبار

راهبرد صنعتی اجرا شده در کره با آزادسازی سیستم مالی تقویت و سبب گسترش اعتبار داخلی شد. علاوه بر این، افزایش استقرار بانکی چند مشخصه مهم به شرح زیر داشت:

- بخش عمده اعتبارات با هدف تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های جدید در اختیار بخش خصوصی قرار گرفت و استقرار بخش عمومی نقش حداقلی داشت؛
- گسترش سریع اعتبارات، احتمال افزایش در تسهیلات مشکل‌دار را افزایش داد؛
- استقرار در اکثر موارد کوتاه‌مدت و عمدتاً برحسب پول خارجی بود؛
- مؤسسات مالی غیربانکی واسطه عمده وجوه بودند؛
- ۷۰ درصد کل بدهی شرکت‌ها مربوط به بخش بانکی بود و تأمین مالی مستقیم شرکتی نقش حداقلی داشت.^۴

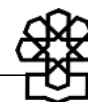
در سال‌های ۱۹۹۶ و ۱۹۹۷ میلادی اعتبار بانکی سالیانه بیش از ۲۰ درصد رشد کرد. علاوه بر این نسبت اعتبار بانکی به تولید ناخالص داخلی به سرعت در حال افزایش بود. حقیقت آن است که وام‌ها در فعالیت‌های ریسکی با نرخ بازدهی پایین سرمایه‌گذاری شدند. در نتیجه بسیاری از آنها به وام‌های معوق تبدیل شدند و فشار گسترده‌ای بر بخش بانکی وارد شد. در کنار رشد اعتبار داخلی، کل مطالبات در بخش خصوصی نیز در حال افزایش بود (نمودار ۸).

۱. دوره سه ماهه به‌عنوان ملاک نقد بودن در نظر گرفته شده است.

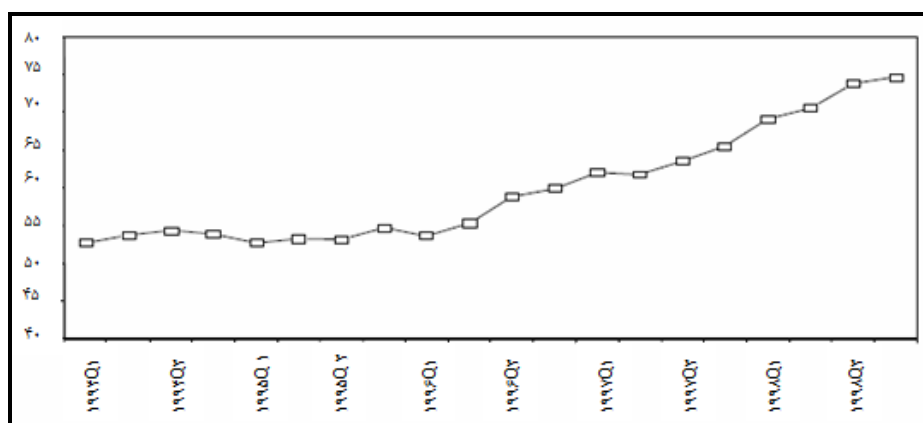
2. Nam et al. 1998.

۳. در سال ۱۹۹۶ میلادی، این نسبت در فیلیپین و تایلند به ترتیب ۵۶ و ۶۷ درصد بود. در مکزیک پیش از بحران سال ۱۹۹۴ میلادی معادل ۳۵ درصد بود. وضعیت در خصوص سایر شاخص‌ها نیز مشابه بود. در سال ۱۹۹۶ - ۱۹۹۷ میلادی سهم بدهی‌های خارجی در کل بدهی‌های سیستم بانکی کره حدود ۱۳ درصد بود، حال آنکه در همان زمان رقم مذکور در اندونزی به‌طور متوسط ۲۵ درصد بود. از سوی دیگر این نسبت در آرژانتین در سال ۱۹۹۷ میلادی به ۲۰ درصد افزایش یافت.

4. Dooley et al. 1999.



نمودار ۸. مطالبات بانکها از بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی



Source: Ibid.

بین سال‌های ۱۹۹۴ میلادی و سه ماهه اول سال ۱۹۹۶ میلادی، کل مطالبات بانکها به‌طور متوسط حدود ۵۵ درصد تولید ناخالص داخلی بود. از سه ماهه دوم این سال، نسبت مذکور به‌صورت سیستماتیک افزایش یافت و در شروع بحران به ۶۵ درصد رسید.

۴-۴. ارزیابی ریسک در سیستم بانکی

افزایش سریع اعطای وام از سوی بانکها که با قواعد سهل‌انگارانه تأمین و ارزیابی نامکفی ریسک تشدید شده بود در روند فزاینده تسهیلات مشکل‌دار متبلور شد. در واقع ارزیابی مناسب سلامت سیستم بانکی در قالب گزارش‌های منظم دوره‌ای ارائه نمی‌شد. ضمن آنکه افزایش تعداد شرکتها و بانکهای ورشکسته در اواخر سال ۱۹۹۷ میلادی و اوایل سال ۱۹۹۸ میلادی نیز به‌وضوح نشان از ناتوانی بانکهای کره‌ای در ارزیابی مناسب ریسک اعتباری داشت.

علاوه بر این اقتصاد کره در شاخص‌های مربوط به توانایی در بازپرداخت بخش بانکی نیز با مشکل مواجه بود. نسبت کفایت سرمایه بر مبنای اصول اساسی کمیته بال باید حداقل ۸ می‌بود. با این‌حال، مقررات داخلی سهل‌انگارانه تنها ۴ درصد را الزامی کرده بود. عوامل دیگری همچون وجود قواعد حسابداری آسان نیز وجود داشت که به مقامات امکان دستکاری در نسبت کفایت سرمایه را می‌داد. میزان فزاینده ضمانت‌های اعتباری خارج از ترازنامه بانکهای تجاری هشدار پیش از وقوع بحران بود. در سال ۱۹۹۶ میلادی، ضمانت‌های اعتباری خارج از ترازنامه برحسب کل دارایی‌ها معادل ۴۹/۳ درصد بود که از متوسط سال ۱۹۹۳ میلادی (۱۲/۵ درصد) بالاتر بود. البته بانکهای کره‌ای برای محدود کردن احتمال مشکلات مالی برخی قوانین احتیاطی داشتند، اما در اجتناب از ریسک‌های گسترده موفق نبودند.

۵. شروع بحران

تصویر کلی موقعیت بخش مالی و شرکتی کره پیش از وقوع بحران نشان از انباشت عدم تعادل‌های خرد اقتصادی برای مدت زمان طولانی داشت. اگرچه بحران در وهله نخست با خروج ناگهانی و گسترده سرمایه از کشور آغاز شد، عوامل دیگری نیز در بحران سال ۱۹۹۷ میلادی سهیم بوده‌اند. آزادسازی مالی بدون اعمال مقررات مناسب، اعمال کنترل‌های دولتی بلندمدت بر بخش مالی و حاکمیت شرکتی ضعیف از جمله عوامل کلیدی در بروز بحران بوده است. اما غیر از ضعف‌های ساختاری مطرح شده در قسمت‌های گذشته، علائم دیگری نیز در آسیب‌پذیری اقتصاد وجود داشت که در نهایت منجر به بحران ارزی شد. عمده‌ترین این نشانه‌ها را می‌توان به صورت موارد زیر برشمرد:

- کاهش سرعت رشد تولید ناخالص داخلی؛

- کاهش مداوم سطوح قیمت سهام، کاهش ارزش سهام شرکت‌ها و بانک‌ها و کاهش بیشتر

ارزش خالص آنها؛

- کاهش سریع رابطه مبادله که سبب بدتر شدن ترانزنامه بانک‌ها و چابول‌ها شد؛

- کاهش ارزش ین ژاپن در مقابل دلار آمریکا که رقابت‌پذیری خارجی کره را تضعیف کرد؛

- سقوط مالی در کشورهای همسایه.

با در نظر گرفتن ریسک‌هایی همچون ریسک ارز، ریسک سررسید و ریسک نکول بدهی خارجی، مشخص می‌شود که تمامی این عوامل به صورت جداگانه و یا در ترکیب با یکدیگر فشارهایی بر اقتصاد کره تحمیل کرده‌اند. این فشارها در نهایت اقتصاد این کشور را به رکود عمیق فرو برد.

اما حتی با مشکلات مالی مشخصی که شرکت‌های کره‌ای در اوایل سال ۱۹۹۷ میلادی با آن مواجه بودند، سرمایه‌گذاران خارجی تا سه ماهه دوم آن سال به خروج سرمایه خود از این کشور مبادرت نکردند. شاخص بازار سهام روندی مشابه روند نرخ ارز داشت؛ به نحوی که، در دسامبر ۱۹۹۷ میلادی شاخص سهام نیز معادل ۴۲ درصد کاهش یافت.

همچون سایر بحران‌های مالی (بانکی) ارزیابی مدل مناسب کره بسیار دشوار خواهد بود. به دلیل وجود مقررات شدید در بازار سلف^۱ ارز و فقدان بازار آتی^۲ ارزی، سناریوی حملات سوداگرانه در نتیجه کاهش انتظاری ارزش پول در خصوص کره به سادگی کاربرد ندارد،^۳ بلکه این

1. Forwards

2. Futures

3. Mishkin, et al, 2000.



بحران بیشتر پیامد رفتار جمعی طلبکاران خارجی در خروج سرمایه‌های خود بود. حقیقت آن است که کره سطح بالایی از بدهی کوتاه‌مدت داشت که در نهایت سبب بروز بحران شد. مجموعه‌ای از شاخص‌های کلان اقتصادی برای اندازه‌گیری احتمال بروز بحران مالی و ارائه تصویر صحیح از سلامت اقتصاد کره مطرح شده است. به دلیل عمق مسئله به منظور توضیح موضوع باید به اوایل دهه ۱۹۹۰ میلادی بازگشت. زمانی که آزادسازی مالی محدودیت‌های جریان سرمایه کوتاه‌مدت را کاهش داد، اما جریان‌ات سرمایه بلندمدت همچنان با محدودیت مواجه بودند. این موارد در کنار بی‌میلی دولت در از دست دادن نفوذ خود در بسیاری از بخش‌های اقتصاد و وقوع مجموعه‌ای از ورشکستگی‌های شرکت‌ها، اعتماد سرمایه‌گذاران را کاهش داد. بنابراین، بحران کره نتیجه تعامل میان بخش‌های سهامی و مالی است که در تنظیم قوانین احتیاطی با شکست مواجه شدند. نقش دولت در آرام کردن بازار نیز بسیار مهم بود، زیرا این سیاست گمراه‌کننده بود و به جای متوقف کردن بحران به آن دامن زد. لحن نومیدهانه و بیانیه‌های خشن در خصوص چشم‌انداز نگران‌کننده اقتصاد به سرمایه‌گذاران علامت بد داد. زمانی که دولت میزان ذخایر رسمی را در پایان نوامبر اعلام کرد، اعتماد بازار در خصوص میزان ذخایر خارجی قابل استفاده تضعیف شد و شاخص بازار سهام را بیشتر کاهش داد.

۶. رکود اقتصادی سال ۱۹۹۸ میلادی و بازیابی اقتصاد در سال ۱۹۹۹ میلادی

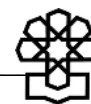
۶-۱. مداخله صندوق بین‌المللی پول در آسیا

در ۲۰ نوامبر ۱۹۹۷ میلادی، نرخ اوراق قرضه ارزی از ۲/۵ درصد به ۱۰ درصد افزایش یافت. یک روز پس از آن دولت از صندوق بین‌المللی پول درخواست حمایت کرد. در ۴ دسامبر همان سال هیئت اجرایی صندوق بین‌المللی پول موافقتنامه احتیاطی^۱ با کره به مبلغ ۲۱ میلیارد دلار طی سه سال آینده را با این فرض که رشد تولید ناخالص داخلی در سال ۱۹۹۸ میلادی معادل ۲/۵ درصد باشد تصویب کرد. بانک جهانی و بانک توسعه آسیایی نیز کمک‌های اضافی و فنی ۱۴ میلیارد دلاری ارائه کرد. سایر کشورها نیز ۲۲ میلیارد دلار به این کشور کمک کردند. کل مبلغ اعطا شده به کره معادل ۵۸/۴ میلیارد دلار بود، اما تخصیص این اعتبارات مبتنی بر شرایط خاص ذیل بود:

1. Stand – by Agreements

برنامه اقتصادی صندوق بین‌المللی پول دربردارنده کمک مالی به اعضا در پاسخ به نیاز آنها به کمک‌های مالی است که عمدتاً از بحران مالی ناشی شده است. در عوض این برنامه اقتصادی انجام برخی اصلاحات در کشور دریافت‌کننده کمک را با هدف بازگرداندن آن در مسیر ثبات مالی و پایداری اقتصادی الزامی می‌کند. در واقع این برنامه زیرمجموعه‌ای از برنامه‌های صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی است که با هدف تعدیل ساختاری انجام می‌شود.

- تجدید ساختار جامع بخش مالی با سیاست‌های شفاف، دارای انضباط نظارتی و ارتقای استقلال بانک مرکزی.
 - افزایش پایه مالیات بر درآمد شرکت‌ها و مالیات بر ارزش افزوده به منظور تأمین هزینه‌های تجدید ساختار مالی؛
 - خاتمه دادن به روابط میان دولت، بانک‌ها و شرکت‌ها و همچنین بهبود در رویه‌های حسابداری (صورت‌حساب‌های مالی شرکت‌ها باید به صورت تلفیقی تهیه می‌شد)، حسابرسی مناسب (ارائه گواهینامه حسابرس خارجی) و ارتقای استانداردهای افشای اطلاعات مالی؛
 - اجرای اقدامات آزادسازی تجارت و حساب سرمایه (آزادسازی جریان‌ات سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و باز کردن بازارهای پول، اوراق بهادار و سهام به روی جریان‌ات ورودی سرمایه)؛
 - اصلاحات بازار کار؛
 - انتشار و اشاعه داده‌های مالی و اقتصادی کلیدی.
- با این حال اعلام این برنامه به تثبیت نرخ ارز کمکی نکرد و ذخایر ناخالص ارزی قابل استفاده در اواخر دسامبر ۱۹۹۷ میلادی به ۸/۹ میلیارد دلار کاهش یافت. در سه ماهه چهارم سال ۱۹۹۷ میلادی، خالص جریان‌ات خروجی سرمایه قابل توجه بود (۲۴/۹ میلیارد دلار سال ۱۹۹۷ در مقایسه با ۷ میلیارد دلار جریان‌ات ورودی سرمایه در دوره مشابه سال ۱۹۹۶ میلادی). این میزان بیشتر از انتظار اولیه صندوق بین‌المللی پول بود (خالص جریان‌ات خروجی سرمایه در برنامه معادل ۱۱/۱ میلیارد دلار در دسامبر ۱۹۹۷ میلادی و جریان‌ات ورودی سرمایه معادل ۳/۳ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۸ میلادی در نظر گرفته شده بود).
- نسخه صندوق بین‌المللی پول برای مدیریت بحران با توجه به شرایط تعدیل بلندمدت**
- تحمیل شده می‌توانست نگران‌کننده باشد، اما نقش دولت کره نیز سؤال برانگیز بود. با تزریق سرمایه به شرکت‌های در حال سقوط توسط دولت، سرمایه‌گذاران بر تعهدات خود نسبت به تجدید ساختار بازار باقی نماندند. در نتیجه، نرخ ارز بین ۷ تا ۱۴ دسامبر ۱۹۹۷ میلادی معادل ۴۰ درصد کاهش یافت. شاخص بازار سهام نیز در نیمه اول دسامبر ۱۷ درصد کاهش یافت. این سریع‌ترین کاهش از ابتدای ماه اکتبر بود. به موازات شتاب‌گیری بحران، دفاع از ارزش وون غیرممکن شد و انتشار اوراق قرضه ارزی در ۱۶ دسامبر لغو شد. هشت روز بعد، برنامه حمایتی صندوق بین‌المللی پول اصلاح شد و در آن انقباض بیشتر پول، تسریع در آزادسازی بازار سرمایه و پول، تجدید ساختار بخش مالی و همچنین آزادسازی تجاری لحاظ شد. در سایه چنین مداخلاتی، در ۸ ژانویه



درجاتی از ثبات نرخ ارز حاصل شد. در ۲۸ ژانویه ۱۹۹۸ میلادی، طلبکاران بین‌المللی بر کاهش بدهی کوتاه‌مدت به میزان تقریباً ۲۴ میلیارد دلار توافق کردند. این توافقنامه در ماه مارس امضا شد و به موجب آن بدهی کوتاه‌مدت کره از ۶۱ میلیارد دلار به ۴۲ میلیارد دلار در اواخر آوریل ۱۹۹۸ میلادی کاهش یافت که به افزایش ذخایر ارزی قابل استفاده کمک کرد.

در ۷ دسامبر ۱۹۹۸ میلادی، چارچوب برنامه کلان اقتصادی بازنگری شد و در آن رشد تولید ناخالص داخلی برای سال ۱۹۹۸ میلادی ۱ درصد، کسری مالی به میزان ۱ درصد تولید ناخالص داخلی و توسعه اصلاحات در بخش مالی به منظور تثبیت بازپرداخت بدهی‌های کوتاه‌مدت در نظر گرفته شد. با توجه به شکنندگی نرخ ارز، سیاست پولی همچنان انقباضی بود. در تجدیدنظر این برنامه تعداد ابزارهای مالی در اختیار سرمایه‌گذاران خارجی افزایش یافت. از سوی دیگر، شرکت‌های داخلی دسترسی آسان‌تری به بازارهای سرمایه خارجی داشتند و انتظار می‌رفت که اقدامات لازم برای بهبود شفافیت کامل شرکت‌ها (یعنی معرفی کمیته حسابرسی خارجی) انجام شود.

در دوم می ۱۹۹۸ میلادی، مقامات کره‌ای دومین مرحله از برنامه تجدید ساختار اقتصادی را انجام دادند. کسری مالی سال ۱۹۹۸ میلادی در سطح ۲ درصد تولید ناخالص داخلی تنظیم شده بود. سایر تغییرات شامل معرفی اقدامات برای تقویت ایمنی اجتماعی، کاهش محدودیت‌های مبادلات ارزی و مالکیت خارجی دارایی‌های خاص بود. بار دیگر پیش‌بینی نرخ رشد تولید ناخالص داخلی برای سال ۱۹۹۸ میلادی به منفی ۲ درصد تغییر کرد. غیر از تنظیم چارچوب سیاستی جدید، انتشار موفق اوراق قرضه با پشتوانه^۱ همراه با مازاد حساب جاری و حجم قابل توجه جریانات ورودی سرمایه نیز سهم ذخایر خارجی قابل استفاده را به ۳۴/۴ میلیارد دلار افزایش داد. اگرچه آسیب‌پذیری بازار ارز کاهش یافته بود و نرخ‌های بهره پایین بودند، ولی سیاست پولی در خصوص حفظ ثبات نرخ ارز محتاطانه بود. ارزش وون در برابر دلار آمریکا کمی تقویت شد و در اواسط سال ۱۹۹۸ میلادی نسبتاً باثبات شد و نرخ بهره به سطح پیش از وقوع بحران بازگشت. در آن زمان کسری مالی ۵ درصد تولید ناخالص داخلی پیش‌بینی شده بود. طبق پیش‌بینی، مقرر شده بود نرخ رشد تولید ۴ درصد کاهش یابد. از آنجا که نرخ تورم تعدیل شده بود، متوسط نرخ تورم برای سال ۱۹۹۸ میلادی معادل ۹ درصد پیش‌بینی شده بود. کاهش شدید واردات و بهبود صادرات سبب شد حساب جاری به مازادی معادل ۱۰ درصد تولید ناخالص داخلی دست یابد. در سایه رکود اقتصادی شدید، برداشتن گام‌های بیشتری به سمت تجدید ساختار بخش‌های مالی و شرکت‌ها

اجتناب‌ناپذیر بود.^۱ با توجه به روند فزاینده تسهیلات غیرجاری، دولت ۴۱ میلیارد وون تسهیلات (۱۰ درصد تولید ناخالص داخلی) برای مقابله با معضل تسهیلات غیرجاری و تجدید ساختار بانک‌ها اختصاص داد. در نتیجه اغلب بانک‌های کره‌ای نسبت کفایت سرمایه‌ای بین ۱۰ تا ۱۳ درصد به دست آوردند. شتاب رکود اقتصادی به قدری ناگهانی بود که بار دیگر پیش‌بینی تولید ناخالص داخلی در آگوست ۱۹۹۸ میلادی به منفی ۵ درصد اصلاح شد. بودجه مکمل برای افزایش مخارج مورد نیاز تجدید ساختار بخش‌های آسیب‌دیده تنظیم شد. با این حال، ثبات بازار ارز امکان کاهش بیشتر نرخ‌های بهره شبانه عندالمطالبه^۲ را از ۲۵ درصد در ابتدای سال به ۸/۵ درصد در اواخر دسامبر فراهم کرد. این امر به شرکت‌های آسیب‌دیده کمک کرد و تعداد ورشکستگی‌ها را از ۳۰۰۰ به ۱۴۰۰ مورد طی همین دوره کاهش داد.^۳

۲-۶. محیط کلان اقتصادی پس از بحران

پس از بروز بحران، کره به سمت رکود اقتصادی شدیدی حرکت کرد که حتی صندوق بین‌المللی پول نیز آن را پیش‌بینی نکرده بود. همان‌گونه که پیش‌تر عنوان شد، پیش‌بینی‌های رشد در کنار سایر مؤلفه‌های برنامه تجدید ساختار به سمت پایین تجدیدنظر می‌شد، علاوه بر این در راستای تطابق فعالیت‌های اقتصادی ضعیف و هزینه‌های تجدید ساختار مالی، کسری مالی نیز اصلاح شد. وجود نرخ‌های بهره بالا (۲۵ درصد در ژانویه ۱۹۹۸ میلادی) برای دستیابی به ثبات نرخ ارز فشار بسیاری بر بخش واقعی اقتصاد تحمیل کرده بود. در نیمه اول سال ۱۹۹۸ میلادی، تولید ناخالص داخلی نسبت به سال قبل به ۳/۵- درصد سقوط کرد و طی کل سال نیز رشد منفی به میزان ۷/۶ درصد را تجربه کرد. کاهش تولید عمدتاً ناشی از کاهش سریع تقاضای داخلی بود. تغییر سالیانه مصرف خصوصی و عمومی به ترتیب ۶/۹- و ۱/۰- درصد بود. تشکیل سرمایه ثابت ناخالص ۲۱ درصد کاهش یافت که خود نقش بسزایی در کاهش تولید داشت. صادرات ۱۳ درصد کاهش یافت، اما کاهش واردات ۲۲ درصد بود. طی نیمه اول سال ۱۹۹۸ میلادی نرخ بیکاری به ۳/۶ درصد افزایش یافت و در اواخر سال به حداکثر خود ۸/۶ درصد رسید (نرخ بیکاری طی دوران پیش از بحران از ۳ درصد تجاوز نکرده بود). بودجه تلفیقی دولت مرکزی در مقایسه با مازاد دوره پیش از بحران، کسری ۴ درصد از تولید ناخالص داخلی را به خود اختصاص داد. تورم سالیانه در سه

۱. در این ارتباط ۹۴ مؤسسه مالی به حالت تعلیق درآمده و یا تعطیل شدند. Nam et al. 1999.

2. Overnight Call Rate

3. Nam et al. 1999.



ماه اول سال به ۸/۹ درصد رسید، اما در سه ماهه چهارم به ۳/۹ درصد کاهش یافت که کمتر از دوره پیش از بحران بود.

رکود اقتصادی سال ۱۹۹۸ میلادی به سال ۱۹۹۹ نیز تسری یافت و تنها برخی نشانه‌های ثبات در نیمه دوم سال ۱۹۹۸ مشاهده شد که به تقویت سرمایه‌گذاری کمک کرد. در سه ماهه سوم سال ۱۹۹۹ میلادی، تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در مقایسه با سطح سال ۱۹۹۸ میلادی معادل ۴/۸ درصد افزایش یافت. رشد تولید ناخالص داخلی در اواخر سال ۱۹۹۹ میلادی به ۱۰ درصد رسید که ناشی از سیاست‌های پولی و مالی بود. نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت از ۲۳ تا ۲۵ درصد به ۵ درصد کاهش یافت که به نوبه خود هزینه‌های استقراض را به میزان قابل توجهی کاهش داد.

علاوه بر این نرخ‌های بهره پایین به بانک‌ها و چابول‌ها در تحمل هزینه‌های تجدید ساختار بدهی کمک کرد. کسری بودجه به ۳ درصد تولید ناخالص داخلی کاهش یافت. رشد واردات کاهش یافت و مازاد حساب جاری به حدود ۶ درصد تولید ناخالص داخلی رسید. نرخ ارز در حدود ۱۲۰۰ وون به ازای هر دلار آمریکا به ثبات رسیده بود. با این حال دو مورد استثنا در این بهبود قابل توجه وجود داشت. نخست نرخ بیکاری ۶/۳ درصدی که به‌رغم کاهش سریع باز هم نسبت به دوران پیش از وقوع بحران بسیار بالا بود و دوم فروپاشی گروه دو^۱ در اواسط سال ۱۹۹۹.

نتیجه‌گیری

بحران مالی کره جنوبی در سال ۱۹۹۷ میلادی را به‌لحاظ نظری نمی‌توان به هیچ یک از انواع مدل‌های بحران ارزی در ادبیات آن زمان نسبت داد. با این حال، با معرفی نوع سوم مدل‌های بحران ارزی می‌توان تجربه کره جنوبی را در این گروه طبقه‌بندی کرد. هرچند پیشینه کلان اقتصادی سالم یک پیش‌شرط است، اما نرخ‌های بالای رشد به نوبه خود تضمینی برای موفقیت اقتصادی بلندمدت نیست. در جمهوری کره، چابول‌های با نسبت‌های اهرمی بالا در مقابل شوک‌هایی همچون کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران آسیب‌پذیر بودند.

آزادسازی ناقص به‌جای پذیرش سرمایه بلندمدت سبب جریان‌ات ورودی سرمایه کوتاه‌مدت شد. علاوه بر این و حتی مهمتر، چابول‌ها کارآمد نبودند و عمدتاً مبتنی بر روابط خانوادگی بودند. ارتباط تنگاتنگ میان چابول‌ها، بانک‌ها و دولت شفافیت بخش مالی و شرکت‌ها را عملاً غیرممکن کرده بود. تعداد ابزارهای مالی در دسترس مؤسسات مالی بلافاصله پس از آزادسازی بخش مالی افزایش یافت. با اتمام زمان مداخله صندوق بین‌المللی پول در کره، اعضای هیئت اجرایی صندوق

بین‌المللی پول بر احیای مجدد و چشمگیر اقتصاد کره از بحران ۱۹۹۷ میلادی تأکید داشتند. البته با توجه به سیاست‌های حمایتی کلان اقتصادی و نرخ ارز رقابتی، اصلاحات ساختاری گسترده در راستای رفع نقاط ضعف عمده بحران ارزی، افزایش گرایش به بازار، بهبود اعتماد و فضای کسب‌وکار در نتیجه اجرای سیاست‌های کلان اقتصادی و ایجاد ذخایر ارزی، این بهبود دور از انتظار نبود.

در مجموع درس‌های بحران مالی و ارزی کره را می‌توان به صورت موارد زیر برشمرد:

۱. در شرایطی که مشکلات ساختاری در اقتصاد نهادینه شده باشد، گشایش بازار سرمایه و ادغام بازار مالی در بازارهای سرمایه بین‌المللی سبب تضعیف اقتصاد کشور می‌شود. برای بقا در بازار سرمایه بین‌المللی، کشورها نه تنها باید بر انضباط کلان اقتصادی تأکید کنند بلکه باید بر بنیان‌های کلان اقتصادی مناسب نیز توجه داشته باشند. آزادسازی کامل مؤسسات مالی داخلی زمانی که دارایی‌های آنها به لحاظ کیفی غیرقابل اعتماد است پرمخاطره می‌باشد. به بیان دیگر، یک کشور در زمان باز کردن بازارهای مالی خود باید سریعاً مشکلات نظام بانکاری و بخش شرکتی خود را بررسی کند.

۲. عدم نظارت و تنظیم نادرست ساختار بدهی و دارایی خارجی مؤسسات مالی حتی در صورت اتخاذ رویکرد محتاطانه نسبت به گشایش بازار سرمایه می‌تواند سبب بروز بحران ارزی شود. در این ارتباط به منظور محدود کردن جریان سرمایه کوتاه‌مدت، دولت سرمایه‌گذاری خارجی در بازار اوراق بهادار داخلی را محدود می‌کند، زیرا ناتوانی در کنترل عدم تطابق سررسید دارایی‌ها و بدهی‌های خارجی مؤسسات مالی یکی از دلایل بروز بحران ارزی است.

۳. اتخاذ سیاست مالی انقباضی (افزایش‌های پایدار نرخ بهره) در اقتصادی که به صورت توأمان با بحران ارزی و بانکی مواجه است، واکنش سیاستی مناسبی نیست. زمانی که اقتصادی اعتماد سرمایه‌گذاران و طلبکاران خارجی خود را از دست می‌دهد و با بحران ارزی مواجه می‌شود، افزایش شدید نرخ بهره داخلی راه را برای تضعیف سرمایه‌گذاری خارجی هموار می‌کند. اگرچه سیاست نرخ‌های بهره بالا به صورت موقت می‌تواند از خروج زیاد جریان‌های سرمایه و کاهش ارزش ارز ممانعت کند، اما هزینه آن زیاد است. گزینه‌های جایگزین آن می‌تواند موارد زیر باشد:

- اجرای کنترل موقت ارزی،

- به تأخیر انداختن کنترل ارز در عین حفظ نرخ بهره در سطح متوسط.

کشوری که با بحران‌های ارزی و مالی مواجه است، به دلیل کاهش سریع سرمایه‌گذاری داخلی و تقاضای مصرفی با مشکل مواجه است، نرخ‌های بهره بالا دارایی‌های غیرعملیاتی بانک‌ها و هزینه



نهایی تجدید ساختار مالی را افزایش می‌دهد و تمایل سرمایه‌گذاران بالقوه خارجی را کاهش می‌دهد.

چنانچه کره جنوبی در عین کاهش نرخ‌های بهره، کنترل نرخ ارز جریان‌های خروجی سرمایه را حفظ می‌کند (برای ممانعت از فرار سرمایه و یا تبدیل سپرده‌ها به دلار) بهتر و راحت‌تر می‌توانست از بحران رهایی یابد.

درس‌هایی از بحران ارزی کره جنوبی برای اقتصاد ایران

اقتصاد کره جنوبی در زمان بحران ارزی در اواخر دهه ۱۹۹۰ میلادی شرایطی متفاوت از شرایط فعلی اقتصاد ایران داشت. به‌طور دقیق‌تر، در آن زمان رشد اقتصادی در کره جنوبی بالا بود و جریان ورودی سرمایه خارجی به این کشور نیز در سطح بالایی بود. این در حالی است که رشد اقتصادی ایران در حال حاضر به دلیل محدودیت‌های ناشی از تحریم‌های اقتصادی پایین (و طبق گزارشات رسمی منفی) و جریان سرمایه خارجی به ایران نیز ضعیف است؛ با این حال، نکات اشتراکی نیز میان تجربه کره جنوبی و ایران وجود دارد که می‌توان از آن برای اقتصاد ایران درس‌هایی آموخت.

۱. گسترش و آزادسازی بخش بانکی بدون توجه همزمان و موازی به بازار سرمایه از یک سو و نظارت ناکافی بر بازار پول، به‌ویژه مؤسسات مالی غیربانکی.

در کره جنوبی بخشی از بحران ناشی از عملکرد مؤسسات مالی غیربانکی بود که به دلیل نظارت ناکافی بانک مرکزی این کشور و عدم توجه به مقررات احتیاطی، در نهایت مشکل بزرگ تسهیلات غیرجاری را در کره ایجاد و اعتماد سرمایه‌گذاران را از این کشور سلب کردند. در ایران نیز با توجه به گسترش بازار پول و افزایش هر روزه این مؤسسات و همچنین بانک‌های جدیدالتأسیس، بانک مرکزی باید نظارت کافی و صحیح بر آنها داشته باشد، در غیر این صورت این مؤسسات خود زمینه‌ساز بحران خواهند شد. از سوی دیگر در کره جنوبی در زمان بحران، بازار سرمایه عملکرد مناسبی نداشت و شرکت‌ها بیشتر برای تأمین مالی تمایل به تأمین مالی از طریق بانک‌ها داشتند. در ایران در حال حاضر بازار سرمایه هنوز نقش اساسی در تأمین مالی شرکت‌ها ایفا نمی‌کند که این موضوع سبب اتکای بیش از اندازه شرکت‌ها به تسهیلات بانکی شده است. این امر با عنایت به اینکه روند تسهیلات غیرجاری نیز با نرخ بالایی در حال تقویت است، ممکن است به بحران نظام بانکی و حتی اقتصادی منجر شود. لذا سیاست مناسب در حال حاضر اولاً باید توسعه بازار سرمایه باشد تا از این رهگذر شرکت‌ها تمایل بیشتری به تأمین مالی مستقیم از مردم داشته باشند

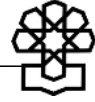
و بخشی از بار آنها از دوش بانک‌ها برداشته شود و ثانیاً باید از اعمال سیاست‌های تکلیفی بر نظام بانکی که عاملی برای ایجاد رانت و افزایش معوقات بانکی است، پرهیز شود.

۲. ریشه بحران مالی کره جنوبی ساختار شرکت‌های غول‌پیکر این کشور و حمایت‌های زیاد دولت از آنها بود. مشابه این شرکت‌ها در حال حاضر در ایران می‌توان به شرکت‌های بزرگ متعلق به بخش عمومی غیردولتی اشاره کرد که در اکثر فعالیت‌های اقتصادی وارد می‌شوند و نفوذ اقتصادی بالایی دارند.

با توجه به تجربه کره جنوبی می‌توان گفت: هرچه این ساختار شرکتی بزرگ‌تر باشد، ضرورت‌های وجود شفافیت در فعالیت آنها بیشتر می‌باشد، زیرا در غیر این صورت عملاً باری به دوش دولت خواهند بود و به محض ایجاد نقصانی در حمایت دولت از این شرکت‌ها، زمینه‌ساز بحران خواهد بود. واگذاری شرکت‌های بزرگ شبه‌دولتی فوق‌الذکر به بخش غیردولتی و اعمال نظارت دقیق و شفاف بر فعالیت آنها از سوی نهادهای ناظر می‌تواند در این زمینه کارگشا باشد.

۳. فشار دولت به بانک‌ها برای هدایت منابع آنها به سمت و سویی است که دولت در نظر دارد. این امر می‌تواند کارآیی تخصیص منابع بانکی را با مشکل مواجه سازد و اقتصاد را از مسیر اصلی خارج کند.

تجربه کره جنوبی نشان داد که اعمال سیاست‌های کنترل اعتباری حتی در اقتصادی که به سرعت در تمامی زمینه‌ها رشد می‌کند نیز می‌تواند سبب بروز بحران و انباشت بدهی‌های غیرجاری به بخش بانکی شود. علاوه بر این، نفوذ شرکت‌های بزرگ و عدم توانایی بانک‌ها در دریافت مطالبات خود از آنها که با حمایت و هدایت دولت پرداخت شده است می‌تواند زمینه‌ساز فروپاشی بخش بانکی و به تبع آن اقتصاد ایران باشد. باید پذیرفت که اصل اساسی در عملیات بانک‌ها باید ارزیابی صحیح طرح‌های متقاضیان بانک‌ها باشد و نباید نفوذ شرکت‌های بزرگ و حمایت دولت به این فرآیند خدشه‌ای وارد کند.



1. Agenor P., J. Aizenman. "Financial Sector Inefficiencies and Coordination Failures. Implication for Crisis Management". NBER Working Paper No. 7446, December 1999.
2. B'aszkievicz Monika, The South Korean Currency Crisis, Center for Social and Economic Research, No 39, 2001.
3. Balino T., et al. "The Korean Financial Crisis of 1997 – A Strategy of Financial Sector Reform". International Monetary Fund, Working Paper No. 28, 1999.
4. Bank For International Settlements, Annual Report 1997, 1998.
5. Blondal S., H. Christiansen. "The Recent Experience with Capital Flows to Emerging Market Economies". OECD, Working Paper No. 3, 1999.
6. Browski, Marekd, The Episodes of Currency Crisis in Latin American and Asian Economies, Center for Social and Economic Research, No 39, 2001.
7. Cailloux J., S. Griffith-Jones. "Global Capital Flows to East Asia. Surges and Reversals, Institute for Development Studies". University of Sussex, November, 1999.
8. Chong Nam, Joon-Kyung Kim, Yeongjae Kang, Sung Wook Joh, and Jun-Il Kim, Corporate Governance in Korea, OECD Conference on Corporate Governance in Asia: A Comparative Perspective, March, 1999.
9. Claessens, S., Balance of Payments Crises in an Optimal Portfolio Model, European Economic Review, 1991, 35, 1991.
10. Claessens Stijn and M. Ayhan Kose, Financial Crises: Explanations, Types, and Implications, IMF Working Paper No. 13/28, 2013.
11. Corsetti, et al. "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?". Part I: Macroeconomic Review, NBER Working Paper No. 6833, <http://www.nber.org/papers>, 1998.
12. Corsetti, G., Pesenti, P., & Roubini, N. What caused the Asian currency and financial crisis? Japan and the World Economy, 11, 305–373, 1999.
13. Dooley M.P., S. Inseok. "Private Inflows when Crises are Anticipated: A Case Study of Korea". Financial Supervisory Service, Monthly Review, Volume I No. 8., August 2000 <http://www.fss.or.kr>, 2000.
14. Flood, R., and N. P. Marion, "Policy Implications of "Second Generation" Crisis Models," IMF Staff Papers, Vol.44, No.3, 1997.
15. Hahm Joon-Ho and Mishkin F. S. "Causes of the Korean Financial Crisis: Lessons for Policy". NBER Working Paper No. 7483, 2000.
16. International Finance Discussion Paper No. 544, Board of Governors of the Federal Reserve, March.
17. International Monetary Fund, International Financial Statistic, various issues.
18. Kaminsky G., C. Reinhart. "The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance of Payments Problems", 1996.
19. Lane, et al. "IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand. A Preliminary Assessment". International Monetary Fund, Occasional Paper No. 178, Washington, 1999.
20. Mako W.P. "Corporate Restructuring in Korea and Thailand". OECD Conference on Corporate Governance in Asia: A Comparative Perspective, 1999.
21. Mishkin F.S. "Understanding Financial Crisis: Developing Country Perspective". NBER, Working Paper No. 5600, 1996.
22. Obstfeld, M., and K. Rogoff, Ruling Out Divergent Speculative Bubbles, Journal of Monetary Economics, Vol. 17, No. 3, 1986.
23. OECD Economic Surveys, 1997–1998, Korea. Park D., C. Rhee (1998). "Currency Crisis in Korea: How Has It Been Aggravated".

24. Sang-Loh Kim. "Current Trends and Prospects of Korean Economy and its Restructuring", 2000.
25. Tribhuvan N. Puria, *et al*, An analysis of currency crisis in South Korea, Global Finance Journal 13, 2000.
26. Yoon Je Cho, Changyong Rhee. "Macroeconomic Views of the East Asian Crisis: A Comparison". Paper prepared for the World Bank Conference, "Asian Corporate Recovery: Corporate Governance and Role of Governments", Bangkok, Thailand, 1999.
27. Bank of Korea, various issues, <http://www.bok.or.kr>



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۳۶۲۶

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: تجربه بحران ارزی کره جنوبی در دهه ۱۹۹۰ (درس‌هایی برای ایران)

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی)
تهیه و تدوین‌کنندگان: حسن حیدری، بهاره عریانی
ناظران علمی: صمد عزیزنژاد، محمد سلیمانی
متقاضی: معاونت پژوهش‌های اقتصادی
ویراستار تخصصی: _____
ویراستار ادبی: _____

واژه‌های کلیدی:

۱. بحران ارزی
۲. نظام ارزی
۳. سیاست‌های پولی



تاریخ انتشار: ۱۳۹۳/۲/۱۰