

بحران مالی و اقتصادی غرب ریشه‌ها و آثار



بخش نخست

علی کیال

شرکت کنسرسی در میزگرد



بهروز هادی زنونز؛ دکتری اقتصاد از دانشگاه علامه طباطبایی، عضو هیئت علمی دانشگاه علامه طباطبایی، مشاور مرکز پژوهشهای مجلس شورای اسلامی، عضو انجمن اقتصاددانان خاورمیانه.



حسن مهدیزاده؛ دانشجوی سال آخر چارتر مدیریت مالی انجمن سلطنتی مدیران مالی انگلستان، دارای ۱۷ سال تجربه در حوزه‌های مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری و بورس در انگلستان، مشاور مالی بین‌المللی در موسسه‌های بزرگ ایرانی.



داود مسکریان حقیقی؛ عضو هیئته جامعه حسابداران خیره در انگلستان (FCCA)، دانشجوی دکتری مدیریت استراتژیک (در حال گذراندن پایان‌نامه)، دارای سه دهه فعالیت در سطوح ارشد مدیریتی، مدیرعامل و عضو هیئت علمی سازمان مدیریت صنعتی



رحیم رحیم زاده اسکویی؛ دکتری اقتصاد اجتماعی از آلمان، عضو هیئت علمی دوره کارشناسی ارشد و مشاور عالی سازمان مدیریت صنعتی.



علی دینی؛ عضو هیئت علمی موسسه مطالعات و پژوهشهای بازرگانی، صاحب‌نظر و تحلیلگر مسائل اقتصادی، استاد دانشگاه علامه طباطبایی.

اشاره

و حمایت گسترده دولت از آنان، نبود نظارت کافی بر چگونگی پرداخت وامها و بازارهای پولی و مالی و سرانجام پایبند نبودن مدیران به اخلاق و رفتارهای حرفه‌ای از جمله عواملی است که به ایجاد و توسعه این بحران و رکود در بازارهای جهانی منجر شده است.

با آغاز رکود جهانی، قیمت نفت در چند ماه اخیر به شدت کاهش یافته و از ۱۴۰ دلار در هر بشکه به زیر ۵۰ دلار رسیده و در نهایت کاهش شدید درآمد نفتی کشور را در پی داشته است. اگرچه به علت نبود ارتباط قوی بازارهای پولی و مالی ایران با بازارهای جهانی، تاثیر این بحران در بازارهای ما فعلاً زیاد نیست، اما این بحران حاوی فرصتها و تهدیدهای بسیاری برای اقتصادهای نوپا و رو به رشد، نظیر کشور ماست که نباید مورد غفلت قرار گیرد.

اهمیت موضوع و اثرات بحران پولی و مالی آمریکا بر اقتصاد کشورمان، موجب شده است که تدبیر نسبت به برگزاری میزگرد حاضر با شرکت چند تن از اقتصاددانان و مدیران مالی اقدام کند. مباحث میزگرد در دو بخش تقدیم علاقه‌مندان می‌شود: در بخش نخست، تلاش شده است تا ریشه‌ها و پیامدهای بحران از زوایای گوناگون مورد تحلیل و بررسی قرار گیرد و در بخش دوم نیز آثار بحران بر اقتصاد کشور ما، مورد نقد و بررسی قرار خواهد گرفت.

با امید به اینکه این گونه مباحث، شناخت بیشتر تنگناهای رشد اقتصادی، صنعتی و بازرگانی کشور را در پی داشته باشد، از شما دعوت می‌کنیم که خواننده نخستین بخش میزگرد باشید.

اغلب کارشناسان، عوامل مختلف، به ویژه دو عامل عمده نبود نظارت کافی بانک مرکزی آمریکا بر پرداخت وامها و هزینه‌های سنگین حضور نیروهای آمریکایی در عراق و افغانستان را خاستگاه بحران پولی و مالی آمریکا دانسته‌اند.

ابعاد بزرگ اقتصاد آمریکا و پیوستگی بازارهای مالی جهان باعث شده است که تنش سنگینی که زمزمه‌های آن از ماهها پیش در آمریکا شنیده می‌شد، بیشتر بازارهای مالی جهان، از جمله اروپا و آسیا را زیر تاثیر خود قرار دهد. این پدیده که از آن به نام *سونامی* یاد می‌شود، اگرچه ابتدا به ایجاد بحران در بورس‌های جهانی منجر شد، اما خیلی زود به کالاهای اساسی هم رسید و بازار فلزات و حتی نفت را هم دربرگرفت و از این مرحله به بعد، در اقتصادهای جزیره‌ای، نظیر اقتصاد ما تاثیر گذاشت.

بی‌شک تورم، بی‌ثباتی و بحرانهای مالی و کالایی، سفته‌بازی و مبادلات صوری، از پیامدهای الگوهای رایج اقتصادی جوامع لیبرالیستی به ویژه آمریکاست که جوامع دیگر جهان را نیز با ناپایداری روبه‌رو کرده است. بحران اقتصادی غرب، بیانگر این واقعیت است که ابزارهای مالی به کار گرفته شده، با به حاشیه راندن سرمایه‌های حقیقی، موجب توسعه نامنی در بازار شده، سلامت اقتصادی را مختل کرده است.

به گفته اقتصاددانان: اقتصاد آمریکا بدهکارترین اقتصاد جهان است. بدهی سنگین دولت آمریکا، توسعه غیرعادی بخش مالی این کشور، بی‌اعتنایی کارگزاران *وال استریت* به قواعد بازار آزاد

مهدی زاده: در جلسه امروز موضوع بحران در بازارهای مالی دنیا را مورد بحث قرار می‌دهیم و به همین منظور اجازه بفرمایید اول تعریف درستی از بازار مالی داشته باشیم، تا بعد بتوانیم از این تعریف استفاده کرده و مسئله بحران را در این بازارها پیگیری کنیم.

در بحث مدیریت مالی، ما بازارهای مالی دنیا را به چهار بازار اصلی تقسیم می‌کنیم:

۱. بازار سرمایه (Capital Market) که همان بازار بورس اوراق بهادار است.
۲. بازار پول و اعتبار (Money and Credit Market) که همان

لندن (London Metal Exchange) یا LME و (New York Metal Exchange) یا NYMEX بازار فلزات نیویورک مورد معامله قرار می‌گیرد، باشد.

بنابراین وقتی درباره بحران در بازارهای مالی صحبت می‌کنیم باید در نظر داشته باشیم که راجع به چه بازاری صحبت می‌کنیم و سعی کنیم اثرات بحران را در این چهار بازار، چه قبل از شروع بحران و چه بعد از آن، به درستی به تصویر بکشیم.

بر این اساس از استادان حاضر در جلسه خواهش می‌کنم با در نظر گرفتن این موضوع، بحث را طوری هدایت کنیم

در کنار هم مغازه داشته باشند، ولی زمان دیگر می‌گویند اشکالی ندارد که دو مغازه با کسب و کار یکسان در کنار هم باشند، چون رقابت را تشدید می‌کنند و مغازه دار می‌بایستی با اخلاق خوب خودش مشتری را جلب کند و نه اینکه مردم منطقه مجبور باشند حتماً از او خرید کنند. بنابراین امروزه اثرات این آزاد سازی قانونی را در مناطقی از تهران، مثل بازار لوازم خانگی سه راه امین حضور و بازار مبلمان یافت آباد به خوبی می‌بینیم، که مغازه های مشابه در کنار یکدیگر برای جلب رضایت مشتری به رقابت برخاسته‌اند و جالب اینجاست که هیچکدام از این مغازه ها نیز اعتراضی به



بانکها و موسسات اعتباری هستند.

۳. بازار تأمین اطمینان (Covering Market) که همان شرکتهای بیمه و یا موسساتی هستند که اکثر ریسک‌ها را، چه فیزیکی و چه مالی، پوشش می‌دهند و در نتیجه شامل بازارسازان (Market Makers) و صندوقهای اتکایی (Hedge Funds) که در بازار سرمایه بیشتر فعالیت می‌کنند نیز می‌شود.

۴. بازار کالایی (Commodity Market) که می‌تواند شامل هر کالای فیزیکی مثل: طلا، نقره، روی، نفت و..... مواد پتروشیمی باشد که در بازارهایی مثل بازار فلزات

تا بتوانیم تأثیرات این بحران را در هر یک از این بازارها برای خوانندگان محترم مجله به بوته نقد در آوریم و اگر خداوند نیز یاری کرد، بحث را به بازار ایران و اثرات مثبت و منفی این بحران در کشور خودمان نیز مورد تجزیه و تحلیل قرار دهیم..

مسئله بعدی، بحث مهمی به اسم بحث قانون‌مند کردن بازار (Regulation) و آزادسازی قانونهای دست و پا گیر (Deregulation) در این بازارها است.

به عنوان مثال تا مدتها این قانون در شهرداریها وجود داشت که دو فروشنده که در یک کسب و کار هستند، نمی‌توانند

این موضوع ندارند.

بحث آزاد سازی و یا محدود کردن فعالیتهای اقتصادی بر اساس قانونمند کردن آن فعالیت، یعنی Regulation و Deregulation در زمان خانم مارگارت تاچر نخست وزیر اسبق انگلیس و آقای ریگان رئیس جمهوری اسبق آمریکا شروع شد که هر دوی آنها بر اساس تئوری های آقای میلتون فریدمن، که تازه جایزه نوبل در اقتصاد را به خود اختصاص داده بود و با استفاده از آن انقلابی در بحث آزادسازی اقتصاد و کوچک کردن دولتها شروع شده بود، سیاستهای اقتصادی خود

را بنا نهادند.

این تغییر در روشها، در بازار مالی لندن به نام انفجار بزرگ (Big Bang) معروف شد که حاصل آزادسازی قوانین دست‌وپاگیر است و امروز می‌بینیم که بانکها در تمامی عرصه‌های موجود در چهار بازاری که عرض کردم فعالیت می‌کنند و به این نوع بانکداری، بانکداری جهانی (Universal Banking) می‌گویند. همین امر موجب شد که بانک‌های امروزی، هم اوراق سهام بفروشند و هم اوراق بیمه، هم کارهای بانکی انجام دهند و هم از راه شرکت‌های سرمایه‌گذاری، کارگزاری، بازار سازی و مدیریت پورتفولیو در بازار سهام فعالیت کنند و در حقیقت به صورت سوپر مارکتی از ابزارهای بازار مالی در آیند. بنابراین بحث دوم ما اثرات آزادسازی قوانین در بازارهای مالی دنیاست.

پرسش من از آقای مسگریان حقیقی این است که اثرات این بحران را در چهار بازاری که نام بردیم شرح دهند و دلیل بحران در هر یک از این بازارها را نیز تحلیل کنند.

حقیقی: با توجه به اطلاعاتی که در دست است، به نظر می‌رسد منشاء بحران، بازار پولی (Money Market) باشد. به عبارت بهتر: بخش مهمی از مشکلات به وام‌های رهنی با شرایط بسیار سهل برمی‌گردد، چون در سال‌های اخیر با توجه به آزادسازی قوانین (Deregulation) مؤسسات وام دهی اعم از بانک‌ها و دیگر مؤسسات در آمریکا بسیار ساده وام پرداخت کردند و همین امر امروزه موجب بروز مشکل شده است؛ چون در گذشته این بانک‌ها بابت سود پرداخت ۲۰ تا ۳۰ درصد وام می‌دادند، ولی در سال‌های اخیر افراد قادر به اخذ وام‌های صددرصد بودند، ضمن اینکه کارشناسان، ارزیابی‌های املاک را نیز غیر واقعی و بالاتر از قیمت می‌دانند.

همین وام‌های سهل، موجب افزایش قیمت مسکن شد و قیمت‌ها به حالت حباب نزدیک شد. حال در این شرایط این پرسش مطرح شده است که، آیا حباب ترکید و مشکل شروع شد؟ یا اینکه عدم پرداخت‌ها موجب ترکیدن حباب شد؟ در هر صورت، مسلم است که وام

گیرندگان در پرداخت، دچار مشکل شدند و قیمت‌ها سقوط کرد. بانک‌ها هم به محض اینکه مطلع شدند سقوط قیمت به گونه‌ای است که سهم خریدار از ملک، از بین رفته است، خانه‌ها را حراج کردند، چون اعتقادشان بر این بود که مالک خانه، دیگر سهمی در آن خانه ندارد و تمام ارزش خانه وام است.

از سوی دیگر همین حراج خانه‌ها نیز موجب سقوط قیمت مسکن به صورت زنجیره‌ای و در نهایت بدتر شدن وضع شد. بنابراین به نظر می‌رسد منشاء ظهور بحران در این مقطع، بازار پول و اعتبار بوده است.

اما از آنجا که بانک‌ها از بازیگران مهم بازار سرمایه هستند که هم خودشان به عنوان سرمایه‌گذار حضور دارند و هم سهم‌شان در بازار سرمایه درصد مهمی از پورتفولهای سرمایه‌گذاران را تشکیل می‌دهد، زیان بانک‌ها موجب سقوط قیمت بانک‌ها در بورس می‌شود و ارزش پورتفولی شرکت‌های سرمایه‌گذاری سقوط می‌کند، در نتیجه ارزش سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری هم سقوط می‌کند و به همین ترتیب زنجیره این بحران تا آحاد مردم که سرمایه‌گذار بودند، منتقل شد.

از طرف دیگر، بازار پوشش ریسک یا ابزارهای پوشش ریسک یکی دیگر از عوامل بروز و توسعه بحران بوده است، چون بر اساس مقررات‌زدایی که از دهه ۸۰ به بعد در بانک‌های آمریکا شکل گرفت، بانک‌های بزرگ رهنی، وام‌های خود را در بازارهای ثانویه فروختند. مؤسسات کوچکتری هم هستند که چون توان مدیریتی مؤسسات و بانک‌های بزرگتر را ندارند تا قادر به مدیریت پرداخت وام و ارزیابی ریسک باشند، این گونه وام‌های رهنی را در بازار ثانویه خریداری می‌کنند. سقوط بازار پول و بانک‌ها و بی‌ارزش شدن وام‌ها به لحاظ بی‌ارزش شدن خانه‌ها تا آنجا ادامه پیدا کرد که مؤسسات مالی در شرق آسیا که این نوع وام‌ها را خریده بودند نیز آسیب دیدند. طبق برخی اطلاعات جمع وام‌هایی که دچار بحران شد بالای ۱۰ هزار میلیارد دلار است که نزدیک به ۶ هزار میلیارد دلار آن را توانسته بودند در بازار ثانویه بفروشند.

بازار ثانویه در واقع برای توزیع ریسک خلق شده است که در آن، اقساط آتی وام‌ها تنزیل شده و به دیگران فروخته می‌شود و در نتیجه ریسک به مؤسسه‌ای که وام را برداشته، منتقل می‌شود. این پیامد به بخش واقعی اقتصاد، یعنی: بخش تولید و تجارت سرایت می‌کند. موقعی که بازارهای پول و سرمایه دچار بحران می‌شوند، در مرحله بعدی به روش‌های مختلف به بازار کالا سرایت می‌کنند؛ زیرا تقاضای واقعی در بخش صنعت پایین می‌آید و مردم خرید نمی‌کنند، بنابراین بحران از بازارهای پول بروز کرد و بعد به بازار سرمایه و کالا سرایت کرد. ناتوانی بانک‌ها در تامین نیازهای نقدینگی بخش تولید و تجارت نیز بر دامنه بحران در بخش حقیقی اقتصاد می‌افزاید.

مهدی‌زاده: آقای گرین اسپن (Greenspan) حدود ۱۸ سال رئیس فدرال رزرو آمریکا بوده اند، تا الان که آقای بن‌برنارکی به جای ایشان نشسته اند. یعنی از سال ۱۹۸۷ تا سال ۲۰۰۶ ایشان بر فدرال رزرو حاکم بوده اند و این دوره با حکومت چهار رئیس جمهوری آمریکا در کاخ سفید همزمان بوده است. وقتی سنای آمریکا از ایشان خواست که برای چرایی این اتفاق گزارش دهد ایشان گفت: «بحران کنونی یک سونامی اعتبارات است که یک بار در هر قرن روی می‌دهد و من اعتراف می‌کنم که اصرار من به آزاد سازی مقررات بر بازار آزاد، اشتباه بوده است.»

ایشان در ادامه می‌گوید: من تنها یک اشتباه یافتم، اما شوکه هستم چون به مدت ۴۰ سال شواهد قابل‌توجهی را برای آن شاهد بودم که ثابت می‌کرد این قانون به طرز استثنایی درست کار می‌کند. بنابراین ایشان اقرار می‌کند که تا حدودی دچار خطا شده است؛ چون با اعمال مقررات سخت‌گیرانه بر بازارهای مالی، مخالفت کرده است. ایشان اقرار می‌کند که قوانین سخت‌گیرانه می‌توانست از بروز چنین بحرانی پیشگیری کند، ولی باز هم می‌گوید قوانین سخت‌گیرانه موجب کاهش رشد اقتصادی آمریکا و پایین آمدن سطح استاندارد زندگی مردم می‌شود. از دوستان تقاضا می‌شود راجع به دو



مساله قانون‌مند کردن بازار و آزادسازی قوانین توضیح بفرمایند.

اسکویی: در دهه ۸۰ وقتی طرفداران فریدمن و نئولیبرالیستها تمام نهادهای بین‌المللی را در اختیار خود قرار دادند در گام اول بر اقتصاد پولی تکیه کردند و اقتصاد واقعی را مورد توجه قرار ندادند. من از همان زمان این مسئله را تذکر دادم و گفتم این یک نگاه کاملاً نادرست است، البته خوشحال نیستم که این بحران به وجود آمده تا دیدگاههای من در این سالها تأیید شود.

از همان زمان تکرار کردم که ما باید با اقتصاد واقعی کار کنیم، در صورتی که تئوریسین‌های نئولیبرالیستی فقط بر اقتصاد پولی تکیه کردند.

نکته دوم اینکه من چندی پیش آلمان بودم و وزیر دارایی آن کشور در مجمعی سخنرانی می‌کرد و به این نکته اشاره داشت که استادان علم اقتصاد در دانشگاههای آلمان، سالها پشت گوش من مثل مگس وزوز می‌کردند که اقتصاد را به قوانین کور بازار بسپارید و من دائم مقاومت کردم و استدلال آوردم که این راه نادرست است، زیرا درست مثل این است که یک کشتی با تکنولوژی پیشرفته را وسط دریا بدون کاپیتان در دریا رها کنیم. شما می‌خواهید امواج دریا این کشتی را راهبری کند؟ این مشکلی است که نزدیک به ۳۰ سال است با آن روبه‌رو هستیم. این دیدگاه باعث شده است که نظفه اصلی نظام سرمایه داری؛ یعنی دموکراسی و آزادی در این ۳۰ سال به حداقل خود برسد؛ زیرا تمام کسانی که به خودشان پاداش‌های میلیونی دادند رادیوها و تلویزیون‌ها و روزنامه‌ها را در جهت منافع خود به کار گرفتند. هیچگاه در تاریخ نظام سرمایه‌داری، درجه آزادی در این حد نازل نبوده است که در این ۳۰ سال نئولیبرالیستها حاکم بودند.

به یاد دارید در سال ۱۹۷۲ دکتر آئنده در شیلی با انتخابات به قدرت رسید. دولت آمریکا قول داده بود که هرکس را که ملت شیلی انتخاب کند، خواهد پذیرفت، ولی دو سال بعد ژنرال پینوشه کودتا کرد. وقتی پرسیدند که هزینه کودتا را چه کسی پرداخت کرده است؟ گفتند آئی.تی.تی.

وقتی از آئی.تی.تی. علت را پرسیدند در پاسخ گفته شد که آقای فریدمن از ما خواسته است. از فریدمن پرسیدند که شما چرا این کار را کردید؟ گفت: مطالعه کردیم و به این نتیجه رسیدیم که تنها کشوری که می‌تواند جواب خوبی به دیدگاه‌های نئولیبرالیستی ما بدهد شیلی است. سپس با آقای دکتر آئنده رئیس جمهوری شیلی صحبت کردیم، ایشان نظر ما را نپذیرفت و به همین دلیل ما مجبور شدیم از طریق پینوشه دیدگاه‌هایمان را در شیلی پیاده کنیم.

همان‌طور که می‌دانید تا سال ۱۹۹۰ دیدگاه‌های نئولیبرالیستی فریدمن و دوستانش در شیلی با شکست قطعی و مطلق روبه‌رو شد، اما با این وجود این نسخه را به عنوان دارو برای تمام کشورهای جهان ارائه می‌کنند. دلیل اصلی پذیرفته شدن این برنامه‌های نئولیبرالیسم توسط دولتها، درست بودن برنامه‌های اقتصادی نیست، بلکه اعتقاد نداشتن به دموکراسی و آزادی در اجرای این برنامه‌هاست.

در مصاحبه‌ای در سی.ان.ان، ساموئل‌سن از فریدمن پرسید شما که این برنامه را در شیلی پیاده کردید و با شکست قطعی هم روبه‌رو شدید، چرا این نسخه را برای تمام کشورها پیشنهاد دادید؟ فریدمن در پاسخ گفت: نسخه ما درست بوده است، مریض درست اجرا نکرده است.

آقای اویاما به عنوان رئیس جمهوری آینده آمریکا نیز در سخنان خود بیان کرده است که سالهاست من همیشه تذکر می‌دهم که با ثروتمند شدن وال‌استریت ملت آمریکا ثروتمند نخواهد شد. آمریکا وقتی ثروتمند می‌شود که مردم کوچک و خیابان ثروتمند شوند. منبع و منشأ ثروت یک کشور منابع طبیعی نیست، بلکه دموکراسی عامل پیشرفت و توسعه یک کشور است. اعتقاد راسخ داشتن به آزادی دموکراسی و آزادی بیان می‌تواند باعث پیشرفت یک کشور شود، بنابراین آنچه در این ۳۰ سال در کشور ما اتفاق افتاده است همان برنامه‌های اقتصاددانانی است که برنامه‌های نئولیبرالیستی را در کشور ما پیاده کرده‌اند.

بحرانی که امروزه جهان با آن روبه‌رو است، نگاه نادرست و شکست خورده

نئولیبرالیستی‌ها به اقتصاد است.

مهدی زاده: در بحث مدیریت استراتژیک ما اصطلاحی به نام تئوری ذی‌نفعان سازمان (Stack Holder Theory) و مفهومی دیگر به نام تئوری تقسیم منافع سازمان براساس تعامل ذی‌نفعان سازمان با یکدیگر (Consensus Theory) داریم. در تئوری ذی‌نفعان سازمان، می‌گویند: این مدیران رده بالا هستند که تصمیم می‌گیرند چگونه منافع سازمان را بین ذی‌نفعان تقسیم کنند ولی در تئوری بعدی می‌گویند تقسیم منافع، بر اساس تعامل سازنده بین ذی‌نفعان است.

آقای آیرن‌رند فیلسوف طرفدار بازار آزاد می‌گوید در یک طرف بازار، هیئت رئیسه حرفه‌ای قرارداد دارد و در دیگر سو سهامداران ساده لوح بانکی هستند. او دریافته بود که بورس بازان قوی و زیرک وال‌استریت به طرز غیرقابل ملاحظه‌ای از پول سهامداران برای هدفهای خود سود می‌برند و آنها را به ادامه روند سرمایه‌گذاری در بورس تشویق می‌کنند. کارگزاران وال‌استریت نه تنها روی پول سهامداران خود قمار می‌کردند، بلکه روی چتر حمایت دولت نیز حساب باز کرده بودند.

به عبارت دیگر آنها با پول مالیات دهندگان نیز قمار می‌کردند. مسئله مهم این است که کارگزاران وال‌استریت حاضر به تن دادن به قواعد بازار آزاد نبوده و نیستند، آنها فقط می‌خواهند روی پول سهامداران و مالیات‌دهندگان، ریسک‌های بزرگ کنند.

ما در بازارهای مالی اصطلاحی به اسم حاکمیت سازمانی (Corporate Governance) داریم که یکی از مباحث اصلی آن پیدا کردن فساد در سازمانهاست، که در انگلستان به گزارش لرد کدبری (Lord Cadbury Report) معروف شد و در آمریکا معروف شد به گزارشی که دو حقوقدان به نامهای ساربینز اند آکسلی (Sarbanes & Oxyly) تهیه کردند.

بحث اصلی حاکمیت سازمانی این است که در هر سازمانی که رئیس هیئت مدیره در نقش مدیرعامل و یا Chief Executive Officer (CEO) نیز فعالیت کرد،

امکان فساد در آنجا می‌تواند زیاد باشد، چون قدرت زیاد در دست یک نفر، فساد می‌آورد.

در هر دو بحث، چه در بحث ذی‌نفعان سازمان و چه در بحث حاکمیت سازمانی که امروزه برای خودش حسابرسی جداگانه دارد و شرکتهای بزرگ دنیا در گزارشهای مالی پایان سال خود به آن افتخار می‌کنند که مورد حسابرسی حاکمیت سازمانی نیز قرار گرفته‌اند. می‌گویند که چگونه مدیران سازمان می‌توانند برای کسب منافع بیشتر اطلاعات مالی شرکت خود را به طریقی دستکاری (Manipulate) کنند تا آنها بتوانند با بالا بردن قیمت سهم، پاداش هیئت مدیره خود را در آخر سال بالا ببرند.

از آقای دکتر زنون خواهش می‌کنم اثرات این دو مبحث را نیز در بحث سقوط بازارهای مالی توضیح دهند.

زونوز: امروزه در تئوری‌های اقتصادی، این نکته پذیرفته شده است که بازارها زمانی خوب کار می‌کنند که در آنها رقابت کامل حاکم باشد و بصیرت کامل وجود داشته باشد. هر جا که انحصار وجود داشته باشد و یا اطلاعات کافی وجود نداشته باشد و یا با عدم تقارن اطلاعات روبه‌رو باشیم بازارها نمی‌توانند به خوبی کار کنند.

این نکته نیز امر شناخته‌ای است که بازارهای مالی ناقص کار می‌کنند. **استیگلیتز** به همراه یکی از همکارانش **آکرلف** به خاطر آثارشان در زمینه اطلاعات نامتقارن در بازارها جایزه نوبل اقتصادی را بردند. در بازارهای مالی نواقص بازار بسیار است. نخست، اطلاعات مشتری و اطلاعات بانکدار، یکسان و متقارن نیست، بنابراین در جایی که اطلاعات نامتقارن وجود دارد، احتمال تصمیم اشتباه نیز هست. دوم، در بازار سرمایه، در مواردی شاهد پیش آمدن حباب قیمتها هستیم. یعنی بازار ارزش داراییها را بیشتر از ارزش واقعی آنها که معادل ارزش حال تنزیل شده درآمدهای آتی این داراییها است، تعیین می‌کند. سوم، کارگزاران بازار سرمایه مجهز به ابزارهای علمی دقیق برای ارزیابی و پیش‌بینی ریسک و بازده اوراق بهادار و داراییهای واقعی نیستند. چهارم، مدیران موسسات بانکی و سرمایه‌گذاری

ممکن است به دلیل منافع شخصی چشم به سودهای کوتاه مدت دوخته باشند و مخاطرات دراز مدت را نادیده بگیرند.

این موضوعات در ادبیات اقتصادی و مالی به تفصیل مورد بحث قرار گرفته است. تا جایی که به مخاطرات اخلاقی و سوء استفاده مدیران مربوط است، باید گفت به کرات دیده شده که آنها با روشهای حسابداری خلاق، واقعیات را از چشم سهامداران پوشیده می‌دارند و اگر نظارت دقیقی بر کارشان نباشد ممکن است بیش از آن که به فکر حداکثر کردن سود سهامداران باشند، به فکر سودجویی شخصی باشند. در نظریه اقتصادی ما این رفتارها را براساس نظریه کارفرما-کارگزار (Principal and Agent Theory) توضیح می‌دهیم. به این معنا که ظاهراً مدیران شرکتها کارگزار سهامداران (کارفرمایان) هستند، ولی اطلاعات کارگزاران از تک تک سهامداران بیشتر است، بنابراین می‌توانند شرکت را به سمت منافع خاص خودشان پیش ببرند. بنابراین در اینجا انحرافی بین منافع کارگزاران که مدیرانند و کارفرمایان که سهامدارانند پیش می‌آید. مسئله مهم این است که وقتی سیستم پاداش مدیران مبتنی بر سودهای کوتاه مدت باشد، قطعاً می‌تواند ریسک این مؤسسات را خیلی بالا ببرند.

ریشه های بحران

اجازه فرمایید به طور اختصار دلایل بحران اخیر را توضیح دهم تا مسائلی که مطرح کردم روشن‌تر بیان شود. می‌دانیم که در زمان رونق اقتصادی، جو خوشبینانه‌ای بر سرمایه‌داران مالی حاکم می‌شود و معاملات اوراق بهادار در بازار رونق می‌گیرد. در اثر این رونق ارزش داراییها افزایش می‌یابد و همه به امید سودهای بیشتر، تمایل پیدا می‌کنند در این بازی پر سود مشارکت داشته باشند. آن دسته از مؤسسات مالی که از این بازی کناره‌گیری کنند سهم خود را از بازار از دست می‌دهند. دلالتان بورس، بانکداران، مؤسسات سرمایه‌گذاری، صندوقهای بازنشستگی، خانوارها همه در سودای سود بیشتر وارد این معرکه می‌شوند. این امر سبب می‌شود که به تدریج قیمت



زونوز:

وقتی سیستم پاداش مدیران مبتنی بر سودهای کوتاه مدت باشد، قطعاً می‌تواند ریسک مؤسسات را خیلی بالا ببرند.

توسعه بخش مالی در آمریکا بسیار بی‌قواره و به نحو شگفت‌آوری در دو دهه اخیر رشد کرده است و نسبت داراییهای بخش مالی به GDP به ۳۰۰ درصد هم رسیده است.

امروز در آمریکا، مالیات دهندگان ضمن اعتراض می‌گویند چرا آنها باید تاوان سوء مدیریت در بازارهای مالی را بپردازند؟

اقتصاد آمریکا، بدهکارترین اقتصاد جهان است.

انتظار می‌رود بحران مالی غرب تا سال ۲۰۰۹ دوام آورد و از آن پس بهبودی اقتصادی را شاهد باشیم.



داراییها به شکل حباب گونه ای افزایش یابد. یعنی ارزش آنها بیش از ارزش حال درآمدهای آتی بر اساس نرخهای بهره رایج می شود. در این حالت سود عاملان مالی در بازارهای مالی مابه ازایی در اقتصاد واقعی نخواهد داشت. پس کاهش ارزش داراییها اگر در نقطه ای شروع شود، کل سودها زایل شده، بازار مالی دچار بحران خواهد شد.

این وضعیت در چند سال اخیر به وجود آمد. بدین معنی که بر اثر مزاد پس انداز بر سرمایه گذاری در جهان و کاهش نرخ تورم جهانی، نرخهای بهره تنزل یافت و به دنبال آن قیمت داراییها در بازار به نحوی سابقه ای افزایش یافت. این مسئله در بازار مستغلات بسیاری از کشورهای پیشرفته و در حال توسعه پیش آمد.

به دنبال افزایش رونق معاملات مسکن، بازار وام رهنی در مسیر رونق قرار گرفت. موسسات اعتباری امریکا شروع به دادن این نوع وامها با شرایط سهل تر و سهل تر کردند. اما آنها نمی توانستند به اتکای سرمایه خود دست به این اقدام بزنند. بنابراین در بازار رهن ثانویه شروع به فروش بسته های وام کردند. موسسات سرمایه گذاری، بانکها و صندوقهای بازنشستگی در داخل و خارج امریکا با اطمینان از تداوم رونق در بازار مسکن امریکا، شروع به خرید این محصولات در بازار رهن ثانویه کردند. موسسات مالی وام مسکن که با اقبال خریداران مواجه شده بودند به کار خود وسعت دادند. با رونق مسکن ساخت و ساز در این بخش رونق گرفت. اما زمانی رسید که عرضه بیش از تقاضا بود. در این زمان کاهش قیمت مسکن شروع شد.

خانوارها که دیدند ارزش مسکن ملکی آنها به کمتر از ارزش وام دریافتی آنها از موسسات اعتباری تنزل یافته از بازپرداخت اقساط وامهای خود اجتناب کردند. موسسات اعتباری مسکن مانند فانی می و فردی مک در امریکا به همین دلیل ورشکست شدند. بیش از ۶۰۰ هزار واحد مسکونی باید به حراج گذاشته می شد. اما در شرایط سقوط قیمتها ارزش این املاک با تعهدات مالی این موسسات به دیگر موسسات مالی برابری نمی کرد.

در نتیجه خریداران اوراق بهادار رهنی دریافتند که مطالباتشان از این دو موسسه قابل وصول نخواهد بود؛ نه تنها در کار خویش سودی نخواهند برد، بلکه با زیان هنگفتی نیز روبه رو خواهند شد.

در بازار رهن آمریکا، مدیران موسسات وام رهنی که دیدند ظاهرا با اقبال خریداران در بازار رهن ثانویه روبه رو شده اند، وسوسه شدند وامهای رهنی با شرایط سهل به خریداران مسکن ارایه کنند و از ریسک عملیات خود غفلت کردند. آنها تلاش کردند سهم بزرگتری از ارزش روز مسکن را به خریداران وام دهند و برای فریب مشتریان، اقساط سالهای اول را پایین تعیین کردند و وعده دادند که در سالهای بعد اقساط بیشتری از خریداران دریافت کنند. بنابراین خیلی سریع هر فردی قادر به اخذ وام بود که بدین ترتیب تقاضای مسکن در بازار بالا رفت و در بازار مسکن رونق کاذبی به وجود آمد که موجب ارزش گذاری غیر واقعی یا حباب گونه دارایی مسکن شد. با این قیمت گذاریها بازار رهن رونق گرفت و موسسات، رهنها را در بازار ثانویه به فروش رساندند. این پرسش قابل طرح است که رفتار مدیران موسسات وام رهنی اخلاقا درست بود. آنها ریسکهای دراز مدت موجود در بازار را به خاطر منافع آنی نادیده گرفته بودند.

گفتنی است که مقرراتی برای بانکها وضع شده است که شامل: کفایت سرمایه، ضوابط حسابداری، شفافیت، پاسخگویی مالی شرکتها و ... است. حال اگر مدیر، سود شرکت را بیش از حد نشان دهد ذی نفع خواهد بود؛ زیرا درصدی از سود شرکت به عنوان پاداش به جیب مدیر خواهد رفت؛ این مسئله نیز به کرات تجربه شده است.

حتی موسسات ارزیاب املاک که درآمدشان بستگی به وامهای مصوب دارد، در ارزیابی ارزش دارایی مسکن وام گیرندگان آنها را بیش از واقع ارزیابی کردند و چرا که با این کار سود خود را حداکثر می ساختند.

اگر از اقتصاد خرد بگذریم، مسئله مهم این است که توسعه بخش مالی در امریکا بسیار بی قواره و به نحو شگفت آوری در

دو دهه اخیر رشد کرده است و نسبت داراییهای بخش مالی به GDP به ۳۰۰ درصد هم رسیده است. بسیاری از افراد مانند استیگلیتز می گویند ما از جزئیات فنی عملکرد واسطه های مالی در بورس نیویورک سردر نمی آوریم. بنابراین به اصطلاح نوابغی که در بازارهای مالی به معامله این مشتقات و محصولات مالی مشغولند و تحت هیچ ضابطه ای هم نیستند، در مقیاس خرد و تنها برای حداکثر کردن سود خود فعالیت می کنند. ولی این سیستم یک سیستم بادکنکی است که اگر در هر جایی از آن سوزنی فرورود، می ترکد. زیرا سیستم مالی و اعتباری مبتنی بر اعتماد به آینده است. اگر به هر دلیل، خوش بینی آنها به آینده مورد تردید قرار گیرد و بدبینی به وجود آید، روند نزولی بازار مالی شروع خواهد شد و بهمین وار پیش خواهد رفت.

همان گونه که گفته شد سرایت این مشکل بدین شکل بود که وقتی در بخش مالی، دو شرکت معروف ورشکست می شوند، ارزش بسته های مالی که در بازار ثانویه به مؤسسات سرمایه گذاری فروخته اند، کاهش می یابد و این مؤسسات هم مشکل پیدا می کنند. زمانی که مضیقه مالی ایجاد می شود و بانکها شروع به ورشکستگی می کنند، سپرده گذاران نیز پولهای شان را از بانک بیرون می کشند، در عین حال بانکها از وام دادن به یکدیگر اجتناب می کنند؛ بدین ترتیب سیستم اعتباری قفل می شود.

در نتیجه در امریکا که همه خریدهها قسطی و اعتباری است و همه شرکتها برای پرداخت حقوق به سیستم اعتباری وابسته اند، نیز دچار مشکل می شوند و بحران به بخش واقعی اقتصاد سرایت می کند.

نکته دیگری که باید به آن توجه کنیم این است که آزادسازی قوانین صرف نظر از شکست بازارهای مالی و بدون اعتنا به این مسائل، در دوره نئولیبرالها بسیار تقویت شد، قانونی در دوره بوش گذشت که نظارت بر بازارهای مالی را بیش از گذشته کم رنگ می کرد. این در حالی است که ما بحران سال ۹۷-۹۸ آسیای شرقی را داشتیم. در جریان همان بحران، وقتی

کره جنوبی و مالزی به توصیه صندوق بین‌المللی پول مبنی بر تسهیل کار کرد خود تنظیمی بازار را گوش ندادند، خیلی راحت از بحران خارج شدند و بقیه که توصیه را پذیرفتند، در زمینه بازپرداخت وام‌هایشان دچار مشکل شدند. همان زمان آقای فیشر معاون بانک جهانی تبلیغ می‌کرد که درست است که آزاد کردن حساب سرمایه‌های زیان‌هایی دارد، ولی فواید آن بیشتر است. ذی‌رودریک در مقاله‌ای به فیشر ایراد می‌گیرد که آزادسازی قوانین و برداشتن نظارت مقام عمومی از بنگاه‌ها، بدین معناست که به چنین مشکلی برخورد کنیم.

امروزه در آمریکا مالیات دهندگان اعتراض می‌کنند - در حالی که سودهای باد آورده نصیب مدیران و دلالان موسسات مالی شده، و صاحبخانه‌ها ضرر کرده‌اند و ورشکسته شده‌اند - چرا مالیات دهندگان باید تاوان سوء مدیریت در بازارهای مالی را بپردازند؟

نکته دیگر این است که اقتصاد آمریکا در هشت سال اخیر بیماری‌های دیگری هم داشته که موجب تشدید این وضعیت شده است، بدین معنا که:

۱. اقتصاد آمریکا، بدهکارترین اقتصاد جهان است.
۲. بدهی دولت آمریکا به مردم آمریکا در ۸ سال اخیر دو برابر شده است.
۳. کسری‌های بودجه مزمین آمریکا در این مدت، ناشی از جنگ در عراق و افغانستان است.

از وقتی آزادسازی قوانین انجام گرفت، رشد بانکداری بخش‌های مالی هم مسئله‌ساز شد، چون تراز تجاری آمریکا همواره به‌طور مزمین منفی است و کشوری است که با پس‌انداز پایین زندگی می‌کند.

بنابراین آمریکا در بخش خارجی و در بخش بودجه دولت دچار عدم توازن بوده و در بخش مالی هم این بحران مزید بر علت شده است. بی‌تردید این اقتصاد دیر یا زود دچار بحران می‌شود. چند اقتصاددان معروف به موقع هشدار دادند که این سیستم روزی متزلزل خواهد شد، ولی اقتصاددانان رسمی هرگز این هشدارها را جدی نگرفتند. به همین دلیل / استیگلیتز گفته است که بخشی از این بحران زاییده

ایدئولوژی نئولیبرالی است که اعتقاد راسخ و بی‌چون و چرا به عملکرد خوب بازار دارد.

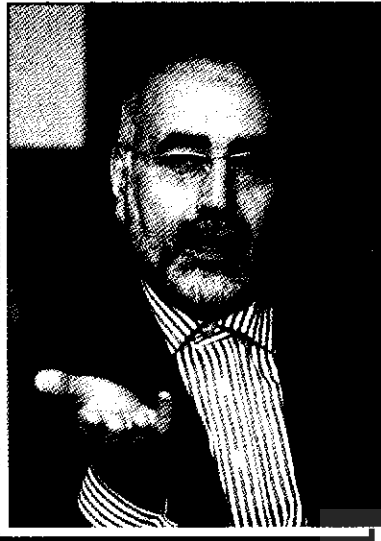
مهدی زاده: بی‌مناسبت نیست که در اینجا درباره ابزارهای مالی یا ابزارهای مشتقه (Drivities) توضیحی بدهم.

معمولاً وقتی بانک‌ها وامی می‌دهند، در طرف راست ترازنامه خود، دارایی ایجاد می‌کنند که همان بدهکاران یا حساب‌های دریافتی است. شما می‌توانید طلب خود را از این بدهکاران، که در حال حاضر قابل نقد شدن نیست، با درست کردن اوراقی به اسم اوراق رهنی و فروش آن در بازارهای مالی، به پول نقد تبدیل کنید. پس این اوراق، ارزش خود را از ارزش اقساط وصول نشده آن وام‌هایی می‌گیرند که هنوز وصول نشده است.

همین کار را در شرکت‌های تولیدی می‌توانید انجام دهید. در بازارهای مالی دنیا، افراد یا سازمان‌هایی هستند که به آنها شرکت‌های فاکتورینگ (Factoring Company) می‌گویند و کارشان مانند افرادی است که در بازار، چک را دیسکانت (Discount) می‌کنند، ولی وقتی می‌خواهند چک را اسکانت کنند، این کار را بر مبنای دستور یک شرکت رتبه‌بندی اعتبار (Credit Rating Agency) انجام می‌دهند که در حقیقت همان سازمان‌هایی هستند که اعتبار سنجی می‌کنند.

به عنوان مثال اگر یک پخش‌کننده لوازم خانگی بخواهد از کارخانه AEG یخچال بخرد، کارخانه AEG می‌گوید من نمی‌توانم به شما جنس بفروشم، مگر اینکه آن موسسه اعتبار سنجی که من با او کار می‌کنم بتواند اعتبار شما را تایید کند. چون من در نهایت، بدهکاران دفتر خود را به او می‌فروشم و سریعاً آن را تبدیل به نقد می‌کنم. پس شرکت‌های بزرگ هیچوقت در دفاتر خود بدهکاران آن چنانی ندارند و اگر داشته باشند، خودشان ریسک را باید به عهده بگیرند و نه شرکت اعتبار سنج.

وقتی راجع به بانک‌های رهنی صحبت می‌کنیم، آنها نیز همین کار را می‌کنند و طلب خود را از وام‌گیرندگان سریعاً تبدیل به اوراق رهنی می‌کنند تا بتوانند وام بیشتری بدهند. این اوراق رهنی را



مهدی زاده:

بازارهای مالی دنیا به چهار بازار اصلی تقسیم می‌شوند: بازار سرمایه، بازار پول و اعتبار، بازار تأمین اطمینان، بازار کالایی.

کارگزاران وال استریت نه تنها روی پول سهامداران خود قمار می‌گردند بلکه روی چتر حمایت دولت نیز حساب باز کرده بودند.

کارگزاران وال استریت حاضر به تن دادن به قواعد بازار آزاد نیستند، آنها فقط می‌خواهند روی پول سهامداران و مالیات‌دهندگان، ریسک‌های بزرگ کنند.

بر اساس بحث حاکمیت سازمانی در هر سازمانی که رئیس هیئت مدیره در نقش مدیر عامل فعالیت کند، امکان فساد در آنجا می‌تواند زیاد باشد.

بحث حاکمیت سازمانی زمانی اتفاق افتاد که مدیران، اخلاقی را کنار گذاشتند.



سازمانهای بزرگ مالی دنیا (Institutional Investors) می‌خرند و دست به دست می‌چرخانند.

کار ابزارهای مشتقه درست مثل کار ماه و خورشید است؛ یعنی شما در اصطلاح عامیانه می‌گویید نور ماه، در حالی که ماه نور ندارد و نورش را از خورشید می‌گیرد. هر ابزار مشتقه ای نیز ارزش خود را از کالایی دیگر می‌گیرد. به عنوان مثال سهام خودش ارزشی ندارد و ارزش آن از تولیدی است که در کارخانه شکل می‌گیرد.

خانم آنا شوارتز دستیار اصلی فریدمن در نوشتن کتاب تاریخ پولی آمریکا با او سهیم است. ایشان راجع به بحران مالی سال ۱۹۳۰ می‌گوید که کمبود نقدینگی در آن زمان وجود داشت، ولی الان به نظر می‌آید «فدرال رزرو و آقای بن برنارکی» با اینکه می‌گویند بحران کنونی تکرار بحران دهه ۳۰ نیست، ولی با ابزارهایی به رویارویی با آن برخاسته‌اند که برای مقابله با بحران قبلی مناسب است. آنها با بحران پیشین می‌جنگند و نه با بحران فعلی و در نتیجه از نظر خانم شوارتز کارهایشان موفقیت‌آمیز نخواهد بود.

من گمان نمی‌کنم آنها به آنچه می‌بایستی در پی دستیابی‌اش باشند از این طریق نادرست رسیده باشند، بنابراین قضاوت من در مورد راهبرد کنونی فدرال رزرو این است که آنها کارشان را درست انجام نمی‌دهند. امروزه بانک‌ها در طرف دارایی ترازنامه‌شان با مشکل روبه رو هستند؛ مشکل اوراق بهادار مسمومی که در بازار نمی‌دانند که آن را چگونه ارزشگذاری کنند.

خانم شوارتز می‌گوید این اوراق مسمومند از این رو که نمی‌توان آنها را فروخت و ارزشگذاری کرد، لذا ترازنامه مالکان آنها معتبر نیست. به همین دلیل کل بازار از حرکت می‌ایستد و نمی‌دانیم به چه کسی قرض دهیم؛ زیرا نمی‌دانیم چه کسی معتبر است. پس اگر بتوان از شر این داراییها خلاص شد، خود گامی به جلو است و تنها راه خلاص شدن از آنها فروش آنهاست.

به همین دلیل ایشان معتقدند، پیشنهاد اولیه هری پاولسون برای خرید این داراییها

از بانک‌ها اقدامی درست بوده است، البته مشکل این پیشنهاد آن بود و کماکان نیز هست که چگونه می‌توان داراییهای مسمومی را که هیچکس نمی‌خواهد قیمت‌گذاری کند، مدیریت کنیم؟ از آن بدتر در پشت این مشکل، مشکل بزرگی پنهان است که اگر این اوراق به قیمت کنونی بازارشان ارزشگذاری شوند، فروش آنها با ورشکستگی فوری بسیاری از مؤسسات مساوی خواهد بود؛ یعنی همان وحشتی که بازار اعتبار را از حرکت انداخته است به حقیقت خواهد پیوست و شماری از بانک‌ها نیز ورشکست خواهند شد.

این هم راز خوفناکی است که باعث شد پاولسون به جای خرید دارایی بانک‌ها، مستقیم رو به تغییر ساختار سرمایه آنها بیاورد، یعنی سهام آنها را بخرد و در هیئت مدیره خود مدیر بگذارد و آهسته آهسته به طرف مدیریت دولتی حرکت کند.

پرسش من از آقای دینی این است که آیا دولت باید سهام بانک‌ها را بخرد و یا دارایی بانک‌ها را؟ کدامیک؟ آیا راههایی که در حال حاضر برای خروج از بحران در دست گرفته شده، مثل تزریق ۷۰۰ میلیارد دلار به بازارهای مالی برای این کار مناسب است و یا ۱۲۵ میلیارد دلار برای خرید ۹ بانک آمریکایی و ۱۰۰ میلیارد دلار برای خرید داراییهای این بانکها کافی است؟ کدام به نفع است؟ خرید سهام بانکها و کنترل مجدد دولت بر آنها و یا خرید داراییها؟ کدام مسیر درست است؟

دینی: آنچه از شوارتز در مورد بحران نقدینگی نقل کردید، در بحران اخیر صدق نمی‌کند؛ بحثی که اقتصاددانان پول‌گرا به رهبری فریدمن مطرح می‌کنند این است که در بحران ۳۴-۱۹۲۹، قاعده پولی رعایت نشد؛ لازم بود حجم پول افزایش پیدا کند تا مانع رکود شود، ولی فدرال رزرو دست به چنین کاری نزد و در نتیجه بحران به وجود آمد. از نظر این رویکرد چنانچه سیاست پولی به صورت درست و قاعده مند تنظیم می‌شد، بحران به وجود نمی‌آمد.

ریشه بحران اخیر را نمی‌توان در عدم کاهش به موقع نرخ بهره جست و جو

کرد؛ زیرا به بعد از ۱۱ سپتامبر نرخ بهره فدرال رزرو در پاسخ به شرایط رکودی ناشی از حمله به برجهای تجارت جهانی کاهش پیدا کرد. از سالهای ۱۹۷۰ تا ابتدای ۲۰۰۱، نرخ بهره در حال افزایش بود و از حدود ۱ درصد به بیش از ۶ درصد رسیده بود. بعد از واقعه ۱۱ سپتامبر، نرخ بهره روبه کاهش گذاشت و در سالهای ۲۰۰۱ و ۲۰۰۲ به حدود ۱ تا ۲ درصد رسید و دوباره به حدود ۴ درصد افزایش یافت. بنابراین، نمی‌توان سیاست پولی را از این منظر علت بروز بحران دانست.

اقتصاددانان پیرو مکتب اتریش معتقدند که اتفاقا کاهش نرخ بهره و به کارگیری سیاست پولی انبساطی، علت اصلی بحران است. از این منظر، در نرخهای بهره بسیار پایین، تقاضای زیادی برای دریافت اعتبارات جهت خرید مسکن و سرمایه گذاری در مستغلات وجود داشت که نتیجه آن شکل گیری حباب مالی در این بخش بود. اگر فدرال رزرو نرخ بهره را بالا نگه می‌داشت و شبکه بانکی اعتبارات بانکی را با بهره بالاتری ارائه می‌کرد، این حباب مالی اتفاق نمی‌افتاد.

واقع امر این است که اگر نرخ بهره بعد از ۱۱ سپتامبر کاهش پیدا نمی‌کرد، در همان زمان اقتصاد آمریکا و به دنبال آن اقتصاد جهان دچار بحران می‌شد. در واقع، سیاست پولی انبساطی وقوع بحران را کمی به تاخیر انداخت. ریشه های بحران را در برخی از عوامل ساختاری باید جست و جو کرد. عامل اول، رشد بی رویه سرمایه گذاری پورتفولیویی در مقایسه با سرمایه گذاری مستقیم است. بازار مالی، رونق بخش واقعی اقتصاد است. اما اگر بیش از اندازه و بدون قاعده رشد کند، مانع رشد بخش واقعی اقتصاد می‌شود. سهم این نوع از سرمایه گذاری ها از کل صادرات جهان از نیم درصد در سال ۱۹۵۰ به ۳۰ درصد در سالهای اخیر افزایش یافته است. نسبت معاملات ارزی فرامرزی به تولید ناخالص داخلی در آمریکا از ۹ درصد در سال ۱۹۸۰ به حدود ۲۵۰ برابر در سال ۲۰۰۰، در ژاپن از ۷/۷ درصد به حدود ۱۰۰ درصد، در آلمان از ۷/۵ درصد به حدود ۳۵۰ درصد، در ایتالیا از ۱/۱ درصد به حدود ۶۵۰ درصد، در فرانسه از

کمتر از ۱۰ درصد به حدود ۴۳۰ درصد و در کانادا از ۶/۹ درصد به حدود ۳۵۰ درصد افزایش یافته است. نسبت سرمایه در گردش روزانه بازارهای خارجی ارز به کل ذخایر بانک مرکزی از ۶/۹ درصد در سال ۱۹۷۷ به حدود ۱۰۰ درصد در سال ۲۰۰۰ افزایش یافته است.

اقتصاد کازینویی

جابه جایی سهل و آسان این نوع سرمایه گذاری به علاوه غیر مولد بودن آن در مقایسه با سرمایه گذاری مستقیم، اقتصادها را در معرض شوکهای جدی قرار می دهد. اگر در اقتصاد آمریکا کسری بودجه و تراز تجاری وجود داشته و از این محل انتظار فشار بر کاهش ارز این کشور می رفته است در اقتصادهای شرق آسیا چنین وضعیتی در سال ۱۹۹۷ و سالهای پیش از آن وجود نداشت. با وجود این، این اقتصادها دچار بحرانی از این نوع شدند که ریشه اصلی آن به رشد بدون قاعده بازارهای مالی باز می گردد. علت دیگر بحران را باید در نبود حوزه های بازدهی بالا در اقتصادهای پیشرفته برای سرمایه گذاری های مستقیم دانست. در واقع به این دلیل، سرمایه ها به بازارهای مالی و سفته بازی های مختلف روی می آورند که از آن با عنوان اقتصاد کازینویی نام برده می شود. می دانیم، در متون اقتصادی فرض بر این است که عوامل تولید از مکانهایی که دچار بازدهی نزولی می شوند به مکانهایی حرکت می کنند که بازدهی سرمایه گذاری بالاتر است؛ به عبارت دیگر به جایی حرکت می کند که کمیاب تر و هزینه فرصت آن بالاتر است. به این اعتبار سرمایه بیشتر به کشورهای عقب مانده و در حال توسعه باید روی بیاورند. ولی به دو دلیل اساسی چنین اتفاقی نمی افتد: اول اینکه، سطح درآمد سرانه در این مناطق پایین و بنابراین سرمایه گذاری که بازدهی اجتماعی بالاتری دارد توجیه اقتصادی خصوصی ندارد. دوم اینکه، به علت نبود زیرساختها و امکانات نهادی، سرمایه تمایل دارد بیشتر جذب مراکز بازارهای مالی جهان شود. در نتیجه، وقتی سرمایه در جایی بیش از اندازه متراکم می شود ناچار از روی آوردن به بورس

بازی و سفته بازی در انواع و شکلهای مختلف آن است.

یکی از دغدغه های جان مینارد کینز همین موضوع است. او نگران بود که با افزایش قدرت سرمایه مالی و بازارهای مالی، نوسان پذیری اقتصاد افزایش پیدا کند. در همین راستا اقتصاددان کینزی و برنده جایزه نوبل اقتصاد جیمز توبین نیز بحث اعمال مالیات بر معاملات مالی را مطرح کرد که با عنوان مالیات توبین (Tobin Tax) شناخته شده است. کارکرد این مالیات در این است که از یکسو با بالا بردن هزینه انجام فعالیتهای سفته بازانه، میزان آنها را مهار می کند و مانع جابه جایی سریع و فرار آنها می شود و از سوی دیگر با انتقال وجوه حاصله به صندوقی مختص سرمایه گذاری و توسعه در کشورهای در حال توسعه، می توان مشکل توزیع درآمد بسیار نامتقارن جهانی را تا حدی حل کرد و از این طریق تقاضای موثر برای محصولات تولیدی بخش واقعی اقتصاد را افزایش داد و توجیه اقتصادی سرمایه گذاری های مستقیم در چنین مناطقی را بیشتر کرد.



دینی:

ریشه های بحران را در برخی از عوامل ساختاری باید جست و جو کرد.

بازار مالی، رونق بخش واقعی اقتصاد است. اما اگر بیش از اندازه و بدون قاعده رشد کند، مانع رشد بخش واقعی اقتصاد می شود.

وقتی سرمایه در جایی بیش از اندازه متراکم می شود، ناچار از روی آوردن به بورس بازی و سفته بازی در شکلهای مختلف آن است.

قدرت نظارتی دولت باید افزایش پیدا کند و بازارهای مالی و پولی باید با نظارت بیشتری فعالیت کنند.

از این پس شاهد چرخش جدیدی در روند تحولات اقتصاد عملی و همین طور اندیشه های اقتصادی خواهیم بود.

افزایش نظارت دولت

در رابطه با این پرسش که از میان دو گزینه خرید سهام یا خرید داراییهای مسموم موسسات مالی و بانکی، کدامیک برای دولت مطلوب تر است؟ باید با توجه به تجربه اخیر و همین طور تجربه بحرانهای پیشین از جمله بحران شرق آسیا در سال ۱۹۹۷ هزینه ها و منافع آزادسازی های مالی و پولی و خصوصی سازی بیش از اندازه را ارزیابی کرد. اگر منافع این رویکرد افزایش کارایی اقتصادی است، هزینه های آن نیز گرفتار شدن اقتصاد در ورطه بحران است. به نظر می رسد اکنون می توان درک کرد که اگر از سرعت کارایی کاسته و با حضور دولت مانع از چنین آسیبهایی شد که هزینه های فراوانی را بر اقتصاد تحمیل می کند، نتیجه بهتری حاصل می شود. به این اعتبار، پرسش شما را می توان به این صورت طرح کرد: آیا بهتر است دولت مالک بخشی از این بنگاهها شود یا اینکه فقط سهامدار باشد و بسته به میزان سهامی که می خرد، در تصمیم گیری های مدیریتی نقش ایفا کند؟



اگر بحث مخاطرات اخلاقی و رابطه نادرست بین کارگزاران و کارفرمایان صدق کند، بدین معنی که کارگزاران از موقعیت‌های خود به دلیل نبود اطلاعات متقارن سوء استفاده می‌کنند، در این صورت بهتر است مالکیت دولتی باشد، چرا که با وجود نقدهایی که طرفداران رویکرد انتخاب عمومی (Public choice) وارد می‌کنند، می‌توان گفت که مشکل مخاطرات اخلاقی در بنگاه‌های دولتی کمتر رخ می‌دهد. البته، دولت می‌تواند سهامدار باشد و با نظارت بیشتر مانع از وقوع مخاطرات اخلاقی شود. نکته مهم این است که در هر حال، حضور دولت پررنگ‌تر از پیش شده است. نکته دیگری که اقتصاددانانی چون استیگلیتز مطرح می‌کنند این است که دولت به جای نجات وال استریت و بنگاه‌های ورشکسته‌ای که مالکان و مدیران آنها پیشتر سودهای قابل توجهی را برده‌اند و اکنون هزینه‌ها را سربار مالیات دهندگان می‌کنند، بهتر است به فکر اقتصاد باشد. معنی این سخن آن است که دولت از تزریق نقدینگی به این موسسات و نجات آنها و عدم کنترل دوباره آنها با استدلال‌هایی که تاکنون غالب بوده، از جمله اینکه هر چه اقتصاد آزادتر و رهاتر باشد، نتایج بهتری حاصل می‌شود باید پرهیز کند.

در جمع نظر من این است که قدرت نظارتی دولت باید افزایش پیدا کند و بازارهای مالی و پولی باید با نظارت بیشتری فعالیت کنند. پارادایمی که در حال حاضر حاکم است، از اواخر دهه ۱۹۷۰ تحت عنوان: *اجماع واشنگتن* آغاز شد و با فروپاشی شوروی شدت پیدا کرد. نظریه پردازانی که در حوزه فلسفه سیاسی کار می‌کنند مانند فوکویاما از *پایان تاریخ* سخن گفتند به این معنا که تجربه تحولات اقتصادی و توسعه‌ای نشان داده که نظام لیبرال دموکراسی و نظام اقتصادی متناسب با آن، حرف اول و آخر را زده است و در نتیجه همه اقتصادها به این سمت و سو بروند. در چنین فضایی سازمانهای جهانی مانند صندوق بین‌المللی پول، بانک جهانی و سازمان تجارت جهانی نیز قواعدی وضع کردند که کشورها تا جایی که می‌توانند دست به آزادسازی‌های تجاری و مالی

بزنند. این پارادایم تا دیروز نقش مسلط داشت و به همین دلیل حتی اقتصاددانان کینزی وقتی می‌خواستند از نقش دولت در اقتصاد صحبت کنند، با احتیاط و ترس صحبت می‌کردند؛ چون هژمونی در عرصه جامعه علمی با آن طرف بود. به اعتقاد من از این پس شاهد چرخش جدیدی در روند تحولات اقتصاد عملی و همین‌طور اندیشه‌های اقتصادی خواهیم بود. دوره‌ای جدید آغاز شده است. پارادایم جدیدی پیش خواهد آمد که قانونمند کردن بازار در آن حرف اساسی را خواهد زد؛ به ویژه در ارتباط با بازارهای مالی، توزیع درآمد در سطح جهانی و نظام حکمرانی جهانی. معماری و باز مهندسی نهادهایی که اقتصاد جهانی را اداره می‌کنند از این پس بیشتر در دستور کار قرار خواهد گرفت. برخی از احیای ساختار نهادی برتون وودز با عنوان *برتون وودز ۲* سخن می‌گویند. آنچه در سیاتل آمریکا در سال ۱۹۹۹ در اعتراض به جهانی شدن بی‌محابا آغاز شد و در فیلم جالبی با عنوان *نبرد در سیاتل* (Battle in Seattle) به خوبی و مستندگونه به تصویر کشیده شد، به نقطه جدیدی رسیده است.

ژنوز: به اعتقاد من هم در آمریکا و هم در اروپا، هر دو شیوه در پیش گرفته شده، به این معنی که هم سعی شده از طریق خرید دارایی‌های بد، سیستم‌های مالی را تقویت کنند و هم از طریق افزایش سرمایه و سهم دولت در آنها، سیستم‌های مالی را تقویت کنند.

مشکلی که خرید دارایی‌های بد دارد این است که در شرایطی که بازار مسکن رو به پایین حرکت می‌کند، ارزش‌گذاری دارایی‌ها بسیار دشوار است و نیازمند بوروکراسی عریض و طویلی است تا این سیستم‌ها را ارزیابی کند. در اینجا مسئله مخاطرات اخلاقی نیز ممکن است پیش آید.

گوردون براون نخست‌وزیر انگلیس کمکهای مالی دولت را صرف خرید سرمایه سهامی بانکها می‌کند، نه خرید بدهی‌های بد. در آمریکا اخیراً وزیر خزانه داری این کشور نیز به این روش تاکید کرده است. رییس جمهوری بعدی

امریکا (اوباما) کمک ده میلیارد دلاری به خانوارها را برای باز پرداخت بدهی آنها به بانکها در نظر گرفته است.

نکته دیگری که در رابطه با قانون‌مندی‌سازی بازار وجود دارد این است که قوانین بانک‌های مرکزی به‌طور سنتی مبتنی بر نظارت بر سیستم بانکی است، ولی در چند دهه اخیر مؤسسات مالی غیربانکی بسیار تقویت شدند و نظارتی بر این مؤسسات وجود ندارد.

بالاخره فراموش نکنیم که با بین‌المللی شدن بازارهای مالی، هنوز نهادی بین‌المللی برای هماهنگ کردن سیاستها و ضوابط و مقررات ناظر بر بازار سرمایه در کشورهای عضو به وجود نیامده است. ضرورت اتخاذ اقدامات هماهنگ، اکنون بیش از هر زمانی احساس می‌شود.

دینی: در هر حال دولت باید نظارت بیشتری داشته باشد. کینز ۷۰ سال پیش بر تناقضات ذاتی نهفته در نظام بازار آزاد تاکید کرد؛ تناقضاتی که از *خطای ترکیب* ناشی می‌شود. وقتی بازار آزاد به حال خود رها می‌شود، به جای حصول نتایج مثبت مورد نظر، نتایج عکس به دست می‌آید. چون اجزای منفرد آن هریک به دنبال حداکثر کردن سود خود هستند؛ بنابراین دست به رفتار مشابهی می‌زنند که نتیجه منفی به بار می‌آورد. کینز یکی از این موارد را با عنوان *تناقض خست* بحث کرده است.

وقتی همه مصرف‌کنندگان و افراد به امید آینده بهتر دست به پس‌انداز می‌زنند، مصرف کل کاهش پیدا می‌کند و در نتیجه با افت تقاضای کل تولید ناخالص ملی کاهش می‌یابد و پس‌اندازها نیز با کاهش سطح درآمدها در دور زمانی بعد کمتر می‌شود. این تناقض را می‌توان در حوزه سرمایه‌گذاری نیز دید. وقتی هر موسسه بانکی یا مالی برای حداکثر سازی سود، حوزه‌ای چون مسکن و مستغلات را انتخاب می‌کند، سرمایه‌ها در طول زمان در این بخش متراکم می‌شوند که به عرضه بیش از اندازه و در تحلیل نهایی سقوط قیمت‌ها منجر می‌شود.

مهدی‌زاده: به نظر می‌آید افراد با آمار و

ارقام مطلب را بهتر درک می‌کنند. بنابراین از دوستان اجازه می‌خواهم تا با اعلام بعضی از آمارها، مطالب این جلسه را بیشتر مورد بررسی قرار دهیم.

آمارها نشان می‌دهند که تولید ناخالص داخلی (GDP) دنیا در سال ۲۰۰۷، حدود ۵۴ هزار میلیارد دلار و GDP آمریکا حدود ۱۴ هزار میلیارد دلار بوده است که می‌شود ۲۶ درصد از تولید ناخالص داخلی کل دنیا. در همین مدت تولید ناخالص داخلی ایران حدود ۲۸۰ تا ۳۰۰ میلیارد دلار است که حدود ۰/۵ درصد از کل دنیا و ۲ درصد از تولید ناخالص داخلی آمریکا است.

از طرف دیگر ارزش کل بورسهای دنیا حدود ۶۵ هزار میلیارد دلار، آمریکا حدود ۲۰ هزار میلیارد دلار و ایران حدود ۵۰ تا ۶۰ میلیارد دلار است که باز می‌شود حدود ۳ درصد آمریکا.

حجم وامهای رهنی داده شده در آمریکا حدود ۱۲ هزار میلیارد دلار بوده که نصف این مبلغ توسط دو موسسه Freddie Mac و Fannie Mae داده شده و تقریباً به میزان همین مبلغ نیز به اوراق رهنی تبدیل شده است. میزان دارایی بانکهای آمریکا حدود ۲۰ هزار میلیارد دلار است.

پرسش من از آقای مسگریان حقیقی این است که آیا مبلغ ۷۰۰ میلیارد دلاری که آمریکا و یا حدود ۱۰ هزار میلیارد دلاری که کل دنیا برای خروج از بحران در نظر گرفته است، کافی به نظر می‌رسد؟ و آیا پیامدهای این بحران که در بازارهای دنیا رخ داده است، بر اقتصاد ما و یا اقتصادهای دیگر تأثیر می‌گذارد؟

حقیقی: باید بدانیم که بحران و شکست بازار نباید به این معنی باشد که دنیا به طرز افراطی به سمت دیگر طیف، یعنی اقتصاد دولتی برگردد. واقعیت این است که دو عامل؛ یعنی رفتارهای مدیران و عملکرد سیستم‌ها درگیر هستند که در هر دو مورد انسان‌ها و نقش آنها مطرح هستند.

ورشکستگی *انرون*، ورشکستگی مؤسسات پولی نبود، بلکه ورشکستگی شرکت در بخش واقعی بود که ریشه‌اش پایبند نبودن مدیران به اخلاق و رفتارهای حرفه‌ای بود که بحث بازی با اعداد از اینجا هویدا شد. با وجود تمام سیستم‌ها، مؤسسه حسابرسی

صاحب‌نامی مانند *اندرسون* نبود و مشاور بزرگی مانند *مکنزی* که مشاور آنها بود، بدنام شد.

تمام این موارد اهمیت اخلاقیات در مدیریت را نشان می‌دهد. خوشبختانه در دنیا در ۱۰-۱۵ سال اخیر و پس از ماجرای *انرون* این موضوع جدی شده است. عملکرد اقتصاد اغلب نتیجه میلیون‌ها تصمیمی است که مدیران می‌گیرند، اگر نفع‌طلبی‌های فردی غلبه داشته باشد و در صورت پایبند نبودن به اعتقادات و اخلاق، هیچ نظامی کارساز نخواهد بود. پارادوکسی که دنیا با آن روبه‌روست، این است که در نهایت تمامی انسانها باید تصمیم بگیرند.

مهدی‌زاده: در حقیقت بحث حاکمیت سازمانی (Corporate Governance) نیز زمانی اتفاق افتاد که مدیران، اخلاق را کنار گذاشتند و افرادی مثل آقای *ماکسول (Maxwell)* که زمانی عضو مجلس عوام انگلستان از حزب کارگر بود و صاحب امتیازی چندین روزنامه مشهور انگلیسی را برعهده داشت با برداشتن پول صندوق بازنشستگی کارکنان خود تعداد ۲۰ تا ۲۵ هزار نفر را بیچاره کرد و آخر سر نیز دادگاه انگلستان نتوانست هیچ کاری بکند و بعد از مدتی پسرهای او نیز آزاد شدند و جنازه خودش نیز به ظاهر به اسرائیل منتقل شد.

بنابراین چنین اتفاقاتی باعث شده که حقوقدانان به این موضوع فکر کنند که چگونه می‌توان اخلاق را به صورت سیستم درآورد و درعین حال چه چیزهایی باعث می‌شوند که شرکتها و مدیران به فساد کشیده شوند.

در این شرایط، به نظر می‌آید دیگر گزارشهای حسابرسی معمولی، پاسخگو نیست و حتی در برخی موارد، حسابرسان خودشان مشکل ساز شده اند.

اسکویی: در روان‌شناسی می‌گویند: انسانها قادرند هر جنایتی را انجام دهند در صورتی که در آن محیط قرار بگیرند، به خاطر اینکه آن جنایت انجام نشود، نباید در آن محیط قرار گیرند.

اگر ما می‌خواهیم بحث اخلاق مدیران



حقیقی:

باتوجه به اطلاعات موجود، به نظر می‌رسد منشاء بحران مالی و اقتصادی آمریکا، بازار پول و اعتبار است.

جمع وامهایی که در آمریکا دچار بحران شد، بالای ده هزار میلیارد دلار است.

ناتوانی بانکها در تامین نیازهای نقدینگی بخش تولید و تجارت، بر دامنه بحران در بخش حقیقی اقتصاد می‌افزاید.

بحران و شکست بازار نباید به این معنی باشد که دنیا به طرز افراطی به سمت دیگر طیف؛ یعنی اقتصاد دولتی بازگردد.

سالهاس که در آمریکا کسری‌ها به صورت دوقلو؛ یعنی کسری بودجه و کسری تجاری، ادامه دارد.

ورشکستگی *انرون* ورشکستگی مؤسسه‌های پولی نبود، بلکه ریشه‌اش پایبند نبودن مدیران به اخلاق و رفتارهای حرفه‌ای بود.



را بکنیم کافی نیست، بلکه باید بحث محیط را مطرح کنیم.

حقیقی: موضوع (Corporate Governance) بعد از گزارش آقای کدیری حداقل به تهیه ۱۱ گزارش دیگر رسید و چندین گروه مختلف در اروپا و آمریکا روی موضوعات مختلف تحقیق کردند که چگونه می‌توان اداره بنگاهها را تحت نظم قرارداد؛ زیرا بخش بانک، بیمه و سرمایه‌گذاری در آمریکا و دیگر کشورهای صنعتی دنیا قانونمند شده بود، اما شرکتهای بازرگانی در دنیا تابع قانونمندی نیستند و همین جاست که بحران در بخش واقعی بیرون می‌زند.

مبحث متقارن نبودن اطلاعات موضوع جدی است، که به لحاظ ضعف سیستم‌ها به وفور در بازار سرمایه ایران هم وجود دارد و در کشورهای دیگر هم دیده می‌شود.

بحث پرهیز از تضاد منافع مدیران با سایر ذی‌نفعان (Conflict of Interest) یک موضوع واقعی و عینی است که ریشه در نظام‌های حاکمیت شرکتی و در ورای آن پایبندی به اخلاق حرفه‌ای دارد.

نکته مهم دیگر، نگاه کوتاه مدت به بازار سرمایه است. متأسفانه سالهاست که در آمریکا بازی اعداد آغاز شده است که از جمله آن بازی با EPS می‌باشد و متأسفانه در ایران بازار سرمایه هنوز رشد نکرده، اسیر این بازی شده است.

این بازی به میزانی غیرمعقول بر عملکرد کوتاه‌مدت شرکتها در زمینه سودآوری تاثیر دارد و به زبان ساده، آینده را فدای سود کوتاه‌مدت می‌کند.

مهدی‌زاده: از آن بدتر بازی P/E یا نسبت قیمت به درآمد هر سهم است و همیشه در جلسات باید بگویم P/E حاصل ارزیابی است و نه روشی برای ارزیابی سهام. و P/E یک شاخص است که در آن نرخ تورم و نرخ بهره اوراق قرضه بدون ریسک آن کشور نیز در آن دخیل است؛ یعنی بازار سرمایه ما نیز گرفتار یک سری مسائلی چون EPS و P/E شده است. و متأسفانه می‌آیند P/E بازار ایران را با P/E بازارهای دیگر مقایسه می‌کنند و می‌گویند خطری بازار ما را تهدید نمی‌کند. اگر

نسبت قیمت به درآمد در بازار سهام ما ۵ و یا ۶ است چون در روش بی‌نهایت مدل گردون، برای ارزیابی سهام، نرخ اوراق مشارکت ما و نرخ سپرده‌های بانکی ما حدود ۱۷ درصد است و اگر در اروپا با P/E حدود ۲۰ سهم می‌خرند چون نرخ سود در آنجا حدود ۵ درصد در سال است و اگر در ژاپن با P/E حدود ۷۰ تا ۱۰۰ نیز سهام می‌خرند چون نرخ بهره آنها حدود نیم درصد است.

حقیقی: دهها عامل وجود دارند که سرنوشت یک شرکت را رقم می‌زند و سرمایه‌گذار از آنها بی‌اطلاع است.

نکته دیگر اینکه از موقعی که نظام استاندارد طلا بعد از نیکسون کنار گذاشته شد، اتفاق مهمی رخ داد. باید گفت تا زمانی که مدیریت پولی صحیح وجود دارد، پول بدون پشتوانه طلا، اشکالی ندارد؛ زیرا با ظرفیت کشور برای تولید متناسب است، ولی واقعیت این است که سالهاست در آمریکا کسریها به صورت دوقلو، یعنی: کسری بودجه و کسری تجاری ادامه دارد. تا چه زمانی یک کشور می‌تواند کسری داشته باشد و قرض بگیرد و صرف واردات کند؟ بنابراین به نظر من این مشکل یک ریشه، هم در نظام پولی و نقش دلار، دارد؛ یعنی اطمینانی که دنیا به این پول کرد و حرصی که به قول آقای فوکویاما چینی‌ها در گرفتن و ذخیره کردن دلار داشتند، به نحوی که چینی‌ها یکی از مشتریان اصلی اوراق قرضه آمریکا هستند.

با نرخ بهره پایین و کاهش ارزش دلار بعد از معرفی یورو، معلوم است که این اوراق قرضه سودی برای چین ندارد و دلیل اینکه چرا آنها را می‌خرند این است که وقتی چین اوراق قرضه را بخرد، دولت آمریکا می‌تواند هزینه کند که این هزینه کردن موجب گرم نگه داشتن اقتصاد می‌شود. چون آمریکا به منظور تأمین رفاه و پایین نگاه داشتن تورم، چاره‌ای جز واردات ندارد، کالا از چین، کره، تایوان و ... خریداری می‌کند و دوباره دلار به چین و کشورهای مشابه برمی‌گردد و مازاد ارزی ایجاد می‌شود. چنین چرخه‌ای تا چه زمانی می‌تواند ادامه پیدا کند؟

مهدی‌زاده: میلتون فریدمن در مورد تراز کسری بودجه و تراز پرداختهای آمریکا گفته است: آمریکا با دنیا بر سر سرمایه‌گذاری خارجی تعامل دارد، و وقتی که آمریکایی‌ها در خارج سرمایه‌گذاری می‌کنند، توقع بازده بیشتری دارند؛ زیرا ریسک سرمایه‌گذاری در کشوری که وارد می‌شود، بیشتر است، ولی وقتی خارجها در بازار آمریکا سرمایه‌گذاری می‌کنند، ریسک کمتر است و توقع بازده کمتری دارند و بدین ترتیب می‌توانیم کسری بودجه را جبران کنیم. از آقای دکتر اسکوتی ممنون می‌شوم که در این مورد توضیحاتی ارائه فرمایند.

اسکوتی: کسری بودجه در تمام اقتصادهای دنیا، منفی ارزیابی می‌شود و تمام دولتها تلاش می‌کنند که کسری بودجه خود را کاهش دهند. تنها یک کشور به نفعش است که کسری بودجه داشته باشد، آن هم قوی‌ترین اقتصاد جهان است. آن کشوری که قوی‌ترین اقتصاد جهان می‌شود، می‌تواند کسری بودجه داشته باشد، به این معنا که به هزینه مردم کشورهای دیگر و به هزینه آیندگان، امروز خوب زندگی کند.

وقتی می‌گوییم کسری بودجه آمریکا ۷۵۰ میلیارد دلار است یعنی آمریکاییها ۷۵۰ میلیارد دلار به هزینه دیگر ملل جهان و به هزینه آیندگان خود مصرف می‌کنند. ایدئولوژی این موضوع بر این مناسبت که «مگر کسی آینده را دیده است؟»

چرا اتحادیه اروپا در حال گسترش خود است؟ چون می‌خواهد جایگزین ایالات متحده شده، به قوی‌ترین اقتصاد دنیا تبدیل شود.

مهدی‌زاده: آقای میلتون فریدمن در بحث سیاستهای پولی (Monetary System) بحثی را مطرح می‌کنند که می‌گویند عامل اصلی در تحریک اقتصاد، نرخ بهره است و آن را به عنوان Key Economical Factor در نظر می‌گیرد. پس چون نرخ بهره عامل مهمی است به همین منظور اکثر بانک‌های مرکزی دنیا سعی می‌کنند با این نرخ بهره بازی کنند، به طوری که در چند روز گذشته، فدرال رزرو نرخ بهره پایه خود را از ۱/۵ درصد به ۱ درصد در ژاپن از

۰/۵ درصد به ۰/۲۵ درصد و در اروپا هم به ۳/۷۵ درصد رسانده اند. از آقای دکتر زنوز خواهش می‌کنم در این مورد توضیح بفرمایند که آیا این سیاستها درست است؟

زنوز: در مورد علل کاهش نرخ بهره باید بگویم، در سیاست پولی وقتی در نظامی که مبتنی بر اعتبارات است انقباض پولی پیش می‌آید، بانکها و موسسات مالی خلق پول می‌کنند. وقتی بانکها اعتبار ندهند کمبود پول در بازار پیدا می‌شود. کمبود پول در بازار به این معناست که دولت بلافاصله برای عدم تکرار تجربه ۱۹۳۰ باید به بازار پول تزریق کند و بانکهای مرکزی سعی می‌کنند نرخ تنزیل مجدد خود را کاهش دهند و در نتیجه برای اینکه نرخ وام بین بانکی پایین بیاید شروع به عملیات بازار باز می‌کنند؛ یعنی اوراق قرضه بانک مرکزی را در بازار اوراق بهادار می‌خرند و بدین ترتیب حجم پول و نقدینگی افزایش پیدا می‌کند. عرضه پول بیشتر، باعث می‌شود نرخ بهره بین بانکی که بالا رفته کنترل شود. بنابراین سیاست همه دولتها، در بحران مالی که به محدودیت اعتبارات بانکی منجر شده، سیاست پولی انبساطی است.

در بحث نرخ بهره، باید بگویم اگر نرخ بهره را پایین بیاوریم، هزینه سرمایه‌گذاری پایین می‌رود و سرمایه‌گذاری افزایش پیدا می‌کند و از این طریق تقاضای کل افزایش پیدا می‌کند و از رکود جلوگیری می‌شود. الان کار بانکهای مرکزی با این قصد نیست، در این مورد هم حلقه رابط بین نرخ بهره و بازار سرمایه با ریسک بالا گسسته می‌شود.

مهدی‌زاده: در مدیریت مالی اگر نرخ بهره را پایین بیاوریم، قیمت سهام بالا می‌رود. پس اگر قبول کنیم که بانکها ورشکست نمی‌شوند و اوراق قرضه دولتی ۱۵/۵ درصد و نرخ بهره بدون ریسک بانکی بین ۱۵ تا ۱۹ درصد باشد، پس هرچه این نرخ پایین‌تر بیاید، قیمت سهام بالاتر می‌رود. از طرف دیگر وقتی نرخ بهره پایین بیاید مردم تشویق می‌شوند وام بگیرند، در نتیجه مصرف بالا می‌رود و سود کارخانه‌ها بیشتر می‌شود و دوباره قیمت سهام بالا می‌رود.

آقای دینی شما چقدر به این موضوع معتقد هستید؟

دینی: ابتدا، در مورد نکته‌ای که دوستان مطرح کردند به مطلبی اشاره می‌کنم: بحث اخلاقیات بخصوص در چارچوب مفهوم سرمایه اجتماعی (Social Capital) حایز اهمیت است، ولی نکته مهمی که با بحث مقررات زدایی ارتباط پیدا می‌کند این است که وقتی آزادسازی مالی صورت می‌گیرد، مدیران بنگاهها به استفاده از شرایط موجود برای حساب‌سازی های مثبت تر، از جمله افزایش قیمت کالا و خدمات، و یا استفاده از اطلاعات نامتقارن به منظور دریافت پاداش های بیشتر روی می‌آورند. بنابراین سیاستهای اقتصادی خود می‌تواند اخلاقیات را مهار و یا تشدید کند.

فرمایش شما صحیح است. با کاهش نرخ بهره، هزینه تامین سرمایه کاهش می‌یابد و بازدهی سرمایه‌گذاری از این محل بیشتر می‌شود و بنابراین بر قیمت سهام تاثیر مثبت می‌گذارد. از طرف دیگر تقاضای کل را تحریک می‌کند. منتها همان‌گونه که تاکنون دیده ایم، شدت بحران چنان بالاست که فقط با یک سیاست پولی انبساطی نمی‌توان آن را مهار کرد. دولت آمریکا ناچار از تزریق ۷۰۰ میلیارد دلار و دولتهای اروپایی نیز در حدود دو هزار میلیارد دلار را به عنوان وثیقه موسسات مالی و بانکی ورشکسته به اجرا گذاشته اند تا اعتماد به سیستم باز گردد.

اگر منظور شما مشخصا اقتصاد ایران است که نرخ های بهره مذکور در مورد آن صدق می‌کند به نظر من مشکل اصلی انباشت سرمایه بالا بودن نسبت سرمایه به تولید یا بهره وری به شدت پایین سرمایه است. تا زمانی که چنین مشکلی رفع نشود امیدی به افزایش قابل توجه سرمایه‌گذاری مولد حتی در نرخ بهره کمتر نمی‌رود. به هر حال این بحث مستقلا است که جزئیات آن را می‌توان در فرصت دیگری به بحث گذاشت.

تدبیر: با سپاس فراوان از شرکت‌کنندگان، بخش دوم میزگرد که بیشتر به اثرات بحران اقتصادی غرب بر اقتصاد کشور ما اختصاص دارد، در شماره آینده به آگاهی خواهد رسید. □



اسکویی:

ما باید با اقتصاد واقعی کار کنیم؛ در صورتی که تئوریسین‌های تئولبرالیستی فقط بر اقتصاد پولی تکیه می‌کنند.

کسری بودجه در تمام اقتصادهای دنیا منفی ارزیابی می‌شود و تمام دولتها تلاش می‌کنند که کسری بودجه خود را کاهش دهند.

تنها یک کشور است که داشتن کسری بودجه به نفعش است و آن کشوری است که صاحب قوی‌ترین اقتصاد جهان است.

رکود اقتصاد اروپا، واقعی است و موجب کاهش ارزش یورو شده است.

وقتی می‌گوییم کسری بودجه آمریکا ۷۵۰ میلیارد دلار است، یعنی آمریکا این مبلغ را به هزینه دیگر ملتهای جهان و به هزینه آیندگان خود مصرف می‌کند.

