

مقدمه‌ای بر بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار

مرتضی والی نژاد

بخش سوم

اشاره

بازار سرمایه، زیربنای فعالیت‌های تجاری، صنعتی، دولتی و خصوصی و واسطه تخصیص وجوه بلند مدت به منظور تشکیل دارایی‌های سرمایه‌ای است و کارایی آن هم حاصل عملکرد بازیگران و نیروهای رقیب حاضر در آن می‌باشد.

در بخش‌های قبلی این مقاله، به اهمیت پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در فرایند توسعه اقتصادی اشاره کردیم و ضمن معرفی برخی از ویژگی‌های بازارهای مالی، به تشریح اجزای بازار مالی پرداختیم و یادآور شدیم که بازار پول را می‌توان منشأ ایجاد سایر بازارهای مالی بشمار آورد. هم‌چنین مروری داشتیم بر طبقه‌بندی بازارهای مالی برحسب سررسید مطالبات، شیوه تخصیص پس‌اندازها به سرمایه‌گذاری، عوامل مؤثر بر عملکرد بازارهای مالی، ارکان و وظایف نظام مالی.

اینک بی‌مناسبت نیست که مروری داشته باشیم بر بحرانی که اخیراً بازارهای مالی جهان را تحت تأثیر قرار داد و سپس به ادامه بحث درباره بازار سرمایه و بورس در ایران خواهیم پرداخت.

بانک و اقتصاد

بحران مالی جهانی

هنوز هم جهان بایامدهای بزرگ‌ترین رکود اقتصادی پس از بحران بزرگ سال ۱۹۲۹ میلادی^(۱) روبرو است. بحران اقتصادی، پدیده‌ای است که مهمترین نشانه آن سقوط سریع قیمت‌ها، یا کاهش حجم تولید و درآمدها می‌باشد که بیشتر با بیکاری، ورشکستگی و کاهش ارزش سهام در بازارهای مالی همراه است. در سده‌های پیشین، بحران‌ها پس از وقایعی همچون جنگ و قحطی، و در حوزه‌ای خاص به وقوع می‌پیوستند، حال آنکه هم اینک بحران‌های مالی، به یک فعالیت یا یک بازار و ناحیه خاص محدود نیستند و قلمروهای وسیعتری از اقتصادهای منطقه‌ای و جهانی را تحت تأثیر قرار می‌دهند^(۲).

بحران‌های ادواری در اقتصاد سرمایه‌داری، بارها در جهان پیش آمده است. گفتنی است که آتش بیشترین بحران‌های مهم اقتصادی جهان از بورس نیویورک شراره کشیده و به اروپا و نقاط دیگر جهان رسیده است. تفاوت رکود اقتصادی با بحران اقتصادی در این است که رکود، توقف رواج است و بحران، سقوط رونق و رواج^(۳).

ممکن است که درباره ریشه‌ها و پیامدهای بحران بین‌المللی و راه‌های کاستن از آن، نظرها یکسان نباشد، با وجود این، بر سر این نکته که بحران اخیر هم بسیار گسترده و

هم بسیار ژرف است، اختلاف نظری وجود ندارد^(۴).

بحران مالی اخیر مجموعه‌ای از مشکلات اقتصادی است که پیامدهای آن تا سال ۲۰۱۰ میلادی ادامه داشته باشد. ویژگی اصلی این بحران، کاهش میزان نقدینگی در نظام بانکی و اعتباری است، که با حاد شدن بحران مسکن (بخش مالی رهنی) در آمریکا آغاز گردید و در نهایت منجر به بدهکاری مردم به نظام بانکی شد^(۵). این بحران به سرعت به یک بحران مالی تمام عیار تبدیل شد و محرک اصلی ایجاد رکود در بخش حقیقی در اقتصاد جهانی گردید^(۶).

تحولات رخ داده در بازار سهام، بانک‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌های تجاری - یا به طور کلی بخش اعتباری آمریکا - از علت‌های اصلی بروز بحران اخیر بوده‌اند. اقتصاد آمریکا از نوامبر سال ۱۹۸۲ تا سال ۱۹۹۰ یکی از طولانی‌ترین دوران‌های رشد خود را تجربه کرد. این رشد اقتصادی طولانی همزمان شد با ظهور فناوری‌های جدید در عرصه سخت‌افزار و نرم‌افزار و گسترش این فناوری‌ها از عرصه تحقیق و توسعه، به حوزه تجارت و اقتصاد. فناوری‌های نوین چنان سودآور شدند که به تدریج حباب‌های بازار سهام شکل گرفتند، پدیده‌ای که بعدها به "حباب دات کام" موسوم و معروف شد. با ترکیدن این حباب‌ها اقتصاد آمریکا وارد دوران رکود شد و داستان همیشگی سرمایه‌داری بار دیگر تکرار شد: "افول اقتصادی بعد از رشد"^(۷).

در جریان بحران اخیر، شاخص داو جونز هم کراراً مورد تهدید و حمله قرار گرفت.

تحلیلگران، افت
بهای کالای مصرفی
، بی اطمینانی
نسبت به طرح‌های
نجات برای صنایع
اتومبیل سازی
آمریکا، افزایش
بی سابقه نرخ
بیکاری و رکود
بی سابقه در بخش
مسکن در سال ۲۰۰۸
را اصلی‌ترین دلایل
سقوط شاخص سهام
در امریکا می‌دانند.

سیس بانک مرکزی آمریکا (فدرال رزرو) مصمم شد تا با کاهش نرخ بهره، سرمایه‌گذاری را تشویق کند و به دستور رییس وقت بانک مرکزی آمریکا، نرخ بهره پایه در ژانویه ۲۰۰۱ از ۶/۵ درصد به یک درصد کاهش یافت. همزمان تقاضای شدید خارجی برای اوراق بهادار آمریکا باعث شد که نرخ بهره بلند مدت نیز کاهش یابد، هر چند که از جنبه نظری، کاهش نرخ بهره می‌تواند مشوق سرمایه‌گذاری باشد. در واقع، به همان نسبت ریسک سرمایه‌گذاری را نیز افزایش داد. راه حل وال استریت برای کاهش ریسک، توزیع آن بود. ترفندی که وال استریت اندیشیده، استفاده از ابزارهای مالی و اعتباری جدیدی بود که که به کمک آن‌ها می‌توانست بدهی شخص "الف" را مبنای اوراق بهاداری کند که قرار بود به شخص "ب" فروخته شود. از آن‌جا که بازار مسکن رونق می‌گرفت و اکثریت قریب به اتفاق متقاضیان تنها در صورت دریافت وام مسکن توانایی خرید واحد مسکونی مورد نظر خود را داشتند، لذا وام‌های مسکن طی یک فرایند پیچیده مبنای خلق و فروش اوراق بهاداری قرار گرفتند که اندکی بعد در سرتاسر جهان به فروش می‌رسیدند. این وضعیت از بنیاد شکننده بود، چه این اوراق همانند خانه‌های بودند که بر روی شن بنا شده باشد. در ژانویه ۲۰۰۷ قیمت مسکن در آمریکا رو به افول گذاشت و این زنگ خطری بود که بانک‌های سرمایه‌گذاری و دیگر مؤسسه‌های اعتباری آمریکا را از خواب خوش بیدار کرد^(۸).

به یک معنا، ریشه بحران کنونی به دهه ۱۹۷۰ باز می‌گردد که نرخ سودآوری بنگاه‌ها به سرانسیب افتاد و بنگاه‌ها برای بازگرداندن سودآوری دست به کار شدند.

رویه‌مرفته، گمان می‌رود که بزرگ‌ترین علت بحران کنونی، بیان بیرونی گنجایش تولیدی زیاد و در واقع، تولید مازاد است که با گسترش نابرابری در توزیع درآمدها و دارایی و به سخن دیگر، با جهانی کردن فقر، تشدید شده است. از سویی، سرمایه به یک فرایند همیشگی انباشت و سودآوری نیازمند است که بتواند پیوسته بر خویش بیفزاید، ولی افزایش نابرابری در توزیع درآمد و دارایی این امکان را سخت کاهش داده است.

آشفتنگی و بی‌نظمی بازارها که از تابستان ۲۰۰۷ آغاز شد، به یک دومینوی سقوط و فروپاشی‌های پیاپی منجر شد.



این فرآیند در دو سه دهه گذشته تشدید شده است. تجربه نشان داده است که هر چند گاه سرمایه‌داری با این بحران روبه‌رو می‌شود و هر بار خود را با چهره‌ها و شیوه‌های گوناگون نشان می‌دهد. اگر در دهه ۷۰ سده گذشته می‌شد ریشه بحران را مداخلات دولت در اقتصاد دانست یا از فساد و ناکارایی نظام اقتصادی در کشورهای پیرامونی سخن گفت، امروز این بحران از اقتصادهایی سربرآورده که گمان نمی‌رفت این مشکلات را داشته باشند^(۹).

پیرامون ریشه‌های بحران مالی جهانی، اظهار نظرهای گوناگونی شده است که فهرست اهم بخشی از آن‌ها به شرح زیر می‌باشد:

- نبود کنترل ریسک در مدل بانکداری در جهان؛
- عدم توجه بانک‌های تجاری به ریسک ناشی از پرداخت وام به مشتریان؛

- خارج نمودن مطالبات از ترازنامه و خوش بینی بیش از اندازه مؤسسه‌های حسابداری، به‌ویژه در بخش اوراق بهادار و تضاد منافع مؤسسه‌های رتبه‌بندی و ناشران اوراق بهادار. این گونه مؤسسه‌ها افزون بر خدمات رتبه‌بندی، دیگر خدمات را نیز به ناشران خود ارائه می‌دهند که این امر باعث تضاد شده است. لازم به توضیح است که هر وقت وام‌ها قرار است به اوراق بهادار تبدیل شوند، باید ریسک و کیفیت آنها مورد ارزیابی قرار گیرد و سپس به اوراق بهادار تبدیل شود و برای فروش عرضه گردد که مؤسسه‌های رتبه‌بندی به این موضوع حساس توجه ننموده و در نتیجه، مشکلاتی برای این مؤسسه‌ها بوجود آمد؛

- بی‌کفایتی واسطه‌های درگیر در اوراق بهادار؛
- و...^(۱۰)

سرمایه پولی، بدون آنکه از فرآیند تولید و از فرآیند کار بگذرد، می‌کوشد تا بر خود بیفزاید. دارندگان سرمایه پولی هم می‌کوشند تا با بهره‌گیری از پول، پول بیشتری را به دست آورند. سودهای معاملات سفته بازانه وارد حوزه‌های مولد نمی‌شود، بلکه سفته بازی را بیشتر می‌کند و سرانجام حباب مالی بزرگتر می‌شود. بخشی از سودهای سفته بازانه، به مصارف شخصی صاحبان این سودها می‌رسد و بخشی به چرخه کارهای سفته بازانه می‌ریزد و آنها را بزرگتر می‌کند. به سخن دیگر، تمرکز و محور فعالیت‌های اقتصادی از حوزه تولید هر چه بیشتر به سوی حوزه مالی انتقال می‌یابد و آنچه از آن برمی‌خیزد، همانا چرخه‌های پایان ناپذیر رکود در بخش واقعی اقتصاد و انفجار و تورم در بخش مالی آن است^(۱۱).

در نخستین سال‌های سده بیستم، بخش واقعی اقتصاد، بخش مولد آن بود که یک بخش نه چندان چیره مالی را در خدمت داشت، ولی در سال‌های پایانی سده بیستم و نخستین دهه سده بیست و یکم، نظام اقتصادی بسیار دگرگون و بخش مالی سخت متورم شده است و تا اندازه زیادی مستقل از بخش مولد اقتصاد عمل می‌کند و کمابیش پیوند مستقیم با آن ندارد. به نظر می‌رسد که نقش سرمایه مالی در این فرایند، نه به عنوان ابزاری برای تضمین فرایند انباشت سرمایه، که بیشتر در راستای تحقق بخشیدن به ارزش مازاد نهفته در

اگر در دهه ۷۰ سده گذشته می‌شد ریشه بحران را در مداخلات دولت در اقتصاد دانست، یا از فساد و ناکارایی نظام اقتصادی در کشورهای پیرامونی سخن گفت، اما امروز این بحران از اقتصادهایی سربرآورده که گمان نمی‌رفت از این گونه مشکلات داشته باشد.



حساب های بازار سهام به پدیده BUBBLE.COM معروف شد.

تفاوت رکود اقتصادی با بحران اقتصادی در این است که رکود، توقف رواج است و بحران، سقوط رونق و رواج.

کالاها- آنها هم در سایه مصرفی که بیشتر با وام تأمین مالی می‌شود- کاهش یافته است^(۱۲).

اقتصاد آزاد لگام گسیخته، موج مقررات زدایی، بخشودگی‌های مالیاتی و پایین آوردن پیاپی نرخ بهره پس از رویدادهای یازده سپتامبر ۲۰۰۱، فرصتی بود که نوآوری‌های سودجویانه‌ای در گسترش الگوی تازه بانکداری رخ نماید که در چارچوب آن، دارایی‌ها را به اوراق بهادار تبدیل کنند و آن اوراق را در بسته‌های به ظاهر کم ریسک با مارک مؤسسه‌های معتبر در سراسر جهان بفروشند و با به دست آوردن سود کلان، گذشته از برتری نظامی، برتری اقتصادی را هم برای کشور خود تضمین کنند. پس از بحران بزرگ ۱۹۲۹، کنگره آمریکا دو نهاد^(۱۳) را برای ایجاد تسهیلات در زمینه خرید مسکن بر پا کرد که در ۱۹۶۸ به بخش خصوصی انتقال یافتند. این نهادها برای پشتیبانی از افراد کم درآمد، وام‌های کمتر از ۳۰۰ هزار دلار را خریداری می‌کردند و آنها را در بسته‌های گوناگون به صورت اوراق بهادار رهنی در دیگر بازارها می‌فروختند و به لحاظ آنکه شهرت و وابستگی به کنگره پیدا کرده بودند، لذا گمان می‌رفت که از پشتیبانی دولت نیز برخوردار خواهند بود و اوراق آنها کم ریسک است و بانک‌های وام دهنده که می‌دانستند به هر میزان وام برای خانه‌های کوچک‌تر بدهند، از سوی این دو نهاد خریداری خواهد شد، لذا بی‌توجه به ریسک‌پذیری، وام می‌پرداختند و وام‌های رهنی مسکن را که به عموم متقاضیان اعطا می‌کردند، به گونه دسته‌بندی شده به آن دو نهاد می‌فروختند و این دو نهاد هم با انتشار اوراق قرضه و فروش آنها در بورس یا با واگذاری آن اوراق به بانک‌های فروشنده، ادای دین می‌کردند. بانک‌ها نیز اوراق به دست آورده را که پشتوانه آنها همان اصل و بهره وام‌های مسکن بود، به بانک‌های دیگر یا به شرکت‌ها و اشخاص دیگر در بورس‌های داخلی و خارجی می‌فروختند و سود می‌بردند و زمینه را برای تأمین مالی وام‌های مسکن رهنی دیگر فراهم می‌کردند. بدیهی است که اعطای وام‌های آسان و ارزان، به افزایش تقاضا در بازار مستغلات و بالا رفتن بهای مسکن و سود سرشار برای دست‌اندرکاران منجر شد و سرمایه‌ها را به سوی مستغلات کشاند تا کسانی که به آسانی می‌توانستند از بانک‌ها وام بگیرند، دست به خرید یا ساخت خانه بزنند و زمینه‌ساز افزایش بهای مستغلات شوند و از این راه سود سرشاری را نصیب خود و بانک‌ها کنند و پیوسته بر حجم وام و اوراق یاد شده بیفزایند.

بدین‌سان، رونق بازار مسکن چنان بالا گرفته بود که با فروش آسان این اوراق در درون و بیرون آمریکا، دیگر کسی به دلیل اعتماد بسیار به دو نهاد مخلوق کنگره و نیز به خود آمریکا از لحاظ اهمیت اقتصادی، توجهی به رده‌بندی اوراق در بسته‌ها نمی‌کرد، تا اینکه با بروز تورم و افزایش بهای غلات و انرژی، نرخ بهره بالا رفت و بازپرداخت وام‌ها با دشواری روبه‌رو شد و در درستی درجه‌بندی بسته‌ها تردید پدید آمد. در واقع، در بسته‌های درجه یک، با ریسک اندک، اوراق ریسک‌دار هم گنجانده شده بود و ایالات متحده آمریکا وام‌های خود را به صورت سهام پشتوانه‌دار به سراسر جهان صادر کرده بود. بدین ترتیب، بازار اوراق بهادار سقوط کرد، بانک‌ها اعطای وام را متوقف ساختند و اعتماد به هر کس به اعتماد به هیچ کس تبدیل شد. کوتاه سخن

اینکه، دسترسی آسان به وام مسکن ارزان، با پیش قسط‌های ناچیز و انتشار اوراق قرضه فریبنده، ۱۲ میلیون وام رهنی سوخت شده، ۱۲ هزار میلیارد دلار بدهی ملی، هزار میلیارد دلار کسر بودجه، نرخ بیکاری نزدیک به دو رقمی و ورشکستگی نظام بانکی و صنایع اتومبیل‌سازی و ... را به بار آورد^(۱۴).

بحران در سال ۲۰۰۱ میلادی براساس سیاست‌هایی که دولت ایالات متحده آمریکا پیش گرفت، آغاز شد. از آنجا که وابستگی پایه پولی جهان به ارز و دلار منجر به وابستگی دولت‌ها به آمریکا می‌شود و این دولت پس از رویداد ۱۱ سپتامبر سیاست‌های انبساطی را در پیش گرفت، لذا بازارها از سال ۲۰۰۱ میلادی از رشد برخوردار شدند و نرخ بهره‌ها کاهش یافت. متعاقب آن از سال ۲۰۰۷ دیگر بار نرخ بهره‌ها روند صعودی یافت و بازارهای کالایی، سهام و نفت در سراسر جهان افت نمود^(۱۵).

موج نخست بحران از مؤسسه‌های مالی و کارخانه‌ها شروع شد و موج دوم آن هم بازارهای سهام را در بر گرفت و در نهایت به دیگر کشورها سرایت کرد^(۱۶). از سال ۲۰۰۱ که رییس وقت بانک مرکزی آمریکا (فدرال



یکی از ریشه‌های بحران مالی جهانی، نبود کنترل ریسک در مدل بانکداری جهانی است.

شاخص "FTSE ۱۰۰" در بازار لندن نیز با بدترین عملکرد خود از سال ۱۹۸۵ میلادی روبرو شد و ارزش آن ۳۲/۴ درصد کاهش یافت. این شاخص طی سال ۲۰۰۲ نیز با افت ۲۴/۵ درصدی روبرو شده بود^(۱۹).

در مجموع، تحلیلگران، افت بهای کالای مصرفی، بی‌اطمینانی نسبت به طرح‌های نجات برای صنایع اتومبیل‌سازی آمریکا، افزایش بی‌سابقه نرخ بیکاری و رکود بی‌سابقه در بخش مسکن در سال ۲۰۰۸ را اصلی‌ترین دلایل سقوط شاخص سهام در آمریکا می‌دانند^(۲۰).

جهان به لحاظ اقتصادی تک قطبی نیست و در عرصه اقتصادی دو یا سه قطب مهم به شدت تلاش می‌کنند تا سهم خود را از خلق ثروت، تولید و تجارت جهانی افزایش دهند. این در حالی است که مناسبات، زیرساخت‌ها و مقررات زدایی باعث افزایش تجارت بین کشورها و وابستگی شدید آنها به یکدیگر شده است^(۲۱). در این بین، کشورهایی که مازاد دارند، این جریان نقدی را وارد بازارهای مالی آمریکا کرده‌اند و یک تفسیر پولی از بحران این است که نقدینگی بسیار زیاد در آمریکا و پایین آمدن هزینه پول در عمل باعث تشکیل حباب شده است. در این رابطه باید توجه داشت که وابستگی بازارهای مالی و ادغام بازارهای مالی در دهه اخیر، شرایطی را به وجود آورده که بازارهای فراملی (بین‌المللی یا جهانی) نقش مسلط را نسبت به بازارهای منطقه‌ای (محلی) ایفا می‌کنند. بدون تردید، وابستگی بازارها به یکدیگر و درهم تنیدگی آنها، ابتدا گسترش سریع بحران مالی و سپس بحران اقتصادی جهانی را باعث شد^(۲۲).

عدم تراز تجاری جهان باعث کسری حساب جاری آمریکا شده و این پدیده را با کمی تخفیف در انگلستان و سایر اقتصادهای ثروتمند نیز پدید آورده است. از سوی دیگر، این روند موجب پدید آمدن مازاد حساب جاری در بازارهای نوظهور، به ویژه در چین شده است. نظارت سهل‌انگارانه، مشوق‌های نابجا و قانونگذاری منفعلانه هم به شدت بر نظام مالی آسیب وارد کرده است^(۲۳).

رژرو) برای افزایش صادرات و ایجاد تراز مثبت بازرگانی و رشد و رونق اقتصادی آمریکا، به تدریج به موازات کاهش ارزش دلار نرخ بهره را نیز پایین آورد، بحران مالی شکل گرفت. با توجه به اینکه آمریکا بزرگ‌ترین کشور سرمایه‌گذار است و بخش اعظم سرمایه‌های کشورهای تولیدکننده نفت در سال‌های اخیر به آمریکا جذب شده و بانک‌های امریکا ذخایر بسیار زیادی را اندوخته‌اند و فدرال رزرو هم به آنها چراغ سبز نشان داده است که این اعتبارات را با نرخ بهره کم توزیع کنند، از اینرو، با توجه به آنکه بخش مسکن ارتباط وسیع و مستحکمی با سایر بخش‌ها دارد، بانک‌ها شروع به توزیع منابع در اختیار خود به صورت وام مسکن - بسیار ارزان و با شرایط آسان - نمودند. این در حالی بود که در همین دوره، روند افزایشی قیمت نفت زمینه رشد هزینه نهادهای تولید و در نتیجه آن، بهای محصولات صنعتی و کشاورزی را فراهم آورد و وام‌گیرندگان ناگزیر شدند که سهم بیشتری از درآمد خود را صرف خرید مواد غذایی و دیگر نیازهای خود کنند. از اینرو، دریافت کنندگان وام‌ها نتوانستند اقساط وام‌ها را بپردازند و در نتیجه، تجهیز منابع بانک‌ها برای تجدید پرداخت اعتبارات با مشکل روبرو شد و بانک‌ها از اعطای اعتبارات جدید خود بازماندند. متعاقب آن، تقاضا برای خرید مسکن کم شد و قیمت مسکن روند نزولی یافت. سپس با افت قیمت مسکن، تعدادی از وام‌گیرندگان انگیزه پرداخت اقساط وام را از دست دادند، زیرا با توجه به سقوط قیمت مسکن، بازپرداخت وام بانکی فاقد توجیه اقتصادی است. بدین ترتیب، از یک سو، بحران اعتبارات بانک‌ها شدت یافت و از سوی دیگر، خانه‌هایی که در وثیقه بانک‌ها بودند، برای فروش عرضه شدند و با افزایش عرضه، روند کاهنده قیمت مسکن شدت بیشتری یافت و با توجه به آنکه براساس اوراق رهنی در زمان رونق بخش مسکن، اوراق مشتقه‌ای صادر شده بود که در بازار ثانویه خرید و فروش می‌شدند، لذا دامنه این بحران به بازارهای مالی گسترش یافت و ارزش سهام در این بازارها سقوط کرد و بدین ترتیب، بخش مالی آمریکا با بحران روبرو شد و بسیاری از بانک‌ها و شرکت‌های بیمه بزرگ و معتبر اعلام ورشکستگی کردند^(۲۴).

بازار سهام ایالات متحده آمریکا در سال ۲۰۰۸ با افت ۴۰ درصدی شاخص‌های خود، بدترین عملکرد را از زمان رکود بزرگ (۱۹۲۹) تجربه کرده است. بازارهای سهام سایر نقاط جهان، از جمله بورس‌های آسیایی نیز با بدترین وضعیت خود طی سال‌های اخیر روبرو شدند^(۲۵).

ارزش شاخص "SP۵۰۰" آمریکا طی سال ۲۰۰۸ بیش از ۳۹/۳ درصد کاهش یافت. این میزان کاهش از سال ۱۹۳۱ میلادی - که این شاخص با کاهش ۴۷/۱ درصدی روبرو شد - بی‌سابقه است. شاخص "داوجونز" نیز با افت ۳۴/۷ درصدی ارزش خود روبرو شد که این رقم از کاهش ۵۲/۷ درصدی این شاخص در سال ۱۹۳۱ میلادی تاکنون بی‌سابقه است. در ژاپن، شاخص "نیکی" طی همین سال با افت ۴۲/۱ درصدی روبرو شد. این رقم نیز از افت ۳۸/۷ درصدی این شاخص در سال ۱۹۹۰ میلادی تاکنون بی‌سابقه بوده است. شاخص "کاسپی" کره جنوبی نیز در حالی سال ۲۰۰۸ را به پایان برد که ارزش آن بیش از ۴۰/۷ درصد کاهش یافت. در همین سال

به کشورهای ثروتمند، از جمله به آمریکا و انگلستان انتقال دهند.^(۳۷)

پولی که از سوی پس انداز کنندگان خارجی به داخل مرزهای آمریکا می‌رسید، صرف افزایش قیمت اوراق قرضه دولتی می‌شد، نرخ ارز را کاهش می‌داد و قیمت مسکن را افزایش. از سوی دیگر، آمریکایی‌ها را تشویق می‌کرد تا دست از پس انداز بکشند و به هزینه کردن ادامه دهند. در این رابطه باید توجه داشت که پس اندازهای بیش از اندازه کشورهای نوظهور، به ویژه چین، نتیجه سیاست‌های ارزی این کشورها بود. بانک‌های مرکزی بازارهای نوظهور تلاش می‌کردند تا از طریق خرید دلار، ارزش ارزهای خود را پایین نگه‌دارند. این اقدام موجب تشویق صادرات و سرکوبی هزینه‌های داخلی می‌شد.^(۳۸)

وقتی که وام‌های بانک‌های آمریکا تبدیل به وام‌های معوقه گردید، روشن شد که بانک‌ها، سرمایه بسیار اندکی را برای حمایت از خودشان در برابر خسارت‌های پیش‌بینی نشده کنار گذاشته‌اند. این واقعیت باعث شد که بانک‌ها ورشکسته شوند و اقتصاد تخریب گردد.^(۳۹)

بحران‌های ادواری، در اقتصاد سرمایه داری بارها پیش آمده است.



ناآرامی نظام بانکی، تنها بخشی از ناکامی‌های بازارهای مالی بود.

بعد از ژوئیه ۲۰۰۸ حباب قیمتی در بورس‌های کالایی ترکیب و قیمت محصولات فلزی، پتروشیمی و سپس نفت کاهش یافت. به نظر می‌رسد که این شرایط، در صورت موفقیت برنامه‌های رییس جمهور جدید آمریکا و سیاست‌های پولی و مالی اروپا، چین و ژاپن، تا نیمه سال ۲۰۱۰ ادامه داشته باشد.^(۴۰) دلیل رشد قیمت‌های محصولات فلزی در ژوئیه ۲۰۰۸ خروج نقدینگی‌های جهانی از بازارهای سرمایه و ورود به بازارهای جهانی محصولات بود، نه افزایش تقاضا. این روند موجب شد که خوش‌بینی نسبت به تداوم افزایش قیمت‌ها تشدید شود، حال آنکه چند هفته بعد روشن شد که دلیل جهش‌های قیمتی محصولات در بازارهای جهانی، تنها حباب بوده است.^(۴۱) تحولات کوچک سرمایه‌گذاری و تحولات بازارهای امروز ابتدا از بخش‌های تا اندازه‌ای کوچک سرمایه‌گذاری

حساب جاری - که معیاری است برای تراز سرمایه‌گذاری و پس‌انداز - در آمریکا از سال ۱۹۹۲ تاکنون در وضعیت قرمز بوده است. تا سال ۱۹۹۷ کسری پس‌انداز سالانه آمریکا در حد متوسط بود، اما از آن پس این کسری رشدی شدید را نشان داد و در سال ۲۰۰۶ به اوج خود، یعنی به ۷۸۸ میلیارد دلار - معادل شش درصد تولید ناخالص داخلی این کشور - رسید. سپس آمریکا به دریافت وام از خارج یا فروش دارایی‌هایش (سهام، اوراق قرضه و املاک) نیاز پیدا کرد تا بتواند زنجیره کسری حساب جاری خود را جبران کند. کسری حساب جاری دارای ماهیت ویرانگر نیست، به‌ویژه اگر به لحاظ تأمین بودجه سرمایه‌گذاری‌های سودآور پدید آید. در این رابطه اقتصاددانان نگران بودند که با افزایش رونق مصرف در آمریکا، خارجی‌ها تمایل کمتری به اعطای وام به آمریکایی‌ها نشان دهند، زیرا این وضعیت می‌توانست به یک شوک ناگهانی در بخش مالی و سقوط ارزش دلار منجر شود.^(۴۲)

کسری حساب‌های جاری پیش از آنکه منعکس‌کننده افزایش نرخ سرمایه‌گذاری‌ها باشد، نشان‌دهنده کاهش نرخ پس‌انداز است. برای جبران این وضع، آمریکا پس‌اندازهای خارجی را به عنوان منبعی همیشگی جذب می‌کرد. از سال ۲۰۰۲ هم‌زمان، کاهش تدریجی ارزش دلار و کسری حساب جاری آمریکا افزایش یافت. معما در جای دیگر خود را پنهان کرده بود. نرخ بهره دراز مدت می‌بایست افزایش می‌یافت تا منعکس‌کننده کاهش پس‌اندازهای آمریکا و نگرانی از وضعیت دلار باشد.^(۴۳)

حتی وقتی فدرال رزرو از اواسط سال ۲۰۰۴ شروع به افزایش نرخ بهره‌های کوتاه مدت نمود، نرخ بهره دراز مدت کاهش یافت. رییس وقت فدرال رزرو هم این وضع را یک معما دانست.^(۴۴)

این مسأله موج فکری جدیدی را در مورد عدم تراز تجاری جهان به وجود آورد. این موج به دنبال آن بود که چرا کشورهای فقیر تا به این اندازه علاقمند بودند تا پس‌اندازهای خود را



بحران از بخش مسکن آغاز شد و...

به دلیل نداشتن درک کافی از جریان، ضعیف بود؛ تا آنکه بخش‌های صنعت مالی و اقتصاد هم سقوط کردند و در نتیجه، تزریق وسیع نقدینگی اضطراری توسط بانک‌های مرکزی جهان و اتخاذ یک بسته تشویقی مالی بزرگ برای حمایت مستقیم از بخش مسکن توسط دولت ایالات متحده آمریکا در دستور کار قرار گرفت^(۳۶).

این آشفتگی نشان دهنده "تغییر مادی اقتصادی جهانی" است و این تغییر و پیامدهای عظیم آن نمی‌تواند با وجود سیاست‌های کنونی جهان و زیرساخت‌های بازار به نحو شایسته‌ای تداوم یابد. در دوره سخت پس از تابستان ۲۰۰۷، نظام مالی دچار ضرر و زیان عظیمی شد^(۳۷).

ناآرامی نظام بانکی، تنها بخشی از ناکامی‌های بازارهای مالی بود. تعداد زیادی از شرکت‌های رهنی و بیمه‌ای هم ورشکست و ناگزیر به تزریق سرمایه شدند. این خسارت‌ها به ناچار دولت‌ها و بانک‌ها را وارد مسیر مدیریت بحران نمود. با ورشکستگی بازارهای رهنی، موضوعات دیگری همچون شکست در حمایت از مصرف‌کننده و قوانین مالی، نقش کلاهبرداری و تقلب، فلج قریب‌الوقوع بازارهای پولی، شکنندگی و فعالیت‌های درون بانکی و فعالیت‌های مؤسسه‌های ارزیابی و رتبه‌بندی اعتبار نیز طرح شدند و مورد بررسی قرار گرفتند^(۳۸).

نتیجه این همه تعارض و بی‌نظمی، چیزی جز تصادم و برخورد بازارها نیست. پررنگ شدن نقش فعالان، ابزار، محصولات و مؤسسه‌های جدید، به تضاد بازارها می‌انجامد و تعجب‌آور نیست که فعالان بازار برای انطباق سریع و مؤثر با آن مشکل دارند^(۳۹).

ادامه دارد

و جهان سیاست آغاز شد و به همراه نقاط مثبت و منفی آن، نیروی فزاینده‌ای را کسب کرد و اکنون با طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران، سیاستگذاران و نهادهای بین‌المللی مرتبط شده است^(۳۳).

عدم شناسایی به هنگام و درست عوامل کلیدی و محرک‌های اصلی بی‌ثباتی و تغییر بازار، منجر به سردرگمی سرمایه‌گذاران در شناخت نقاط عطف بازار شده و پیامدهای این اشتباه‌ها عبارت است از آشوب و آشفتگی بازار، توقف ناگهانی جریان نقدینگی، ناکامی‌های سازمانی و واکنش‌های سیاستی اضطراری شده و...^(۳۳)

وقتی بازار و زیرساخت‌های بازار توانایی حرکت همپا با تغییر و تحول را دارا نباشند، فعالیت‌های ناشی از تغییر و تحول از توانایی نظام برای سازگاری آنها سبقت می‌گیرند و نتیجه اش، بروز یک سری موانع و مشکلات حاد دیگر است که منجر به سردرگمی و آشفتگی می‌شود و ضرورت ایجاد تغییرات را دوجندان می‌سازد. با شروع اصلاحات، فعالان بازار (سرمایه‌گذاران و سیاستگذاران) دچار عدم اطمینان می‌شوند و در مورد چشم انداز آشفتگی بیشتر احساس نگرانی می‌کنند^(۳۴).

آشفتگی و بی‌نظمی بازار که در تابستان ۲۰۰۷ آغاز شد، نشانگر نوعی از اختلالات و بی‌نظمی‌ها است. این آشفتگی، پایه و اساس نظام مالی جهانی را خواهد لرزاند. در واقع، آنچه به عنوان یک مشکل ناآشنا در بخش بازار رهن ایالات متحده آمریکا رخ داد، منجر به یک دومینوی سقوط و فروپاشی‌ها شد^(۳۵).

در ابتدا واکنش فعالان بازار (بخش خصوصی و دولتی)

زیرنویس‌ها

Great Depression (۱)

رکود بزرگ در تابستان ۱۹۲۹ میلادی در ایالات متحده آمریکا آغاز شد و منجر به کاهش شدید تولید و گسترش بیکاری در میان کشورهای جهان گردید. لازم به توضیح است که از اواخر سال ۱۹۲۹ تا اوایل ۱۹۳۳ تولید واقعی و قیمت‌ها در آمریکا به شدت کاهش یافت، به گونه‌ای که تولیدات صنعتی و شاخص قیمت عمده‌فروشی در این کشور به ترتیب ۴۷ و ۳۳ درصد کاهش یافت.

۲) محمدحسین دانایی / ۱۳۸۷ / بحران مالی جهانی و هشدارهایی برای اقتصاد ایران / توسعه تأسیسات و تجهیزات / شماره مسلسل ۷۲ / زمستان / صفحه ۱۶.

۳) باقر قدیری اصلی / ۱۳۸۷ / تحلیلی کوتاه درباره بحران‌های بزرگ اقتصادی / اطلاعات سیاسی - اقتصادی / سال بیست و سوم / شماره ۲۵۵ و ۲۵۶ / آذر و دی ماه / صفحه ۶۶.

۴) احمد سیف / ۱۳۸۷ / بحران ساختاری اقتصاد جهان: فردا خیلی دیر است / اطلاعات سیاسی - اقتصادی / سال بیست و سوم / شماره ۲۵۵ و ۲۵۶ / آذر و دی ماه / صفحه ۵۴.

۵) محمد حسین دانایی / پیشین / صفحه ۱۶.

۶) بحران جهانی سال ۲۰۱۰ پایان می‌یابد / ۱۳۸۷ / دنیای اقتصاد / شماره ۱۷۴۸ / دوشنبه ۱۲ اسفندماه / صفحه ۱۱.

۷) محمدرضا معینی / ۱۳۸۷ / ریشه‌های بحران اقتصادی آمریکا / گفتگو / شماره ۵۲ / دی ماه / صفحات ۱۴۱ و ۱۴۲.

۸) همان / صفحه ۱۴۲.

۹) احمد سیف / پیشین / صفحات ۵۴ و ۵۵.

۱۰) علی صالح آبادی / ۱۳۸۷ / ریشه یابی بحران / سرمایه‌شماره ۹۳۰ / یکشنبه ۲۹ دی ماه / صفحه ۷.

۱۱) احمد سیف / پیشین / صفحات ۵۷ و ۵۸.

- ۱۲) همان / صفحه ۵۸.
- ۱۳) فانی می (Fanni Mae) و فردی مک (Freddie Mac)
- ۱۴) باقر قدیری اصلی / پیشین / صفحه ۷۲.
- ۱۵) حسن قالیباف / ۱۳۸۷ / کاهش ۲۵ درصدی ارزش بازارها / سرمایه / شماره ۹۳۰ / یکشنبه ۲۹ دی ماه / صفحه ۷.
- ۱۶) همان / صفحه ۷.
- ۱۷) محمود جامساز / ۱۳۸۷ / بخش خصوصی در چالش با بحران / توسعه تأسیسات و تجهیزات / شماره مسلسل ۷۲ / زمستان / صفحات ۲۵ و ۲۶.
- ۱۸) خلاصه وضعیت بازار سهام در سال ۲۰۰۸ میلادی / ۱۳۸۷ / بانک و اقتصاد / شماره ۹۶ / بهمن ماه / صفحه ۱۳.
- ۱۹) همان / صفحه ۱۳.
- ۲۰) همان / صفحه ۱۳.
- ۲۱) راهکارهای خروج بورس از اثرات بحران مالی / ۱۳۸۷ / دنیای اقتصاد / شماره ۱۷۱۸ / سه شنبه اول بهمن ماه / صفحه ۱۱.
- ۲۲) همان / صفحه ۱۱.
- ۲۳) اکونومیست / ۱۳۸۷ / وقتی یک جریان تبدیل به سیلاب می‌شود / ترجمه شادی آذری / دنیای اقتصاد / شماره ۱۷۲۳ / دوشنبه ۷ بهمن ماه / صفحه ۴.
- ۲۴ تا ۲۹) همان / صفحه ۴.
- ۳۰ و ۳۱) همان / صفحه ۱۱.
- ۳۲) محمد العریان / ۱۳۸۷ / وقتی بازارها تصادم می‌کنند / ترجمه پروین گودرزی / دنیای اقتصاد / شماره ۱۷۲۹ / دوشنبه ۱۴ بهمن ماه / صفحه ۲۸.
- ۳۳ تا ۳۹) همان / صفحه ۲۸.