

حامی امیراصلائی

# خاستگاه و راه‌های برون‌رفت از بحران اعتباری و آینده‌ی مقررات‌گذاری نظام مالی

به چهره‌های ماندگار در ادبیات حسابداری ایران، زنده‌یاد استاد حبیب‌اله تیموری، تقدیم می‌شود

## مقدمه

بحران مالی جهانی هنوز هم در حال بسط و گسترش است و اقتصاد کشورهای گوناگون را تحت تأثیر پیامدهای مخرب‌اش قرار می‌دهد. اما خاستگاه ظهور این بحران را به‌واقع در کجا باید جست؟ و چگونه است که به‌رغم دخالت‌های بی‌درپی مراجع مقررات‌گذار و اقدامات احتیاطی ناظران بازار، قیمت‌داری‌های مالی رو به فزونی نمی‌گذارد و بانک‌ها و مؤسسات مالی هم نسبت به اعطای وام و اعتباردهی و سرمایه‌گذاری‌های جدید رغبتی نشان نمی‌دهند؟ راه‌کارهای ممکن برای برون‌رفت از این بحران کدام‌اند؟ به‌نظر می‌رسد که در حال حاضر طرح و ارائه‌ی نسخه‌ای فراگیر برای رهایی از وضعیت موجود و دمیدن جان تازه‌ای به کالبد بازارهای مالی شاید ادعایی بس ناپخته و تا اندازه‌ای نسنجیده باشد. اما دست‌کم می‌توان به تحلیل و ارزیابی شرایط پیش‌آمده پرداخت و بر پایه‌ی آن، در باب خاستگاه و راه‌کارهای بالقوه‌ی برون‌رفت از آن گمانه زد.

در ردیابی ریشه‌های بحران می‌توان انگشت اتهام را به‌سوی فعالان بازارهای مالی و حتی نهادهای مقررات‌گذار نشانه گرفت. اما رفتارهایی از این دست و به‌طور مشخص‌تر، هرگونه جستار برای شناسایی و معرفی یک شخص یا گروه به‌عنوان عامل اصلی بحران، تنها سبب می‌شود تا فرصت شناخت حلقه‌ی ارتباطی و تعامل ضمنی میان بازیگران عرصه‌ی بازار و نقش مشترک آنها در شکل‌گیری و ظهور بحران جاری از دست برود. در ردیابی علل بحران، ناگزیر از پذیرش پدیده‌ی **سرخوشی دوره‌ای**<sup>۱</sup> خواهیم بود که هر از چند گاهی گریبان‌گیر بازارهای مالی می‌شود. تا زمانی

که این پدیده به‌درستی شناسایی و تحلیل نشود، تلاش‌ها در راستای مقررات‌گذاری برای برون‌رفت از بحران جاری و پیش‌گیری از بحران‌های آینده با توفیق همراه نخواهد بود.

میان اقتصاددانان و صاحب‌نظران مالی در مورد ریشه‌های بحران تا اندازه‌ی زیادی اتفاق نظر وجود دارد.

باور غالب آن است که سه پدیده در بخش مالی در اقتصاد آمریکا سرچشمه‌ی اصلی ظهور بحران جاری بوده است. ابتدا گروه کثیری از بانک‌داران متهور و جویای خطر، به پشتوانه‌ی انتشار ابزارهای مالی پیچیده و تا حد زیادی ناشناخته، منابع مالی عمده‌ای را گرد آورند و به بخش مسکن تخصیص دادند. سپس ابزارهای مالی یاد شده به‌صورت مستقیم و غیرمستقیم به ترازنامه‌ی بانک‌های تجاری و سرمایه‌گذاری راه یافتند و از این طریق، ناپایداری ذاتی آنها به ساختار مالی بانک‌ها نیز گسترش پیدا کرد. در نهایت، سررسید کوتاه‌مدت منابع تأمین مالی هم بر شدت تبعات بحران افزود. ترکیب این سه پدیده، عاملی برای سربر آوردن ناپایداری‌ها و شکل‌گیری بحران در نظام مالی و بانکی بسیاری از کشورها از سال ۲۰۰۷ به بعد بوده است. در این نوشتار، هر کدام از سه پدیده‌ی یاد شده، که در خصوص نقش آنها اتفاق نظر نسبی وجود دارد، به‌دقت بررسی می‌شود و آن‌گاه، تلاش می‌شود تا برای حل و فصل آنها راه‌کارهای بالقوه‌ی موجود در ادبیات اقتصاد مالی ارزیابی شوند.

## تخصیص نادرست سرمایه‌گذاری‌ها

بحران مالی حاکم بر اقتصاد جهانی را می‌توان معلول بحران‌های مالی پیشین و به‌ویژه بحران

اقتصادهای نوظهور آسیایی در سال‌های دهه‌ی ۱۹۹۰ دانست. با فروپاشی اقتصادهای آسیای جنوب شرقی، قصور روسیه در بازپرداخت وام‌های بین‌المللی، و شکل‌گیری بی‌ثباتی در اقتصاد کشورهای هم‌چون آرژانتین، برزیل، و ترکیه، نطفه‌ی اصلی بحران جاری شکل گرفت. در پی بروز این بحران‌ها، بازارهای مالی آسیایی دیدگاه محافظه‌کارانه‌تری را نسبت به استقراض خارجی پیدا کردند و در نتیجه، بنگاه‌های اقتصادی، دولت‌ها، و خانوارهای آنها به کاهش سرمایه‌گذاری و کاهش مصرف روی آوردند. حاصل‌گزینش این سیاست آن بود که برخی از کشورهای بحران‌زده به‌مرور به‌جای واردات سرمایه‌ی مالی از خارج، به جرگه‌ی کشورهای صادرکننده‌ی سرمایه پیوستند. ترکیب پس‌اندازهای این کشورها با منابع مالی انبوه انباشته از صادرات در کشورهایی مانند آلمان و ژاپن که به‌صورت سنتی از صادرکنندگان پیشرو و صاحب‌نام جهان محسوب می‌شوند، شرایطی را پدید آورد که رئیس‌خزانه‌داری مرکزی آمریکا، بن‌برنانکی، از آن به‌عنوان انباشتگی جهانی پس‌اندازها یاد کرده است (Bernanke, ۲۰۰۵).

بر واضح است که پس‌اندازهای مالی انباشته شده در یک نقطه از دنیا به‌طور معمول صرف جبران کسری‌های به‌وجود آمده در نقاط دیگر جهان می‌شود. بر همین اساس بوده که پس‌اندازهای شکل گرفته در آسیا به تدریج راه خود را به سوی گسترش طرح‌های سرمایه‌گذاری بنگاه‌های اقتصادی کشورهای صنعتی پیدا کردند و بخش عمده‌ای از این وجوه در صنعت فن‌آوری اطلاعات متمرکز شد. اما پایداری این سرمایه‌گذاری‌ها به مرور با تردید روبه‌رو شد و فروپاشی حباب قیمتی سهام بنگاه‌های

این صنعت در اوایل هزاره‌ی جدید سبب گشت تا سطح سرمایه‌گذاری‌ها و وجوه تخصیص یافته به آن به‌طور چشم‌گیری کاهش یابد.

در پی بروز این ناپایداری، بانک‌های مرکزی کشورهای مختلف، به رهبری خزانه‌داری مرکزی آمریکا، به‌گزینش سیاست‌های انبساطی روی آوردند تا بدین وسیله چشم‌انداز بروز رکود عمیق در اقتصاد جهانی ضعیف‌تر شود. کاهش نرخ بهره که از ساز و کارهای معمول در چارچوب اعمال سیاست‌های انبساطی است موجب شد تا تقاضا برای پول ارزان‌تر از سوی افشار مختلف جامعه در تعدادی از کشورها جهت خرید خودرو و مسکن به‌صورت شتابان رو به افزایش گذارد. این وضعیت نوعی فشار تقاضا برای املاک را به‌وجود آورد و به‌دنبال آن، قیمت مسکن و همچنین سطح سرمایه‌گذاری در بخش ساختمان افزایش یافت.

بر خلاف پنداشت عمومی که بیش‌ترین رشد قیمت‌ها در بخش مسکن را به کشور آمریکا نسبت می‌دهند، کشورهایی هم‌چون ایرلند، اسپانیا، انگلستان، هلند، زلاندنو، و امارات متحد عربی هم در زمره‌ی کشورهایی بودند که افزایش چشم‌گیر قیمت مسکن را هم‌چون آمریکا و بلکه بیش از آن تجربه کردند. پس چگونه است که نمود اولیه‌ی بحران در آمریکا پدیدار شد؟ پاسخ این پرسش را می‌توان در نوآوری‌های بانک‌داران آمریکا در **اوراق بهادارسازی**<sup>۱</sup> به پشتوانه‌ی مطالبات وام‌ها جست‌وجو کرد؛ اقدامی که سبب شد تا کم‌اعتبارترین



متقاضیان وام‌ها و اعتبارات مسکن هم به بازار خرید ملک کشانده شوند. در واقع، در پاره‌ای از موارد، خرید ملک در آمریکا از طریق برخی بانک‌ها به‌سهولت و تنها با درج نام و امضای مشتری بر برگه‌ی اعتبار بانکی امکان‌پذیر بود.

مدیریت وام‌های مسکن دربرگیرنده‌ی مراحل گوناگونی هم‌چون ارزیابی کیفیت اعتباری متقاضی، پذیرش خطر ناشی از نبود اطمینان کامل در ارزیابی‌های به‌عمل آمده، انعقاد قرارداد، حصول اطمینان از وصول صحیح و به‌موقع مطالبات و پذیرش خطر قصور مشتری در ایفای تعهدات است. از دیدگاه سرمایه‌گذاران محافظه‌کار، سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار منتشر شده به پشتوانه‌ی مطالبات وام‌ها در مقایسه با سرمایه‌گذاری مستقیم در خود وام‌ها گزینه‌ی مناسب‌تری بود. علاوه بر این، جمع‌آوری وام‌ها بر خوردار از کیفیت اعتباری متفاوت و انتشار اوراق بهادار به پشتوانه‌ی آن‌ها می‌توانست از طریق تنوع‌بخشی در مجموعه‌ی وام‌های پشتوانه‌ی اوراق بهادار، خطر کل را نیز کاهش دهد. یکی دیگر از مزایای مترتب بر اوراق بهادارسازی به پشتوانه‌ی مطالبات وام‌ها، امکان جداسازی وام‌های پشتوانه بر حسب کیفیت آن‌ها بود؛ و بدین ترتیب بود که وام‌های بی‌کیفیت با یک‌دیگر گروه‌بندی شدند و اوراق بهادار مبتنی بر آن‌ها به سرمایه‌گذاران جویای خطر و بر خوردار از توان تحلیلی لازم برای درک ماهیت وام‌ها عرضه شدند و حصه‌ی باکیفیت وام‌ها نیز با هم دسته‌بندی شدند و به سرمایه‌گذاران محافظه‌کار بین‌المللی واگذار شدند. در واقع، وجود تقاضا از سوی سرمایه‌گذاران بین‌المللی برای اوراق بهادار با رتبه‌ی بالا سبب شد تا وام‌های مسکن با اعتبار بالا با یکدیگر ترکیب و مجموعه‌ای از اوراق بهادار به پشتوانه‌ی آنها عرضه شود. به همین روال، اوراق بهادار منتشر شده به پشتوانه‌ی مجموعه‌های گوناگون از وام‌های مسکن کم‌اعتبار هم مجدداً با یک‌دیگر گروه‌بندی شدند و دسته‌ی جدیدی از اوراق بهادار بر پایه‌ی **تعهدات بدهی‌های وثیقه‌دار**<sup>۲</sup> منتشر شد.

اعطای وام و اعتبار از سوی بانک‌ها با هدف اوراق بهادارسازی به پشتوانه‌ی آن پیامدهای

ناخواسته‌ی متعددی به‌همراه داشت. از آن‌جا که نهادهای رتبه‌بندی اوراق بهادار به دریافت‌کنندگان وام‌های مسکن دسترسی مستقیم نداشتند، کارشناسان آنها ناگزیر از اتکا و اعتماد به اطلاعات ارائه شده از سوی بانک‌ها مانند **امتیاز اعتبار مشتری**<sup>۳</sup> و **نسبت وام به ارزش ملک**<sup>۴</sup> بودند و هیچ‌گونه اطلاع مستقیمی از داده‌های گردآوری شده به‌وسیله‌ی کارشناسان اعتباری بانک در خصوص اعتبار ذاتی مشتری نداشتند (Rajan, Seru, and Vig, ۲۰۰۸). همین امر به تدریج سبب شد تا بانک‌ها هم انگیزه‌ی خود در جمع‌آوری این داده‌ها را از دست بدهند و تنها بر بالا بودن امتیاز اعتباری مشتری و پایین بودن نسبت وام به ارزش ملک متمرکز شوند. البته بدهی است که بانک‌های اعطاکنده‌ی تسهیلات مسکن هیچ‌گاه به‌طور کامل از شناخت اعتبار حقیقی مشتریان دست نمی‌کشیدند؛ چراکه مسئولیت ناتوانی و قصور آنها در بازپرداخت تعهدات در نهایت متوجه بانک بود. با این حال، با توجه به افزایش شتابان قیمت مسکن، بانک‌ها به‌مرور از سخت‌گیری نسبت به اعمال چنین کنترل‌هایی در مورد مشتریان خود نیز کاستند، زیرا افزایش قیمت املاک، پشتوانه‌ی قوی برای بازپرداخت نهایی وام‌ها به‌حساب می‌آمد. در واقع، چنان‌چه خریداران ملک/مشتریان بانک‌ها از عهده‌ی پرداخت اصل و بهره‌ی وام بر نمی‌آمدند، بانک‌ها می‌توانستند با تملیک وثیقه و فروش آن در بازار پررونق ملک، خود را در برابر هرگونه زیان احتمالی مصون کنند.

اما ظهور ابزارهای مالی پیچیده به دلیل اوراق بهادارسازی‌های مکرر به پشتوانه‌ی مجموعه‌ی اولیه‌ی وام‌ها و اعتبارات مسکن، ارزش‌گذاری اوراق بهادار و ابزارهای مالی مرتبط با آنها را با دشواری‌های عمده‌ای روبه‌رو کرد. شاید بانک‌داران در دوران افزایش قیمت املاک و بازپرداخت به‌موقع تعهدات از سوی مشتریان به این چالش چندان توجهی نداشتند. اما با آغاز روند رو به کاهش قیمت مسکن و قصور تدریجی مشتریان در ایفای تعهداتشان، موجی از نگرانی در مورد پیچیدگی شیوه‌های ارزش‌گذاری ابزارهای مالی پدیدار شد.



## در باب علل نگهداری ابزارهای مالی به‌وسیله بانک‌ها: بانکداران بدخواه یا ساده‌لوحان نابخرد؟

کسب سود در مقایسه با مدیران بانک‌ها و مؤسسات مالی رقیب است. از این رو، مدیران نسبت به اندازه‌ی نسبی سود حساسیت نشان می‌دهند. سودآوری بانک‌های پیشرو می‌تواند فشار سنگینی را بر سایر بانک‌ها برای حفظ بقا در گردونه‌ی رقابت وارد کند. چنین بود که مدیران بانک‌ها و مؤسسات مالی کوچک‌تر برای بهبود اندازه‌ی معیارهای عینی معرف عملکرد، به پذیرش خطرهای نسنجیده و ماجراجویی‌های مالی دست زدند. مدیران یادشده بی‌گمان از بی‌اثر بودن اقدامات‌شان در ارزش آفرینی برای بانک تحت رهبری خویش آگاهی داشتند اما میل به افزایش قیمت (و نه ارزش ذاتی) سهام در بازار و نیز وجود جاذبه‌های فردی در کسب شهرت و مقام سبب شده بود تا آنان در دست‌یابی به منافع ناپایدار کوتاه‌مدت غرق شوند. شواهدی وجود دارد که گویای وجود این نگرش در میان مدیران بانک‌ها در دوران پیش از بحران است.<sup>۸</sup>

### نارسایی در سامانه‌های کنترل داخلی و کاستی‌های شیوه‌های جبران خدمات

با فرض وجود سازوکارهای انگیزشی لازم، می‌توان نسبت به تشویق مدیران به بیشینه‌سازی ارزش بلندمدت بانک امیدوار بود. اما خلق چنین انگیزه‌ای در کارکنان چالش‌های متفاوتی را در برمی‌گیرد و بر خلاف تصور رایج، سامانه‌های کنترل داخلی هم ممکن است از قابلیت لازم برای هدایت کارکنان به سمت و سوی مورد نظر راهبران بانک برخوردار نباشند. در کشورهای بهره‌مند از بازارهای مالی منسجم و فعال، معامله‌گری اوراق بهادار از مشاغل پردرآمد به حساب می‌آید و بانک‌ها هم بر حسب عرف، خدمات حرفه‌ای معامله‌گران را به‌نحو شایسته‌ای جبران می‌کنند. اما دقت در ساختار قراردادهای بانک‌های بحران‌زده با معامله‌گران نشان می‌دهد که پرداخت‌ها در بیشتر موارد تابع عملکرد آنان با در نظر گرفتن خطرهای کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاری‌ها بوده است. وجود این نوع قراردادهای، در عمل معامله‌گران را به ماجراجویی و پذیرش خطرهای ناشناخته و مدیریت‌ناپذیر تشویق کرد و در این فراگرد، سودهای سرشاری هم نصیب بانک‌ها شد؛ اما خاستگاه این عایدات زودگذر نه قابلیت‌ها و مهارت‌های معامله‌گران بلکه خطرهای بی‌حد و حسابی بود که آنان در جریان سرمایه‌گذاری‌های خود به بانک‌ها تحمیل کرده بودند. شاید وضعیت پیش آمده را بتوان مشابه عرضه‌ی پوشش بیمه‌ای برای پیش‌آمدهای غیرمکرر و با خطر ضعیف<sup>۹</sup> (حدی) در نظر گرفت. در این نوع قراردادهای بیمه، چنانچه به‌جای

بانک‌های ناشر اولیه‌ی اوراق بهادار به‌طور حتم از کیفیت حقیقی وام‌های مسکن پشتوانه‌ی آنها اطلاع داشتند. از این رو، جای شگفتی است که به‌رغم این آگاهی، بانک‌های مزبور حجم زیادی از این نوع اوراق بهادار رهنی<sup>۶</sup> را در سبدهای سرمایه‌گذاری‌های خود نگهداری می‌کردند. جالب‌تر آن‌که بررسی اوراق بهادار نگهداری شده به‌وسیله بانک‌ها در دوره‌ی پیش از وقوع بحران نشان می‌دهد که سبدهای سرمایه‌گذاری آنها هم‌زمان دربرگیرنده‌ی انبوهی از اوراق بهادار متکی به وام‌های بی‌کیفیت و اوراق بهادار مبتنی بر وام‌های با رتبه‌ی اعتباری بالا (که دارای بازار فعال بودند و به آسانی نقد می‌شدند) بوده است.

حجم غیرعادی اوراق بهادار متکی به وام‌های مسکن به اندازه‌ای بود که نمی‌توان نگهداری آنها را بخشی از موجودی‌های عادی در عملیات بانک‌ها و مؤسسات مالی در نظر گرفت. چگونه است که با وجود تقاضای وسیع برای اوراق بهادار برخوردار از پشتوانه‌ی وام‌های معتبر و باکیفیت، بانک‌ها دست از آنها نمی‌شستند؟ شاید علت حقیقی رفتار مدیران و کارگزاران بانک‌ها به پنداشت آنان در مورد مناسب بودن موازنه‌ی خطر ذاتی و بازده مترتب بر این نوع سرمایه‌گذاری‌ها مربوط باشد.<sup>۷</sup> در واقع، به‌نظر می‌رسد سرمایه‌گذاری در این نوع اوراق بهادار به بخشی جدایی‌ناپذیر از فرهنگ خطرجویی بانک‌ها و کارگزاران آنها تبدیل شده بود (Kashyap, Rajan, and Stein; ۲۰۰۵, Rajan; ۲۰۰۸).

از میان عوامل مؤثر در شکل‌گیری این فرهنگ آن بود که دست‌کم در کوتاه‌مدت و به‌ویژه در مورد محصولات مالی نوین امکان تمیز دادن بازدهی حقیقی (تعدیل شده بر حسب خطر) از بازدهی ناشی از خطرپذیری بی‌حد و حصر مسئول مالی بنگاه در زمینه‌ی سرمایه‌گذاری وجود ندارد؛ چراکه ماهیت حقیقی خطر پذیرفته شده تنها در طول زمان و در نتیجه‌ی بازبینی ذات سرمایه‌گذاری‌ها هویدا می‌شود. در ادامه، به دو نمود بارز وجود این دشواری در بانک‌ها پرداخته می‌شود.

### انگیزه‌های مدیران

یکی از عوامل اصلی در ارزیابی عملکرد مدیران بانک‌ها، قابلیت آنها در

منظور کردن بخش عمده‌ای از حق بیمه به حساب اندوخته‌ی احتیاطی، بیمه‌گر بتواند کارمزد خود را از طریق شناخت کل حق بیمه به‌عنوان درآمد افزایش دهد، وی انگیزه‌ی مضاعفی برای انعقاد قراردادهای بیمه خواهد داشت. در واقع، معامله‌گران به‌جای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار رایج، منابع مالی بانک‌ها (بخوانید پس‌اندازهای مردم!) را صرف خرید اوراق بهادار رهنی کردند. همین خبرگان به‌واسطه‌ی تمرکز بر بازده‌های کوتاه‌مدت، توجه چندانی هم به خطر قصور در بازپرداخت وام‌ها و تأثیر آن بر ارزش سرمایه‌گذاری‌ها نداشتند.

مسئولان مدیریت خطر در بانک‌ها بی‌گمان از چنین رفتارهایی اطلاع داشتند و از انگیزه‌های معامله‌گران هم باخبر بودند اما ضعیف بودن احتمال محقق شدن خطرهای منتسب به سرمایه‌گذاری‌ها، بیان کمی و مدیریت آنها را دشوار ساخته بود. در همین ارتباط، یکی از شیوه‌های متداول برای اعمال مدیریت مؤثر بر رفتار معامله‌گران در پذیرش بی‌حد و حساب خطرهای سرمایه‌گذاری، تبیین آستانه‌های مشخص برای خطرپذیری و الزام آنها به رعایت حدود تعریف شده است. اما عملکرد معامله‌گران در خرید و فروش اوراق بهادار سودهای سرشاری را دست‌کم در کوتاه‌مدت و پیش از عیان شدن گسترده‌ی دامنه‌ی خطرها، نصیب بانک‌ها کرده بود و از این رو، محدود ساختن حوزه‌ی عمل آنها می‌توانست ناخرسندی مقامات ارشد بانک‌ها را در پی داشته باشد.

## بدهی‌های کوتاه‌مدت

با توجه به پیچیدگی ماهیت خطرهای مرتبط با سرمایه‌گذاری‌های بانک‌ها و نارسایی‌های بالقوه‌ی سامانه‌های کنترل داخلی در پیش‌گیری از بروز زیان‌های احتمالی، کاملاً طبیعی بود که سرمایه‌گذاران در ازای تأمین مالی بلندمدت فعالیت‌های بانک‌ها، خواهان نرخ بازدهی بالایی باشند. در واقع، چنین به‌نظر می‌رسد که در دوره‌ی پیش از بروز بحران، سرمایه‌گذاران بیش‌تر به تأمین مالی کوتاه‌مدت علاقه نشان می‌دادند. وجود چنین گرایش‌هایی در سرمایه‌گذاران کاملاً طبیعی بوده است؛ چراکه در صورت کوتاه‌مدت بودن سرمایه‌گذاری‌ها،

با ظهور نشانه‌های اولیه‌ی بحران، آنان از امکان خارج کردن سریع سرمایه‌های خود از جریان عملیات و مصون‌سازی در برابر ناپایداری‌ها برخوردار بودند. بر همین اساس و به‌دلیل وجود دشواری‌های رابطه‌ی کارگزاری (کژمنشی و کژگزینی<sup>۱۰</sup>)، سرمایه‌گذاران بازدهی کم‌تر ولی مطمئن‌تر را به بازدهی بیش‌تر ولی پرخطرتر ترجیح می‌دادند. (Diamond and Rajan, ۲۰۰۱)

بانک‌داران هم به‌دلیل ضعیف دانستن احتمال تحقق خطرها، از گرایش سرمایه‌گذاران به تأمین مالی کوتاه‌مدت و ارزان‌تر استقبال می‌کردند. به‌نظر می‌رسد بانک‌داران متحور در بانک‌های بزرگ و معامله‌گراتشان در بازارهای لندن و نیویورک نسبت به احتمال کمبود یا نبود نقدینگی و امکان ناپذیری تمديد منابع مالی کوتاه‌مدت در بازار حتی کوچک‌ترین نگرانی هم نداشتند. در همین ارتباط، تحلیل‌های دایموند و راجان (Diamond and Rajan, ۲۰۰۸) نشان می‌دهد با افزایش احتمال دخالت مراجع مقررات‌گذار بولی و پیش‌بینی کاهش نرخ هزینه‌ی مالی (بهره) در دوره‌های آینده، بانک‌ها و مؤسسات مالی متکی به بدهی، انگیزه‌ی مضاعفی برای پذیرش خطر کمبود نقدینگی پیدا می‌کنند. چنین بود که با افزایش حجم پس‌اندازهای جهانی (به‌ویژه در آسیای پس از بحران) و تأکید هم‌زمان خزانه‌داری مرکزی آمریکا به رهبری آلن گریس‌پن بر تزریق نقدینگی کافی و حتی کاهش نرخ بهره در صورت بروز نشانه‌های رکود، بانک‌ها با اطمینان خاطر و اشتیاق فزاینده‌ای به پذیرش خطر نقدینگی دست زدند.

نتیجه‌ی کلی آن است که در دوران رونق اقتصادی، تأمین مالی از طریق بدهی‌های کوتاه‌مدت در مقایسه با منابع مالی بلندمدت ارزان‌تر است و هم‌زمان احتمال ظهور هزینه‌های ناشی از کمبود نقدینگی و ناتوانی در ایفای تعهدات هم ضعیف است. در چنین شرایطی، اتکای هرچه بیش‌تر به بدهی‌های کوتاه‌مدت باید در دستور کار برنامه‌ریزان ساختار سرمایه باشد. اما برعکس، در دوران رکود و بحران، هزینه‌های کمبود نقدینگی به‌مراتب بیش‌تر است و بانک‌داران هم احتیاط بیش‌تری را در مورد پذیرش خطرهای سرمایه‌گذاری نشان می‌دهند. از

این رو، در دوران بحران، انتظار می‌رود که گرایش بیش‌تری به ساختار سرمایه‌ی متکی به منابع مالی بلندمدت پدیدار شود.

## ظهور بحران

با در نظر گرفتن علل احتمالی سرمایه‌گذاری بانک‌ها در اوراق بهادار رهنی و سایر اوراق بهادار پرخطر و همچنین توجه به بدهی‌های کوتاه‌مدت به‌عنوان اصلی‌ترین منبع تأمین مالی در ساختار سرمایه‌ی بانک‌ها، شاید بروز بحران تا اندازه‌ای اجتناب‌ناپذیر بوده است. با توقف روند افزایش قیمت املاک و قرار گرفتن قیمت‌ها در سراشیبی سقوط، موارد قصور در بازپرداخت وام‌های مسکن هم رو به فزونی گذاشت. این وضعیت، کاهش شتابان ارزش اوراق بهادار رهنی، پیچیده شدن فرایند ارزش‌گذاری، و ناپایداری ارزش بازار آنها را به‌همراه داشت. جالب آن‌که ناپایداری به‌وجود آمده سبب شد تا استقراض کوتاه‌مدت به پشتوانه‌ی این نوع اوراق بهادار هم دیگر امکان‌ناپذیر یا دست‌کم بسیار دشوار باشد. بانک‌ها با کمبود شدید نقدینگی روبه‌رو شدند و به‌دنبال اعلام خبر تملیک بر استرنز از سوی جی.پی. مورگان در مارس ۲۰۰۸، ورشکستگی‌ها و سقوط‌های پرشمار یکی پس از دیگری آغاز شدند.

پدیداری نموده‌های عینی ناپایداری در بازار مالی سبب شد تا خزانه‌داری مرکزی آمریکا تسهیلات جدیدی را در اختیار بانک‌های بحران‌زده قرار دهد تا حدی که استقراض حتی با پشتوانه‌ی اوراق بهادار غیرنقدشونده هم امکان‌پذیر بود. اما بانک‌ها بیش‌تر در پی فروش این اوراق بهادار و رهایی از آنها بودند. معامله‌گران به هر ترفندی دست می‌زدند تا اوراق بهادار رهنی خود را به نقد تبدیل کنند. اما حجم انبوه عرضه‌ی اوراق بهادار در بازار موجب شد تا قیمت‌ها بیش‌تر و با شتاب عجیبی کاهش یابد. فعالان بازار و حتی مقررات‌گذاران با سردرگمی کامل روبه‌رو بودند. کاهش قیمت‌ها تا جایی پیش رفت که بانک‌ها دیگر با مشکل کمبود نقدینگی روبه‌رو نبودند، بلکه چالش جدید آنها نبود نقدینگی و ناتوانی در ایفای تعهدات بود. خزانه‌داری مرکزی به بانک‌ها امکان داده بود تا معادل ارزش اوراق



خطر اعتباری مشتربان جدید مربوط است؛ اما آیا این نگرانی باید تا آنجا پیش رود که باعث توقف اعطای وام و اعتباردهی جدید در بازار شود؟ از دیگر علل این گونه رفتارها، نگرانی بانکها در مورد احتمال کمبود یا نبود نقدینگی کافی برای ایفای تعهداتشان است. اما این نگرانی دستکم در اقتصاد کشورهایی مانند آمریکا و بریتانیا که بانکهای مرکزی تسهیلات لازم برای تقویت سرمایه و تزریق نقدینگی را فراهم کرده‌اند هم چندان معتبر به نظر نمی‌رسد.

شاید علت بی‌میلی بانکها به اعطای وام و اعتباردهی تنها به نگرانی آن‌ها در مورد ناتوانی در برابر تأمین‌کنندگان منابع مالی مربوط نباشد. در واقع، بانکها ممکن است بیش‌تر در مورد کمبود نقدینگی لازم در صورت پدیداری فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرریزه‌ی جدید نگران باشند. برای نمونه، شرایطی را در نظر بیاورید که یکی از مؤسسات مالی بزرگ بحران‌زده در آینده‌ای نه‌چندان دور به ورطه‌ی ورشکستگی کشانده شود و در نتیجه‌ی آن، ناگزیر از عرضه‌ی تمام دارایی‌های خود به بازار باشد. چنانچه تعداد بنگاه‌های برخوردار از نقدینگی کافی برای خرید این دارایی‌ها در بازار اندک باشد طبیعی است که قیمت آنها کاهش می‌یابد. افزون بر این، جذب نقدینگی موجود به‌وسیله‌ی مؤسسه‌ی مالی ورشکسته موجب می‌شود تا استقراض در بازار به‌وسیله‌ی سایر بنگاه‌ها و مؤسسات نیازمند به نقدینگی بسیار دشوار شود. بنابراین، در صورتی که چشم‌انداز روشنی برای خرید دارایی‌های مؤسسات رو به افول وجود داشته باشد، بانکها ترجیح می‌دهند تا منابع مالی خود را به‌صورت کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاری کنند تا در صورت لزوم و در زمان مناسب بتوانند این منابع را در اختیار بگیرند و از فرصت‌های به‌وجود آمده بیشترین بهره‌برداری را به‌عمل آورند. در نتیجه، نگرانی بانکها در مورد دشواری‌های احتمالی پیش رو یگانه عامل بی‌میلی آن‌ها به اعطای وام و تخصیص اعتبارات جدید نیست. انتظارات در مورد کمبود یا حتی نبود نقدینگی که به فروش اجباری دارایی‌های مالی

بهادار خود از نظام بانکی تسهیلات جدید دریافت کنند تا به ایفای بدهی‌ها و تعهدات خود بپردازند. اما ارزش اوراق بهادار به اندازه‌ی کاهش یافته بود که دیگر به کارگشایی نقدینگی جدید هم امیدی نبود. هجوم سپرده‌گذاران به بانکها آغاز گشت و اعلام ورشکستگی مؤسسه‌ی لیمن برادرز نقطه‌ای بود که بحران نبود بی‌اعتمادی به نظام مالی در جهان فراگیر شد. عملیات استقراض بین بانکی ناگهان به‌حالت تعلیق در آمد و همین امر مقررات‌گذاران بازارها و مقامات بانکهای مرکزی و وزرای اقتصاد در نقاط مختلف جهان را به تکاپو واداشت تا در اقداماتی هماهنگ برای تزریق سرمایه‌ی جدید به بانکها و تضمین بازپرداخت بدهی‌های بانکهای بحران‌زده به مداخله برای احیای وام‌های بین‌بانکی شبانه بپردازند. اما به‌رغم تمام این تمهیدات، نشانه‌ای از بازیابی سریع میل از دست‌رفته‌ی بسیاری از بانکهای بزرگ برای اعطای وام و اعتباردهی به‌دست نمی‌آمد.

### بحران کمبود (نبود) اعتبارات بانکی

باگذشت چندین ماه از نقطه‌ی اوج بحران، چنین به‌نظر می‌رسد که سطح معاملات وام‌های بین‌بانکی شبانه تا اندازه‌ی افزایش یافته است. اما بانکها هنوز هم اشتیاق چندانی در مورد پذیرش خطرهای اعتباری جدید نشان نمی‌دهند. ریشه‌های پایداری این بی‌میلی چیست؟ چگونه است که به‌رغم تمام حمایت‌ها و دخالت‌های مقررات‌گذاران و ناظران بازارها، از بدبینی نسبت به آینده و محافظه‌کاری در رفتار معامله‌گران بازارهای مالی کاسته نمی‌شود؟ یکی از علل این وضعیت به نگرانی بانکها در مورد

به‌وسیله‌ی مؤسسات مالی و بنگاه‌های بحران‌زده می‌انجامد هم می‌تواند از دیگر علل خشکیدن اعتبارات بانکی در بازار باشد.

توجه به این نوع انگیزه‌های سودجویانه‌ی بانکها مبنایی برای تبیین رکود در بازار برخی دارایی‌ها را نیز به‌دست می‌دهد. برای مثال، برخی از بانکها و مؤسسات مالی بحران‌زده هنوز هم حجم زیادی از اوراق بهادار رهنی خود را نگهداری می‌کنند (جالب است که علت بحران‌زده بودن این بنگاه‌ها در وجود و نگهداری همین اوراق بهادار ریشه دارد). در واقع، بسیاری از آنها در حال حاضر حتی نسبت به فروش اوراق بهادار هم اشتیاق نشان نمی‌دهند؛ چرا که بیشتر این مؤسسات مالی و بانکها چشم‌امید به روزی در آینده دوخته‌اند که قیمت اوراق بهادار رهنی مجدداً افزایش یابد و آن‌ها را از تنگناهای مالی نجات دهد. هم‌زمان، خریداران بالقوه‌ی اوراق بهادار رهنی هم انتظار دارند که فرایند کاهش قیمت‌ها تداوم یابد و آن‌ها بتوانند اوراق بهادار رهنی را در آینده به قیمت ارزان‌تری بخرند. با این که در حال حاضر، قیمت‌ها در بازار معاملات اوراق بهادار رهنی تا اندازه‌ی زیادی بازتابی از همین انتظارات است، ولی بانکها و مؤسسات مالی بحران‌زده رغبتی به فروش نشان نمی‌دهند.

### رو در رویی با بحران

به‌رغم فرو نشستن نسبی شدت اولیه‌ی بحران، بسیاری از بانکها و مؤسسات مالی هنوز تا اندازه‌ی زیادی پریشان‌حال به‌نظر می‌رسند و نگران ظهور نامایمات جدید هستند؛ اما در همین حال، معامله‌گران آنها نیم‌نگاهی هم به فرصت‌های سودجویی از موارد کمبود نقدینگی آینده در بازارها دارند. بخش بزرگی از ترازنامه‌ی بانکها هنوز دربرگیرنده‌ی دارایی‌هایی است که فاقد بازار فعال اند و از این رو، نقدشونده نیستند. با توجه به ناپایداری و امکان ورشکستگی برخی از مؤسسات مالی و بانکها، عرضه و فروش اجباری چنین دارایی‌هایی محتمل به‌نظر می‌رسد و همین امر، به نگرانی‌ها در مورد بی‌ثباتی قیمت‌های بازار دامن می‌زند. کاهش قیمت‌ها به‌دلیل عرضه‌ی یک‌باره‌ی حجم انبوه دارایی‌ها را می‌توان از دو منظر نگریست؛ یکی

از دیدگاه بنگاه‌های عرضه‌کننده که ناگزیر از فروش بوده‌اند تا از عهده‌ی بدهی‌ها برآیند و کاهش قیمت تنها سبب افزایش فشار بر آنها می‌شود؛ و دیگری از دیدگاه بانک‌های منفعت‌جو که از این کاهش قیمت و کمبود نقدینگی در بازار نهایت بهره‌برداری را به عمل می‌آورند. احیای اعطای وام و اعتباردهی در بازارها نیازمند زدودن نگرانی از بنگاه‌های بحران‌زده و مهار هم‌زمان انگیزه‌ها و تلاش بانک‌های فرصت‌طلب است. توجه به این نکته ضروری است که دخالت بانک‌های مرکزی و تشویق به اعطای تسهیلات جدید به بانک‌ها و مؤسسات مالی بحران‌زده در برابر وثیقه‌های کم‌اعتبار لزوماً راه‌کار برون‌رفت از ناپایداری قیمت‌ها نیست؛ چراکه در نتیجه‌ی این سیاست، بانک‌ها و مؤسسات ضعیف‌تر فرصت پیدا می‌کنند تا به نگهداری دارایی‌های غیرنقدشونده‌ی خود ادامه دهند و این وضعیت سرانجام به بیش‌تعلیق **معاملات در بازار**<sup>۱۱</sup> می‌انجامد.

برای رهایی یا دست‌کم کاستن از سطح بیش‌تعلیق معاملات در بازار، سه راه‌کار بالقوه وجود دارد. نخست، مراجع پولی کشورها می‌توانند با برپایی سازوکار اجرایی مناسب، به خرید تمام اوراق بهادار غیرنقدشونده بپردازند و این اوراق را در اختیار یک نهاد دولتی مسئول در زمینه‌ی مدیریت دارایی‌ها و اموال دولتی قرار دهند (مانند آنچه که در آمریکا با نام برنامه‌ی مشکل‌زدایی از **دارایی‌های بیمار**<sup>۱۲</sup> طراحی و اجرا شد). این راه‌کار می‌تواند در رفع رکود برخاسته از بی‌میلی بنگاه‌های بحران‌زده به فروش اوراق بهادار در سطح قیمت‌های جاری و در تحرک بخشیدن به معاملات بازار بسیار مؤثر باشد. نشر این باور که دولت مصمم به خرید این اوراق بهادار است حتی می‌تواند به افزایش قیمت‌ها بینجامد، زیرا دولت با نشان دادن اراده‌ی خویش، احتمال وجود اوراق بهادار ارزان قیمت در آینده را کاهش می‌دهد. علاوه بر این، چنانچه بسیاری از بنگاه‌های بحران‌زده دارایی‌های غیرنقدشونده‌ی خود را به دولت بفروشند، بیش‌تعلیق معاملات در بازار از میان می‌رود و با حذف احتمال عرضه و فروش اجباری اوراق بهادار در آینده، قیمت‌ها به‌خودی‌خود رشد می‌کنند. هر دو پیامد مورد اشاره می‌توانند حجم معاملات در بازارهای مالی را



افزایش دهند و بر رونق بازار وام‌ها و اعتبارات بانکی هم تأثیر بگذارند.

بر پایه‌ی راه‌کار دوم، دولت‌ها باید به برقراری ثبات در بخش مالی و بنگاه‌های بااهمیتی تمرکز کنند که دارایی‌های غیرنقدشونده در آنها انباشته شده است. این امر از طریق تقویت و تزریق سرمایه در آن دسته از بنگاه‌هایی که از احتمال بقای بالایی برخوردارند و هم‌زمان با جذب، تملیک یا تعطیلی سایر بنگاه‌ها حاصل می‌شود. به همین ترتیب، دارایی‌های بیمار متعلق به بنگاه‌هایی را که به تعطیلی کشانده می‌شوند می‌توان به یک نهاد دولتی مسئول در زمینه‌ی مدیریت دارایی‌ها منتقل و به‌تدریج با گذر زمان واگذار کرد. یکی از مواردی که لازمه‌ی توفیق این راه‌کار و پیش‌گیری از فروش اجباری دارایی‌ها در آینده است، تصمیم‌گیری در زمینه‌ی مداخله در بخش مالی سایه‌ای است. گسترش چتر حمایتی دولت به بنگاه‌های خارج از حوزه‌ی شمول مقررات نظارتی می‌تواند مشکلات سیاسی بالقوه‌ای به‌همراه داشته باشد. برای مثال، چنانچه منابع مالی عمومی و یارانه‌های دولتی برای نجات این نوع بنگاه‌ها (مانند صندوق‌های مصون‌سازی) می‌تواند با اعتراض نمایندگان مردم در مجلس روبه‌رو شود. به‌همین ترتیب، در صورتی‌که مداخله‌ی دولت بدون حمایت مالی صورت گیرد و این دخالت به بدتر شدن وضعیت ذی‌نفعان بنگاه‌ها بینجامد، احتمال طرح دعاوی حقوقی از سوی آنان علیه دولت هم وجود دارد.

اما در راه‌کار سوم که آمیزه‌ای از دو راه‌کار پیش‌گفته

است، مراجع دولتی ضمن انجام اصلاحات در بخش مالی مشمول مقررات نظارتی، به خرید دارایی‌های غیرنقدشونده مبادرت می‌کنند و تمرکز کوشش‌های حمایتی خود را بر بنگاه‌هایی قرار می‌دهند که احتمال ورشکستگی آنها زیاد است. این شیوه‌ی عمل با آنچه در حال حاضر از سوی دولت‌ها در قالب تزریق سرمایه‌ی جدید به بانک‌های پایدار اجرا می‌شود تفاوت‌های اساسی دارد؛ اگرچه روش کنونی مانع از عرضه‌ی یک‌باره‌ی اوراق بهادار به بازارها شده است اما در حل و فصل بیش‌تعلیق معاملات اوراق بهادار غیرنقدشونده در مؤسسات و بانک‌های بحران‌زده چندان کارا نبوده است. تا زمانی که تکلیف این نوع بنگاه‌ها (تعطیلی اجباری یا جذب و تملیک آنها) روشن نشود، امکان راه‌یابی دارایی‌های مالی غیرنقدشونده به بازار و سرانجام به ترازنامه‌ی بانک‌های باثبات فراهم نمی‌شود. در حقیقت، تا زمانی‌که اقدامی در این خصوص صورت نگیرد، بیش‌تعلیق معاملات اوراق بهادار و رکود ناشی از آن و هم‌چنین بی‌میلی به اعطای وام و اعتباردهی ادامه خواهد داشت.

### بازار اتهامات

متهم ردیف اول در شکل‌گیری بحران مالی کیست؟ همان‌گونه که از مباحث طرح شده بر می‌آید در ردیابی ریشه‌های بحران، اشخاص بسیاری را می‌توان بالقوه در مظان اتهام قرار داد؛ کشورهای صادرکننده‌ی سرمایه‌ی مالی که تصور می‌کردند پس‌اندازهایشان عامل سعادت و رونق در کشورهای دیگر است و متوجه پیامدهای مخرب



بسیاری را جلب کند.

مسئولان مدیریت خطر در برخی از نگاه‌ها در مورد پیامدهای احتمالی رفتار نابخردانه‌ی معامله‌گران هشدار داده بودند اما به نظر می‌رسد که به نگرانی‌های ابراز شده از سوی آنان چندان توجهی نشده بود. حقیقت آن است که در دوران رونق اقتصادی، ترغیب سرمایه‌گذاران و جویندگان ثروت در بازارهای مالی به محافظه‌کاری و احتیاط امری بسیار دشوار است؛ به طوری که از جان مینارد کینز نقل شده است: "توان سرمایه‌گذاران در حفظ قابلیت پرداخت بدهی‌هایشان از دست می‌رود و بازارها به رفتار غیرمنطقی و

مستانه‌ی خود برای دوره‌ی بس طولانی‌تر ادامه می‌دهند".

جالب است که سیاستمداران هم در بهره‌برداری از رونق بازارها و حتی دامن زدن به آن انگیزه‌های زیادی داشته‌اند؛ چرا که بانکداران بر آنها فشار زیادی اعمال می‌کردند تا از تصویب مقررات تأمین‌کننده‌ی منافع آنان حمایت و در برابر مقررات‌گذاری برای محدودسازی صنعت بانکداری مقاومت کنند. در واقع، بانکداران به دلیل توانایی مالی و پایگاه اجتماعی‌شان، از قدرت رایزنی زیادی برای پیش برد اهداف‌شان در زمینه‌ی مقررات‌زدایی و آزادسازی نظام مالی و اعمال فشار بر سیاستمداران برخوردارند و همین امر، علل حمایت از رونق از سوی سیاستمداران را تبیین می‌کند. در همین حال، پرسش‌هایی هم در مورد عملکرد مقررات‌گذاران مطرح است. آیا می‌توان از مقررات‌گذاران انتظار داشت در شرایطی که همگان در شور و هیجان سودهای سرشار دوران رونق به سر می‌برند در برابر آنها ایستادگی کنند و به مقررات‌گذاری برای محدودسازی فعالیت‌های اقتصادی بپردازند؟ در چنین شرایطی شاید یگانه اقدامی که از عهده‌ی مقررات‌گذاران بر می‌آید، طرح استدلال‌هایی در زمینه‌ی علل ناتوانی بی‌بی میلی آنها در مهار رشد افسارگسیخته است.

بدین ترتیب، باید اعتراف کرد که همه‌ی گروه‌های مربوط در گردونه‌ی عملیات نظام مالی به‌نوعی

گرفتار دام سرخوشی دوره‌ای بوده‌اند و در تشویق و اشاعه‌ی طمع‌ورزی و شکل‌گیری بحران جاری نقش داشته‌اند. درک و پذیرش این حقیقت تنها راه مؤثر برای پیش‌بینی و مهار بحران‌های بالقوه در آینده است. سنت رایج تاکنون آن بوده است که تنها در زمان بروز نشانه‌های وجود بحران، اعمال فشار افکار عمومی بر سیاستمداران، رویارویی بانکداران با ترازنامه‌های ضعیف خود، و مواجهه‌ی مقررات‌گذاران با انتقادهای تند، ناگهان همگان به مقررات‌گذاری به‌عنوان چاره‌ی راهی رجوع می‌کنند. بی‌گمان زمان تغییر این سنت فرا رسیده است.

### نقش مقررات

انفعال و ایستایی اشخاص مشمول مقررات نظارتی و بازارهای محل فعالیت آنها را باید به‌عنوان توهّم بزرگ حاکم بر اذهان دست‌درکاران تحول در مقررات نظام مالی قلمداد کرد. از کردار اینان بر می‌آید که گویی محیط تحت نظارت فاقد پویایی بوده است و در برابر افت و خیزهای ناشی از چرخه‌های اقتصادی پیرامون خود ایستا است. در حقیقت، ایمان به ضرورت وجود مقررات اغلب زمانی ابراز می‌شود که افسار امور از دست خارج می‌شود و چرخه‌ی اقتصاد در پایین‌ترین نقطه‌ی افول قرار می‌گیرد و نیاز مبرم چندانی هم به مقررات‌گذاری وجود ندارد. جالب‌تر آن‌که در دوران رونق و در شرایطی که چرخه‌ی اقتصاد در نقطه‌ی اوج قرار دارد و نیاز به مقررات‌گذاری باید بیش از هر زمان دیگری احساس شود، خیل سرمایه‌گذاران بر اعتماد به سازوکار نظام بازار و ایمان به دست نامرئی سامان‌دهنده‌ی آن تأکید می‌کنند. لازمه‌ی توفیق نهادهای مقررات‌گذار در بازارهای مالی همانا تشخیص وجود این تفاوت‌ها در دوران مختلف چرخه‌ی اقتصاد و تدوین مقررات به‌نحوی است که با پدیداری نوسان‌های اقتصادی از روایی و اعتبارش کاسته نشود.

لازمه‌ی جلب اعتماد عمومی به دستگاه مقررات‌گذاری و اطمینان به کارایی نظام بازارهای تحت مقررات و نظارت تدوین مجموعه‌ای از مقررات است که در برابر چرخه‌های اقتصاد از مصونیت برخوردار باشد. در واکنش به بحران

آن نبودند؛ خانوارهایی که به مراتب بیش از حد توان خود وام و اعتبار گرفتند و پول خرج کردند؛ مقامات پولی و مالی که برای کاستن از فشارهای اقتصادی کوتاه‌مدت، عجولانه به مهار مقطعی ناپایداری‌ها پرداختند و با این کار فقط ظهور کامل پیامدها را به تأخیر انداختند؛ بانکدارانی که با طمع‌ورزی در دوران رونق، صاحب ثروت‌های زیادی شدند و با افول اقتصاد، بار مالی اعمال‌شان را بر دوش عموم آحاد جامعه گذارند و رفتند؛ سیاستمداران بی‌بصیرتی که تنها برای گسترش محبوبیت خویش و جذب آرای بیش‌تر، به قوانین و مقرراتی تن دادند که موجب گسترش مالکیت به افشاری از جامعه‌ی آمریکا و اروپا شد که اساساً بضاعت مالی لازم را برای آن نداشتند؛ بازارگردان‌هایی که در رونق و رشد اقتصادی عامل تهور و ماجراجویی‌های بانکداران و تشویق بنگاه‌ها به تقبل بدهی بیش از حد بودند ولی با پدیداری اولین ناپایداری به‌ناگاه محافظه‌کاری پیشه کردند و حالا هم از هرگونه خطر ناشناخته دوری می‌جویند؛ و فهرست متهمین بحران را می‌توان هم‌چنان ادامه داد. اما در این میان، وجه اشتراک مضمون‌های پرونده‌ی بحران، تأثیرپذیری جمله‌ی آنها از سرخوشی دوره‌ای ناشی از رونق فریبنده در بازارهای مالی است. باید پذیرفت که در دوران رونق، اظهار هرگونه نگرانی در مورد ثبات و پایداری مالی و ضرورت منطقی‌گرایی در پیشرفت اقتصادی شاید نمی‌توانست مخاطبان



بر مقررات‌گذاران آغاز می‌شود این بار آنان را به کاهش سطح حداقل کفایت سرمایه بانکها ترغیب کنند.

پیش شرط موفقیت نظام مقررات‌گذاری در برقراری ثبات و مصونیت و پایداری در برابر چرخه‌های اقتصادی همانا فراگیری، اقتضامندی و مقرون به صرفگی مقررات جدید است. مقررات تدوین شده باید به شکلی فراگیر در مورد تمام

بانکها و مؤسسات مالی اجرا شود و عامل تشویق انتقال عملیات از واسطه‌های مالی مشمول مقررات نظارتی به بانکها و مؤسسات مالی در بازارهای آزاد نباشد؛ این نوع انتقال عملیات بیشتر در دوران رونق مشاهده می‌شود و می‌تواند ناپایداری‌های زیادی را به بار آورد. مقررات باید از ظرفیت انعطاف و تغییر به تناسب و اقتضای شرایط اقتصادی هم برخوردار باشد، به نحوی که در زمان مقتضی بیشترین فشار را به بخش‌های اقتصادی وارد کند و در سایر زمانها، آزادی عمل لازم برای فعالیت اقتصادی را به این بخش‌ها بدهد. اقتضایی بودن مقررات موجب مقرون به صرفگی آنها هم می‌شود و از ابهام و سوء استفاده از آنها جلوگیری می‌کند.

در ادامه، نمونه‌هایی از این نوع مقررات طرح و بررسی می‌شود. ابتدا، به جای تعریف الزامات بر حسب سرمایه‌ی دائمی، می‌توان چارچوب مشخصی را طرح کرد که بر آن پایه، بانکها و مؤسسات مالی به تأمین سرمایه‌ی جدید و تزریق آن در صورت بروز ناپایداری در خود واسطه‌ی مالی یا کل نظام مالی مکلف می‌شوند. با توجه به این که ترتیبات مربوط به انعقاد قرارداد تأمین سرمایه‌ی احتمالی به طور معمول در دوران رونق اقتصادی (تحت شرایطی که تحمل زیان و بروز بی‌ثباتی در اقتصاد بعید به نظر می‌رسد) تنظیم می‌شود، انتظار می‌رود واسطه‌های مالی بتوانند منابع احتمالی را آسان تر و به بهای ارزان تر (در مقایسه با تأمین سرمایه در شرایط وجود بحران) تحصیل کنند. افزون بر این، به دلیل احتمالی یا حتی بعید بودن

جاری، برخی مطالعات انجام شده و از آن جمله نشریه‌ی موسوم به گزارش ژنو (Brunnermeier et al., ۲۰۰۹) بر ضرورت وجود الزامات کفایت سرمایه‌ی پادچرخه‌ای<sup>۱۳</sup> تأکید کرده‌اند؛ بدین ترتیب که در دوران رونق، بر افزایش آستانه‌ی حداقل نسبت کفایت سرمایه تأکید می‌شود و در زمان‌های افول اقتصاد، بر کاستن از آن تمرکز می‌شود. این رویکرد در نظر اول منطقی جلوه می‌کند اما اثربخشی آن در عمل به احتمال زیاد انتظارات را برآورده نخواهد ساخت؛ زیرا در دوران رونق، به دلیل سرخوشی فعالان بازار، احتمال تحمل زیان از سوی واسطه‌های مالی بسیار بعید به نظر می‌آید و از این رو، تقاضای چندانی برای نگهداری سرمایه‌ی زیاد در بانکها وجود ندارد. بنابراین، در صورتی که در چنین شرایطی نهاد مقررات‌گذار، واسطه‌های مالی مشمول مقررات نظارتی را به تأمین آستانه‌های بالاتر برای کفایت سرمایه مکلف کند، انگیزه‌ی انتقال عملیات به واسطه‌های مالی خارج از حوزه‌ی شمول مقررات (بازارهای آزاد) تشدید می‌شود. اقدام بانکها و مؤسسات مالی در ایجاد واسطه‌های هدفدار<sup>۱۴</sup> و سایر مجاری مالی خارج از حوزه‌های تحت نظارت نمود بارز چنین رفتارهایی است.

## تغییر در مقررات

اگرچه تجدید ساختار و تقویت نظام مقررات‌گذاری برای ردیابی مقررات‌گریزی واسطه‌های مالی امکان‌پذیر است، اما بانکها باز هم می‌توانند از طریق خطرجویی در عرصه‌های ناشناخته و ورود به حوزه‌های تعریف نشده در مقررات، از رعایت الزامات سخت‌گیرانه‌ی کفایت سرمایه در دوران رونق بگریزند. رفتار مشابهی از سوی بانکها در پاسخ به کاهش آستانه‌های حداقل نسبت کفایت سرمایه در زمان رکود نیز قابل تصور است. در دوران رکود، بازارهای مالی که به نوعی مخاطره‌گریزی غیر ارادی مبتلا می‌شوند، بر خلاف میل مقررات‌گذاران از بانکها و سایر واسطه‌های مالی توقع دارند تا به مراتب بیش از حداقل‌های تعریف شده، سرمایه در اختیار داشته باشند. این در حالی است که با خاتمه‌ی بحران و بازگشت آرامش نسبی، فشارهای سیاسی

ماهیت سرمایه‌ی جدید، بانکها نمی‌توانند به پشتوانه‌ی وجود آن، به خطرپذیری بیش از حد و غیر منطقی دست بزنند. در نهایت، با توجه به تزریق این نوع سرمایه در شرایط وجود بحران و نیاز واقعی به منابع مالی جدید، این نوع ترتیبات پوشش لازم برای حمایت از نظام مالی و شهروندان (مالیات‌پردازان) را هم فراهم می‌کند.

یکی از روش‌های مناسب برای تأمین سرمایه‌ی احتمالی، الزام بانکها به انتشار اوراق بدهی تبدیل‌پذیر به سرمایه است. تبدیل‌پذیری اوراق بدهی تابعی از تحقق دو شرط است: اول، ظهور نشانه‌های وجود بحران در نظام مالی که بر اساس ارزیابی‌های مرجع مقررات‌گذار یا بر پایه‌ی مشخصه‌های عینی قابل تشخیص است، و دوم، تنزل اندازه‌ی نسبت کفایت سرمایه در بانک یا مؤسسه‌ی مالی از آستانه‌های کمی تعیین شده در مقررات (Squam Lake Working Group on Financial Regulation, ۲۰۰۹). شرط اول موجب می‌شود تا بانک‌هایی که به دلیل خطاهای خود (مانند خطرپذیری افراطی) و نه به علت وجود بحران در کل نظام مالی دچار ناپایداری شده‌اند از گزند پیامدهای تنبیهی قراردادهای بدهی مصون نمانند. شرط دوم هم از طریق فراهم کردن امکان گریز از تبدیل اجباری بدهی به سرمایه، در عمل نوعی پاداش برای بانک‌های برخوردار از کفایت سرمایه به‌شمار می‌رود؛ چرا که با تبدیل بدهی، ارزش حقوق مالکانه‌ی سهام‌داران پیشین به دلیل افزایش تعداد سهام به صورت قابل توجهی کاهش پیدا می‌کند. وجود شرط دوم هم چنین بانکها را



به پیش بینی وقوع زیان و ضرورت توجه به جذب سرمایه‌های جدید تشویق می‌کند.

یکی دیگر از روش‌های اعمال مقررات سرمایه‌ی احتمالی، تدوین الزامات مربوط به ضرورت تحصیل قراردادهای بیمه‌ی وثیقه‌دار از سوی واسطه‌های مالی بزرگ و بااهمیتی است که ناپایداری آنها می‌تواند بر سلامت و ثبات کل اقتصاد و نظام مالی اثرگذار باشد. وجود چنین قراردادهایی سبب می‌شود تا در صورت بروز بحران و ناپایداری در کل نظام مالی، سرمایه‌ی لازم در اختیار واسطه‌ی مالی قرار گیرد (Kashyap, Rajan, and Stein, ۲۰۰۹). برای اجرای این روش، بانک یا مؤسسه‌ی مالی می‌تواند اوراق قرضه‌ی بیمه‌ی سرمایه را منتشر کند، به یکی از صندوق‌های ثروت حکومتی (دولتی)<sup>۱۵</sup> واگذار کند، و عواید حاصل را صرف سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه‌ی بی‌خطر دولتی (مانند اوراق قرضه‌ی خزانه‌داری آمریکا) کند. اوراق قرضه‌ی تحصیل شده هم در یک حساب امانی<sup>۱۶</sup> نزد یکی از بانک‌های کوچک‌تر قرار داده می‌شود. در پایان هر دوره‌ی سه‌ماهه، بانک یا مؤسسه‌ی مالی ناشر اوراق قرضه، صرف بیمه‌ی سرمایه (توافق شده در زمان انتشار اوراق قرضه) را همراه با بازدهی (بی‌خطر) کسب شده از محل اوراق قرضه‌ی دولتی به صندوق ثروت دولتی پرداخت می‌کند. حال چنان‌چه کل زیان‌ها در نظام بانکی از حد مشخصی تجاوز کند، منابع مالی لازم از محل عایدات انباشته شده در حساب امانی در اختیار بانک قرار می‌گیرد تا سرمایه‌ی آن تقویت شود. در این حالت، صندوق ثروت دولتی در مورد باز یافت اصل سرمایه‌گذاری متحمل زیان می‌شود و تنها صرف

بیمه را دریافت می‌کند.

راهکارهای مشخصی هم در مورد مقررات جلوگیری از ورشکستگی بانک‌های بزرگ وجود دارد. در دوران رونق اقتصادی، تدوین و اجرای مقررات محدودکننده‌ی اندازه و دامنه‌ی فعالیت بانک‌های بزرگ می‌تواند بسیار دشوار باشد و انگیزه و فشار بسیار زیادی برای تقلیل این نوع مقررات وجود دارد. از این رو، شاید اتکا بر شکلی از مقررات که در برابر چرخه‌های اقتصادی مصونیت دارند و با ظهور افت و خیزهای اقتصادی، روایی و اعتبار خود را از دست نمی‌دهند راهکار مناسب‌تری باشد و به تعطیلی کشاندن بانک‌های بزرگ را هم آسان‌تر کند. آیا نمی‌توان مقررات را به‌گونه‌ای صورت‌بندی کرد که بر پایه‌ی آن‌ها، بانک‌های بزرگ به اجرای برنامه‌ای برای انحلال سریع (در صورت لزوم) مکلف شوند؟ به عبارت دیگر، آیا نمی‌توان واسطه‌های مالی را به تهیه‌ی طرحی جامع برای شرح اقدامات لازم جهت انحلال احتمالی موظف نمود؟ بدیهی است تدوین چنین برنامه‌ای از سوی بانک‌ها مستلزم ردیابی، ثبت اطلاعات، و مطالعه‌ی دقیق و به‌هنگام تمام سرمایه‌گذاری‌ها و تعهدات به‌صورت روزانه است. این برنامه هم‌چنین دربرگیرنده‌ی اجرای آزمون‌های پایداری به‌صورت دوره‌ای از سوی مرجع مقررات‌گذار و وجود حمایت قانونی در زمینه‌ی مواردی هم‌چون انتقال سریع کل تعهدات آینده‌ی بانک به طرف‌های مشخص است. وجود این الزام نه تنها واسطه‌های مالی را به اجتناب از پیچیدگی در عملیات و بهبود مدیریت تشویق می‌کند، بار سنگینی را هم در دوران رونق بر دوش آن‌ها قرار نمی‌دهد و به‌نحوی مدیریت بانک‌ها و مؤسسات مالی را به اندیشیدن درباره‌ی دشواری‌های احتمالی پیش رو وایمی‌دارد.

### سخن پایانی

ریشه‌های بحران جاری در طمع‌ورزی بانک‌ها و معامله‌گران آنها قرار دارد. به‌نظر می‌رسد تداوم رکود بازارها هم از همین انگیزه سرچشمه می‌گیرد. اقدامات دولت‌ها تا اندازه‌ای راه‌گشا بوده است اما نمی‌توان و نباید از سر ساده‌انگاری به دشواری‌های موجود و آن‌چه پیش رو است، کورکورانه خوش بین شد. با مثبت‌اندیشی نمی‌توان حقایق را تغییر داد؛ راه پر تلاطم پیش‌رو را تنها می‌توان با شناخت دقیق مسائل و چالش‌هایی که بر اقتصاد جهانی سایه افکنده است هموار ساخت؛ باید به سیاست‌گذاری و در صورت لزوم مقررات‌گذاری منطقی پرداخت و راهکارهای برون‌رفت از بحران جاری را عرضه کرد. در واقع، بحران به‌وجود آمده فرصت مناسب و منحصر به فردی برای اجرای طرح‌های تحول و اصلاحات ساختاری در مقررات نظام مالی جهانی فراهم کرده است که نباید از دست برود. دست‌درکاران امور در نهادهای ملی و بین‌المللی نباید هم‌چون گذشته در دام وسوسه‌ی مقررات‌گذاری افراطی گرفتار شوند. به همان اندازه که مقررات‌زدایی در دوران رونق نامطلوب است، مقررات‌گذاری بی‌حد و حساب در دوران رکود هم می‌تواند پیامدهای نامناسب بسیاری را در پی داشته باشد. شاید راه حل منطقی در این خصوص، اجتناب از هرگونه افراط و تفریط و گزینش میانه‌روی در مقررات‌گذاری است؛ و در این خصوص، تأکید بر مقررات‌گذاری مصون در برابر چرخه‌های اقتصادی را می‌توان گام مؤثری در این راستا تلقی



Benmelech, Efraim, and Jennifer Dlugosz. 2008. "The Alchemy of CDOs' Credit Ratings." Unpublished Working Paper, Harvard Business School.

Bernanke, Ben S. 2005. "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit." The Homer Jones Memorial Lecture, St. Louis, Missouri; accessed at: [www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm)

Brunnermeier, Markus K., Andrew A. Crockett, Charles A. Goodhart, Avinash D. Persaud, and Hyun Song Shin. 2009. The Fundamental Principles of Financial Regulation: Geneva Reports on the World Economy 11. Centre for Economic Policy Research, London, UK.

Diamond, Douglas W., and Raghuram G. Rajan. 2001. "Liquidity Risk, Liquidity Creation and Financial Fragility: A Theory of Banking." *Journal of Political Economy*, 109(2): 287-327.

Diamond, Douglas W., and Raghuram G. Rajan. 2005. "Liquidity Shortages and Banking Crises." *Journal of Finance*, 60(2): 615-47.

Diamond, Douglas W., and Raghuram G. Rajan. 2008. "Illiquidity and Interest Rate Policy." Unpublished Working Paper, Booth School of Business, University of Chicago.

Diamond, Douglas W., and Raghuram G. Rajan. 2009. "The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies." *American Economic Review*, 99(2): 606-610.

Kashyap, Anil K., Raghuram G. Rajan, and Jeremy C. Stein. 2009. "Rethinking Capital Regulation." in Federal Reserve Bank of Kansas Symposium. Maintaining Stability in a Changing Financial System (February): 431-471; accessed at: [www.kc.frb.org/publicat/sympos/2008/kashyaprajanstein.03.12.09.pdf](http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2008/kashyaprajanstein.03.12.09.pdf)

Rajan, Raghuram G. 2005. "Has Financial Development Made the World Riskier." Paper presented at The Greenspan Era: Lessons for the Future Federal Reserve Bank of Kansas Symposium, Jackson Hole, Wyoming.

Rajan, Raghuram G. 2009. "The Credit Crisis and Cycle-Proof Regulation." *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September/October (Part 1): 397-402.

Rajan, Uday, Amit Seru, and Vikrant Vig. 2008. "The Failure of Models that Predict Failure: Distance, Incentives, and Defaults." Unpublished Working Paper.

Squam Lake Working Group on Financial Regulation. 2009. "An Expedited Resolution Mechanism for Distressed Financial Firms: Regulatory Hybrid Council on Foreign Relations. Center for Geoeconomic Studies, April; accessed at: [www.cfr.org/content/publications/attachments/squam\\_lake\\_working\\_paper3.pdf](http://www.cfr.org/content/publications/attachments/squam_lake_working_paper3.pdf)

کرد. در این نوشتار، گمانه‌هایی در باب ریشه‌های بحران اعتباری جاری همراه با برخی از راه‌حل‌های بالقوه برای آن ارائه شد. بدیهی است که ارائه‌ی تحلیل‌های جامع‌تر و عرضه‌ی دیدگاه‌های تجربی دقیق‌تر نیازمند وجود داده‌های بیشتر است که به مرور و در طول زمان فراهم می‌شود.

## پی‌نوشت‌ها

1-Eyclical Euphoria

2-Securitization

3-Collateralized Debt Obligations(CDOs)

4-Customer Credit Score

5-Loan-to-Value Ratio

6-Mortgage-Backed Securities(MBS)

۷- به استناد همین باور بود که در مراحل اولیه‌ی بحران، برخی از بانک‌ها با هدف ایجاد مصونیت در برابر کاهش بیشتر قیمت مسکن، نسبت به فروش اوراق بهادار کم کیفیت و جایگزینی آن با اوراق بهادار با کیفیت اقدام کردند. با این حال، با عمیق‌تر شدن بحران و گسترش دامنه‌های آن، شدت کاهش قیمت اوراق بهادار با کیفیت به مراتب بیش از اوراق بهادار کم کیفیت بود.

۸- برای نمونه می‌توان به گفته‌های چاک پرینس، مدیرسیتی‌گروپ (Citigroup)، اشاره کرد؛ جایی که او در مصاحبه‌ی ۹ جولای ۲۰۰۷، روزنامه‌ی تایمز مالی لندن (Financial Times) و در واکنش به افزایش خطر معاملات مربوط به خرید سهام کنترل (Buyouts) سایر بانک‌ها و نگاه‌ها چنین اظهار می‌کند که: "تا زمانی که نقدینگی وجود داشته باشد، ما پا به پای بازار پیش خواهیم رفت؛ کمبود یا نبود نقدینگی به شک ما را با مشکل روبه رو خواهد کرد؛ اما تا آن هنگام، ما به پیشروی خود ادامه خواهیم داد." نگاه کنید به

Wighton, David. 2009. "Citigroup Chief Stays Bullish on Buy-Outs." *Financial*

*Times*, July 9; accessed at: [www.ft.com/cms/s/0/80e2987a-2e50-11dc-821c-0000779fd2ac.html?ncklick\\_check=1](http://www.ft.com/cms/s/0/80e2987a-2e50-11dc-821c-0000779fd2ac.html?ncklick_check=1).

9- Tail Risk

10- Moral Hazard and Adverse Selection

11- Market Overhang

بیش تعلیق معاملات در بازار معرف وضعیتی است که عرضه و فروش اوراق بهادار (مانند سهام یا اوراق بدهی) به دلیل انتظارات خریداران بالقوه از کاهش قیمت‌ها در آینده، تنزل می‌یابد. این شرایط به‌طور معمول زمانی پدیدار می‌شود که معامله‌گران با در نظر گرفتن شایعات یا انتظارات در مورد عرضه‌ی یک‌باره حجم زیادی از یک نوع اوراق بهادار، در خرید آن تعلل می‌کنند و معاملات آن‌را به حال تعلیق در می‌آورند.

12-Troubled Asset Relief Program

۱۳- سیاست‌های مالی و اقتصادی پادچرخه‌ای (Countercyclical) که از آن‌ها با نام سیاست‌های فعال نیز یاد می‌شود، در جهت عکس روند گرایش چرخه‌های اقتصادی عمل می‌کند. بدین ترتیب، در دوران رشد و رونق شتابان اقتصاد، سیاست‌های پادچرخه‌ای بر محور کاستن از سرعت حرکت اقتصاد طراحی می‌شوند؛ و بر عکس، در دوران افول و رکود، این نوع سیاست‌ها با هدف تشویق فعالیت‌های اقتصادی و تحرک بخشیدن به جریان کل اقتصاد اجرا می‌گردند.

14-Special Purpose Vehicles (SPV)

15-Sovereign Wealth Funds

16- Custodial Account

