

حباب های قیمتی مشهور در بازارهای مالی

دکتر ابوالقاسم اثنی عشری^۱
محمد رضا بابایی سمیرمی^۲

چکیده:

یکی از عوامل تاثیر گذار در نوسان قیمت ها وجود حباب آروی سطح قیمت ها است. حباب در سطح قیمت ها به دلیل اختلال در فرآیند جاری اطلاعات صحیح در بازار پدید می آید و و نادیده گرفتن این عامل قیمتی، هزینه هایی بر اقتصاد ملی تحمیل خواهد کرد. موضوع حباب های قیمتی از لحاظ تاریخی برای اولین بار در اوایل قرن هفدهم و از لحاظ علمی نخستین بار در بحران بازار سهام ایالات متحده از اکتبر ۱۹۲۹ تا ژوئن ۱۹۳۲، مطرح شد. در ادبیات اقتصادی به انحراف قیمت کالا از قیمت تعادلی بلند مدت آن حباب گفته می شود. در این تحقیق، سه حباب قیمتی مشهور تاریخ علم اقتصاد شامل جنون گل لاله، اکتبر سیاه و سود شرکت «تری-ام»؛ معرفی شده است. نقش حباب های قیمتی در سیاست گذاری های اقتصادی، بخش پایانی این پژوهش است.

واژه های کلیدی: حباب قیمتی، تاریخ اقتصادی، تورم.

Keywords: Inflation, economic history

(۱) مقدمه:

- ۱- دانشیار اقتصاد و عضو هیات علمی دانشگاه جامع پیام نور استان مازندران
- ۲- کارشناس ارشد اقتصاد و مدیر پژوهشی دانشگاه پیام نور استان مازندران

تثبیت اقتصادی یکی از وظایف اصلی دولت در حیطه اقتصاد است، شاید بتوان ریشه اصلی نوسانات در سطح کلان اقتصاد را تورم و نوسانات سطح قیمت ها دانست، یکی از عوامل تاثیر گذار در نوسان قیمت ها وجود حباب آروی سطح قیمت ها است. تشکیل، انبساط و ترکیدن حباب های قیمتی منجر به نوسان شدید در سطح قیمت کالا و خدمات خواهد شد. توجه نکردن به وجود حباب قیمتی به عنوان یکی از ریشه های نوسانات اقتصادی، دولت و بانک مرکزی را در رسیدن به وظیفه تثبیت ناکام خواهد گذاشت. وجود حباب قیمتی در بازارهای مختلف و به طور کلی حباب در سطح قیمت ها یکی از نظریه های جدید در حیطه اقتصاد کلان بوده که به دلیل اختلال در فرآیند جاری اطلاعات صحیح در بازار پدید آمده و نادیده گرفتن این عامل قیمتی، هزینه هایی بر اقتصاد ملی تحمیل خواهد کرد.

موضوع حباب های قیمتی از لحاظ تاریخی

برای اولین بار در اوایل قرن هفدهم و از لحاظ علمی نخستین بار در بحران بازار سهام ایالات متحده از اکتبر ۱۹۲۹ تا ژوئن ۱۹۳۲، مطرح شد و اقتصاد دانان، به ویژه طرفداران مکتب انتظارات عقلایی همواره تحولات این موضوع جدید در حیطه اقتصاد کلان را مطالعه و پیگیری کرده اند که از مشهورترین آن ها

یکی از عوامل تاثیر گذار در نوسان قیمت ها وجود حباب روی سطح قیمت ها است. حباب در سطح قیمت ها به دلیل اختلال در فرآیند جاری اطلاعات صحیح در بازار پدید می آید و و نادیده گرفتن این عامل قیمتی، هزینه هایی بر اقتصاد ملی تحمیل خواهد کرد.



می توان به فلود و گاربر (۱۹۸۴)^۵، شیلر (۱۹۸۱)^۶، میس (۱۹۸۶)^۷، روگوف (۱۹۸۶)^۸، اوانز (۱۹۸۶)^۹، بورن اشتاین (۱۹۸۷)^{۱۰}، وو (۱۹۸۷)^{۱۱}، وست (۱۹۸۷)^{۱۲}، وال (۱۹۸۷)^{۱۳}، هاردویلز (۱۹۸۸)^{۱۴}، پروفیسور بهزاد دیبا و گروسمن (۱۹۸۸)^{۱۵}، کسلا (۱۹۸۹)^{۱۶}، فروت و ابستفلد (۱۹۹۱)^{۱۷}، لارسن (۱۹۹۷)^{۱۸}، شیراتسوکا (۲۰۰۳)^{۱۹}، انگستد (۲۰۰۴)^{۲۰} و وایت (۲۰۰۴)^{۲۱} اشاره کرد.

۲) انتظارات عقلایی

نگرش انتظارات عقلایی در اقتصاد کلان که عمدتاً توسط رابرت لوکاس^{۲۲} (۱۹۷۶) از دانشگاه شیکاگو و توماس سارجنت (۱۹۸۲) از دانشگاه استانفورد آمریکا، توسعه یافته است بر پایه این فرض قرار دارد که مردم انتظارات خود را در مورد تورم یا هر متغیر اقتصادی

5 -Flood, & Garber, P. and Scott, L. (1984)

6 -Shiller, R. (1981a)

7 -Meese, R. (1986)

8 -Rogoff, H. (1986)

9 -Evans, G. E. (1986)

10 -Borenztein, E. R. (1987)

11 -Woo, W. T. (1987)

12 -West, K. D. (1987a)

13 -Wall, S. (1987)

14 -Hardouvelis, G. A. (1988)

15 -Diba, B. & Grossman, H. (1988a)

16 -Casella, A. (1989)

17 -Froot, K. A. & Obstfeld, M. (1991)

18 -Larsen, S. S. (1997)

19 -Shiratsuka, Sh. (2003)

20 -Engsted, T. (2002)

21 -White, H. (2004)

۲۲ - برای مطالعه کامل نظریات مکتب انتظارات عقلایی مراجعه شود به :

a)- Robert, Lucas (1981); pp104-130.

b)-Sargent, T. J and N. Wallac (1973); pp. 328-350.

دیگر بر پایهء تمامی اطلاعات موجود در مورد رفتار آینده متغیر شکل می دهند. منظور از اطلاعات موجود، کل اطلاعات در دسترس، چه اطلاعات گذشته و چه انتظارات جاری است. عمده ترین فرضی که در انتظارات عقلایی مطرح است درونزا بودن انتظارات مردم است. موت^{۲۳} (۱۹۶۱) معتقد است « انتظارات مردم به صورت سینماتیک^{۲۴} بدتر از پیش گویی مدل های اقتصادی نیست».

اصولاً الگوهای انتظارات عقلایی در اقتصاد با دو فرض اساسی شروع می شوند؛ اول این که مردم اطلاعات بسیار و رایگانی در اختیار دارند و دوم این که قیمت ها و دستمزدها انعطاف پذیرند^{۲۵}. با این دو فرض اساسی یاد شده، در انقلاب انتظارات عقلایی، یک تعادل همواره را در تمامی بازارها نشان خواهد داد و بیان می کند که حتی در کوتاه مدت هم انتظارات با واقعیت منطبق هستند لذا دلیلی جز عوامل تصادفی وجود نخواهد داشت تا در تعادل نباشیم.

بنابراین با فرض انتظارات عقلایی، پیش بینی های بدون تورش را بر مبنای اطلاعات مناسب به وجود می آورند^{۲۶}. در حقیقت افراد عقلایی می توانند مشاهدات گذشته خود را درخصوص رفتار مسئولان مورد استفاده قرار دهند تا قاعده سیاست گذاری را کشف کنند. به محض این که قاعده مذکور را شناختند، در مورد متغیرهایی که سیاست گذاران بر اساس آن ها واکنش نشان می دهند، می توانند مشاهدات جاری را برای پیش بینی حرکت های سیاست گذاری آینده مورد استفاده قرار دهند. آنگاه بر اساس این پیش بینی ها می توانند تاثیر سیاست های پیش بینی شده را با انجام دادن تعدیلات مناسب در



در ادبیات اقتصادی به انحراف قیمت کالا از قیمت تعادلی بلند مدت آن حباب گفته می شود، در واقع هنگامی که قیمت یک کالا یا خدمت با قیمت انتظاری آن در آینده تفاوت داشته باشد، بحث حباب مطرح می شود.

23 -Muth

24 -cinematic

۲۵ - دل انگیزان، سهراب (۱۳۷۳)، ص ۱۲۰.

26 - Humphrey, T. M. (1985).

بازارهای مالی رکود بزرگ^{۳۱} و یا افت شدید و بلند مدت شاخص «نیکه» ژاپن^{۳۲} و به دنبال آن رکود بازار ژاپن در اوایل دهه ۹۰ را به دلیل وجود حباب های ذهنی قیمتی دانسته اند.^{۳۳}

۴- حباب های قیمتی مشهور

جنون گل لاله^{۳۴}

در اوایل قرن هفدهم میلادی وجود گل لاله^{۳۵} در باغچه های اروپای غربی به یک رسم و «مد» تبدیل شده و یک بازار گسترده تولید و توزیع پیازگل^{۳۶} لاله ایجاد شده بود. این واقعه که از ۱۶۳۴ تا ۱۶۳۷ ادامه داشت، به «حباب لاله»^{۳۷} معروف شد، در آن زمان بازار پیاز گل لاله در یک وضعیت سفته بازی شدید فرو رفته بود، تا حدی که پیاز گل به «فرمانده ایک»^{۳۸} معروف شده بود. قیمت یک عدد پیاز گل لاله از ۱۵۰۰ گوینا^{۳۹} در ۱۶۳۴ به ۷۵۰۰ گوینا در ۱۶۳۷، برابر با قیمت یک خانه مسکونی در بریتانیا رسیده بود.^{۴۰} اوایل ۱۶۳۷ قیمت گل لاله افزایش می یافت و حباب قیمتی بطور مداوم منبسط می شد، تا این که حباب قیمتی گل لاله ترکید. بعد از فوریه ۱۶۳۷، قیمت گل لاله ۹۰٪ نسبت به قیمت سال قبل کمتر شده بود.^{۴۱} نام گذاری «حباب» برای تورم ناشی از انبساط ذهنی انتظارات، برگرفته از همین واقعه است.

اکتبر سیاه^{۴۲}

پس از جنگ جهانی اول، ایالات متحده یک جهش انفجاری در رشد اقتصادی به دلیل تکنولوژی جدید تولید، فرایند تولید و مدیریت جدید کارخانجات را تجربه کرد که برای نمونه می توان به پیشرفت کارخانجات «جنرال موتور» و «فورد» در اتومبیل سازی و «RCA» در لوازم الکتریکی اشاره داشت. این غرش و انفجار به دلیل افزایش استفاده از بخش اعتباری تقویت شد. تولیدات صنعتی در ۱۹۲۹ رشدی ۲۵ درصدی داشتند. بازار سهام ایالات متحده هم مانند

31 - Great Depression

32 - Nikkei

33 - Campbell, J. and Shiller, R. (1998).

34 - Tulipmania

35 - Tulip

36 - Bulb

37 - Tulip Bubble

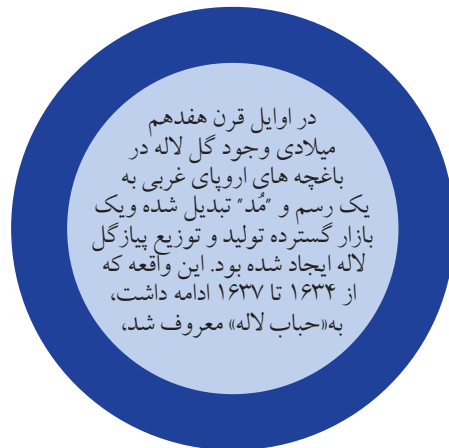
38 - Admiral Van de Eyck

۳۹ - گوینا (Guinea)، سکه طلای بریتانیای کبیر و ارزش آن برابر با ۲۱ شیلینگ بود.

۴۰ - حتی یک حکایت انگلیسی نیز وجود دارد که «... یک ملوان برای کاهش هزینه خوراکی خود، تخم گل لاله می خورد...»!

41 - Garber, P. (1989).

42 - Black October



مورد دستمزدها و قیمت های اسمی اصلاح کنند. در این صورت سیاست گذاران یا می بایست به شیوه ای تصادفی و غیر قابل پیش بینی عمل کنند و یا مخفیانه قاعده سیاست گذاری را تغییر دهند.^{۴۷}

۳- حباب در اقتصاد

در ادبیات اقتصادی به انحراف قیمت کالا از قیمت تعادلی بلند مدت آن حباب گفته می شود، در واقع هنگامی که قیمت یک کالا یا خدمت با قیمت انتظاری آن در آینده تفاوت داشته باشد، بحث حباب مطرح می شود. برای تعریف دقیق حباب، مفهوم قیمت ساختاری تعریف می شود: منافع انتظاری ناشی از نگهداری یک کالا یا خدمت را قیمت ساختاری آن می گویند.

طبق رابطه ارزش فعلی منافع آینده (NPV)^{۴۸}، قیمت یا ارزش حقیقی^{۴۹} هر کالا یا خدمت برابر با ارزش فعلی منافع ناشی از نگهداری آن کالا یا خدمت است، هنگامی که آن کالا در یک افق نا محدود فروخته شود. برای نمونه در بازار سهام، هنگام تعیین قیمت یک سهم، سوالی که ممکن است در ذهن ایجاد شود این است که آیا همه تغییرات قیمت سهام تنها به دلیل تغییر منافع آینده یا نوسان نرخ بهره است؟ اقتصاددانان، با توجه به رویدادهایی مانند کاهش ۲۳٪ شاخص سهام ایالات متحده در مدت دو روز در ۱۹۲۹ (معروف به اکتبر سیاه)، افت ۲۲/۶٪ شاخص سهام داو جونز^{۵۰} در ۱۹ اکتبر ۱۹۸۷ و یا سقوط شدید شاخص سهام بازار بورس ژاپن در دهه ۹۰ میلادی عوامل دیگری را در قیمت گذاری سهام دخیل می دانند. اکثر متخصصان

27 - Mankiew, N. G. (1990).

برای مطالعه بیشتر در مورد نظریه انتظارات عقلایی مراجعه شود به:

Bennet T. Mc Callum (1989); pp:144-163.

28 - Net Present Value

29 - Fundamental Value

30 - Dow Jones Stock Index

در صورت انبساط
حباب و ترکیدن آن شاخص
قیمت دچار نوسان شدید می
شود. پیشنهاد محقق به بانک مرکزی
و سیاست گذاران اقتصاد کشورمان،
حمایت از فعالیت های تولیدی و
کاهش میل شدید جامعه به فعالیت
های سفته بازی است.

منبع: www.few.eur.nl/few/people/smant/m-economic/bubbles.html

سود سهام سه هزار درصدی آقای ماورودی!

در سال ۱۹۹۴ یک بورس باز روس به نام «سرگی ماورودی»^{۴۵}، پس از تاسیس شرکت سهامی «تری-ام»^{۴۶}، اعلام کرد به سهامداران این شرکت سالیانه ۳۰۰٪ سود سهام پرداخت می کند! شرکت ابتدای فعالیت بسیار موفق بود، قیمت سهام شرکت از ۱۶۰۰ روبل (یک دلار) در فوریه ۱۹۹۴ به ۱۰۵۰۰۰ روبل (۵۱ دلار) در جولای ۱۹۹۴ رسید. تعداد سهامداران شرکت ماورودی در این زمان به ۱۰ میلیون نفر و تعداد شعب این شرکت در سراسر روسیه به ۱۴۰ کنندگی رسیده بود. جالب این که این شرکت هیچ فعالیت تولیدی یا خدماتی انجام نمی داد. دولت روسیه و حتی شخص بوریس یتسین^{۴۷} چندین بار در مورد فعالیت این شرکت به مردم هشدار دادند، اما سود رویایی شرکت، آن هم در دوران رکود اقتصادی روسیه، عامه مردم رها شده از کمونیست را به کنندگی های شرکت روانه کرده بود. تا این که بالاخره شرکت با زیاندهی و ورشکستگی روبرو شد. میزان بدهی شرکت به مردم در حدی بود که سراسر کشور حالت فوق العاده اعلام شده بود و در نقاطی درگیری هایی نیز رخ داد. نکته جالب این که ماورودی برای انتخابات پارلمان روسیه کاندید شد و با وعده پرداخت پول و سود مردم به مجلس راه یافت!^{۴۸}

۵) نتیجه گیری و پیشنهادات:

وجود حباب تورمی در اقتصاد یک کشور، نشان گر میل شدید

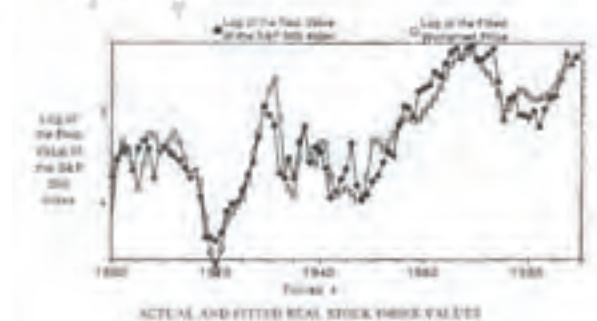
اقتصاد این کشور رشد انفجاری داشت و در سپتامبر ۱۹۲۹ به اوج خود رسید. در سپتامبر ۱۹۲۹ سه شاخص مهم بازار بورس ایالات متحده در مقایسه با ۱۹۲۶ که برابر با ۱۰۰ فرض شده بود، به ۳۸۱ رسید. اما در اکتبر ۱۹۲۹ بازار سهام یک مرتبه سقوط کرد که به اکتبر سیاه معروف شد (۲۴ اکتبر، ۲۸ اکتبر و ۲۹ اکتبر سیاه). شاخص سهام به ۱۴۵ یعنی رشد برابر با منفی ۶۲ درصد نزول کرد. سرانجام در ژوئن ۱۹۳۲ شاخص سهام به پائین ترین حد خود یعنی ۳۴ رسید (منفی ۹۱ درصد)^{۴۳}. عامل اصلی تشکیل حباب در این دوره فعالیت سفته بازان در انحراف قیمت های سهام از قیمت های ساختاری آن بود رشد فزاینده شاخص های سهام و سپس نزول شدید و ناگهانی آن در نمودارهای (۱) و (۲) به تصویر کشیده شده است. در این دوره اقتصاد دانان به فکر بررسی دلیل نوسانات شدید در سطح قیمت های بازار سهام ایالات متحده افتادند و برای اولین بار بطور علمی حباب ها را بررسی کردند^{۴۴}.

نمودار (۱). حجم معاملات و افت شدید بورس صنایع داو جونز ایالات متحده، ۱۹۲۹ میلادی.



منبع: www.few.eur.nl/few/people/smant/m-economic/bubbles.html

نمودار (۲). افت شدید شاخص سهام S & P 500 در ۱۹۲۹ میلادی



43 - Barsky, R. B. and J. B. DeLong, (1990).

44 - White, E. N. (1990).

برای آشنایی بیشتر در مورد بحران ۱۹۲۹ سهام ایالات متحده مراجعه شود به:

Donaldson, R. G. and Kamstra, M. (1996).

45 - Sergei Mavrody

46 - MMM

Working papers No:155 Monetary and Economic Development Department June 2004.

11- Flood, R. & Garber, P. and Scott, L. (1984); Multi-country tests for price level bubbles, *Journal of Economic Dynamics and control*, 8, 329-40.

12- Froot, K. A. & Obstfeld, M. (1991); Intrinsic bubbles; the case of stock prices, *American economic review*, 81, 1189-1214.

13- Garber, P. (1989); Tulipmania, *Journal of Political Economy*, June 1989, 535-560.

Hardouvelis, G. A. (1988); Evidence on stock market speculative bubbles: Japan, the United States and Great Britain, *FRBNY Quarterly Review*, 4-16

14- Humphrey, T. M. (1985); The Evolution and policy implications of Phillips curve Analysis, *Economic Review*, March/April, 1985, Vol. 71/2, Federal Reserve Bank of Richmond.

15- Larsen, E. S. (1997); Theories and tests for bubbles, *Norges Fiskerihøgskole, Working papers of Universitetet i Tromsø*, pp 17-19.

16- Lucas, R. (1981); Economic Policy Evaluation A Critique 1976, in *Studies in Business-cycle theory*. MLT Press.

17- Meese, R. (1986); Testing for bubbles in exchange rates, A case of sparkling rates? *Journal of Political Economy*, 94, 345-73

18- Mc Callum, B. T. (1989); *Monetary Economics, Theory and Policy*, New York, MacMillan Publishing Co.

19- Sargent, T. J. and Wallace, N. (1973); Rational Expectations and The dynamic of Hyperinflation, *International Economic Review*, Vol. 14.

20- Shiller, R. (1981a); Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?, *American Economic Review*, 71, 421-36.

21- Shiratsuka, S. (2003); Asset Price Bubble in Japan in the 1980s: Lessons for Financial and Macroeconomic Stability, *IMES Discussion Paper Series*, Institute for Monetary and Economic Studies Bank of Japan.

22- West, K. D. (1987a); A specification test for speculative bubbles, *Quarterly Journal of Economics*, 102, 553-79.

23- White, E. N. (2004); Bubbles and Busts: The 1990s in the Mirror of the 1920s, *Finance Research Unit*, Institute of Economics, University of Copenhagen.

24- White, E. N. (1990); The stock market boom and crash of 1929 revisited *Journal of Economic Perspectives*, vol. 4 -2, Spring 1990.

25- www.few.eur.nl/few/people/smart/m-economic/bubbles.html

26- www.iranbourse.com

به سفته بازی در کشور است. به عبارت دیگر، در صورت وجود حباب های تورمی در بازار، قیمت بازاری برابر با مجموع قیمت اصلی و قیمت ناشی از افزایش تقاضای سفته بازی است.

شاخص قیمت حباب دار، معیار قابل اعتمادی برای بررسی تورم و برنامه ریزی های اقتصادی نیست. در صورت انبساط حباب و ترکیدن آن شاخص قیمت دچار نوسان شدید می شود. پیشنهاد محقق به بانک مرکزی و سیاست گذاران اقتصاد کشورمان، حمایت از فعالیت های تولیدی و کاهش میل شدید جامعه به فعالیت های سفته بازی است. دولت با افزایش سرمایه گذاری در صنایع مادر و صنایعی که کشورمان در آن از مزیت نسبی برخوردار است می تواند در آینده از سفته بازی شدید در کشور بکاهد.

۶ منابع:

1- Barsky, R. B. and DeLong J. B. (1990); "Bull and bear markets in the Twentieth Century," *Journal of Economic History*, vol. 100 (2) June 1990.

2- Borenstein, E. R. (1987); Alternative hypotheses about the excess return on dollar assets, 1980-84, *IMF Staff Papers*, 29-59.

3- Casella, A. (1989); Testing for rational inflationary bubbles with exogenous or endogenous fundamentals, the German hyperinflation once more, *Journal of Monetary Economics*, vol. 24, 1989, 109-122.

4- Campbell, J. and Shiller, R. (1998); Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook

5- *Journal of Portfolio Management*, Winter 1998, 11-26.

6- Diba, B. & Grossman, H. (1988a); Rational inflationary bubbles, *Journal of Monetary Economics*, 21, 35-46.

7- Donaldson, R. G. and Kamstra, M. (1996); "A new dividend forecasting procedure that rejects bubbles in asset prices: The case of 1929's stock crash," *Review of Financial Studies*, vol. 9 (2) Summer 1996.

8- Engsted, T. (2002); Misspecification versus bubbles in hyperinflation data, *Department of financ.*, The Aarhus School of Business Pub., Denmark.

9- Evans, G. E. (1986); A test for speculative bubbles in the sterling-dollar exchange rate, *American Economic Review*, 76, 621-36.

10- Filardo, A. (2004); Monetary policy and asset price bubbles: Calibrating the monetary policy trade-off, *BIS (Bank of International Settlements)*