

تغییر ساختار بازار سرمایه و بحران مالی

کشورهای جنوب شرقی آسیا

دکتر هوشنگ شجری* خدیجه نصراللهی*

چکیده

طی سه دهه اخیر که کشورهای جنوب شرق آسیا، با فاصله کمی از هم، جهش بی سابقه خود را برای جذب سرمایه‌های خارجی، تصاحب بازارهای جهانی و تولید جهانی آغاز کردند، این باور کاملاً مورد قبول قرار گرفت که تحول اساسی در اقتصاد کشورهای در حال توسعه آغاز شده است و عصر بازارهای نو پدید فرارسیده است. ولی افزایش دامنه کسری بودجه و کسری بازرگانی این کشورها پیامدهایی را موجب گردید که به صورت سرآغازی برای بحران این کشورها تبدیل شد.

در قسمت اول مقاله حاضر، عوامل دخیل در تغییر ساختار بازارهای سرمایه به تفکیک مورد بررسی قرار گرفته است. قسمت دوم، به جریان سرمایه بین‌المللی و کشورهای جنوب شرقی آسیا می‌پردازد. منشأ بحران کشورهای جنوب شرقی آسیا و علل بحران این کشورها به ترتیب در قسمت سوم و چهارم مقاله مورد مذاقه قرار گرفته‌اند. قسمت آخر، نتایج و پیشنهادات را به دست می‌دهد.

مقدمه

بازار سرمایه زیرمجموعه‌ای از بازارهای مالی تلقی می‌گردد، به طوری که منابع مالی بلند مدت مورد نیاز بنگاه‌های تولیدی از این بخش از سیستم مالی تأمین می‌شود. ارکان اساسی بازارهای سرمایه بر دو بخش اصلی بخش بانکی و بازارهای اوراق بهادار استوار است. طی دهه ۹۴-۱۹۸۳ ارزش سهام در بازارهای دنیا پنج برابر و بالغ بر ۱۸ تریلیون دلار شده است به شکلی که سهم ارزش سهام مبادله شده در GDP جهان از کمتر از سه درصد در سال ۱۹۸۵، به بیش از ۱۷ درصد در سال ۱۹۹۵^۱ رسیده است. این امر موجب گردیده ترکیب کلی سرمایه در معاملات بین‌المللی از ۱۰٪ سرمایه نگرورزانه در سال ۱۹۷۰ به ۹۵٪ سرمایه نگرورزانه در سال ۱۹۹۸^۲ تغییر پیدا کند. این خود نشانگر تغییر ساختار بازار جهانی سرمایه می‌باشد. این تغییر باعث تأثیر قاطع بحران‌های بازارهای مالی بین‌المللی بر سرنوشت اقتصادی کشورها شده است که مقاله حاضر سعی دارد به علل و عوامل آن بپردازد.

۱. عوامل تغییر ساختار

عواملی چند در تغییر ساختار بازارهای سرمایه دخالت داشته که می‌توان این عوامل را به شرح زیر تقسیم‌بندی کرد:

۱-۱. افزایش بی‌سابقه بدهی‌های خارجی کشورهای در حال توسعه

در دو دهه ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰، افزایش بی‌رویه بدهی‌های خارجی کشورهای در حال توسعه، مسایل پولی بین‌المللی را با بحران جدی روبرو ساخت. ناتوانی کشورهای در حال توسعه بدهکار در بازپرداخت بدهی‌های خود، سبب شد تا بانک‌های بازرگانی بین‌المللی که در دهه ۷۰ مهمترین تأمین‌کننده وام و اعتبار به این کشورها بودند یا از اعطای وام‌های جدید به آنها خودداری کرده و یا با وام‌های کوتاه مدت با شرایط سنگین موافقت کنند.

در دو دهه گذشته، اعطای وام و اعتبار توسط بانک‌های بازرگانی بین‌المللی عمدتاً بر اساس نرخ‌های متغیر بهره انجام می‌شد. به طوری که درصد وام‌های با نرخ‌های متغیر بهره برای برزیل از ۱۱/۸٪ در سال ۱۹۷۰ به رقم ۸۳/۲٪ در سال ۱۹۸۹ و برای کشور مکزیک و آرژانتین به

۱. مجلس و پژوهش ۲۱، ۱۳۷۵.

۲. بورس ۶، ۱۳۷۶.

ترتیب از ۵/۷٪ و صفر درصد به ۷۱٪ و ۳/۷۹٪ افزایش پیدا کرد.^۳ شایان توجه است که مطابق سیاستهای بانکهای بازرگانی بین‌المللی، تغییر نرخ‌های بهره نه فقط شامل وامهای جدید این بانکها بلکه شامل وامهایی نیز که این کشورها قبلاً از آنها دریافت کرده بودند، می‌شد. این امر موجب گردید تا بنگاههای تولیدی در اقصی نقاط دنیا جهت تأمین منابع مالی بلند مدت مورد نیاز خود به بخش بازارهای اوراق بهادار روی آورند.

۲-۱. معرفی اوراق بهادار متنوع در بازار سرمایه

دامنه این نوع اوراق که شامل سهام عادی، سهام ممتاز، اوراق مشارکت با حداقل سود تضمین شده توسط یک نهاد مالی معتبر، اوراق مشارکت با نرخ سود برابر با نرخ تورم، اسناد پیش پرداخت مالیات، اوراق مشارکت با اختیار تبدیل به سهام عادی و پیمان‌های تحویل آتی یا معاملات وعده‌دار می‌باشد، به حدی گسترده است که خطرپذیری و سود واحد اقتصادی را به صورت نامساوی بین سرمایه‌گذارها و متناسب با خطرپذیری و سلیقه آنها تقسیم می‌کند. وجود اوراق بهادار با درجات متفاوت خطرپذیری، امکان مشارکت طیف وسیعی از آحاد را در امر سرمایه‌گذاری فراهم می‌آورد که این خود آسیب‌پذیری بازار سرمایه را افزایش می‌دهد. به علاوه، اوراق بهادار با سررسیدهای مختلف این امکان را فراهم می‌کند تا افراد بتوانند اوراقی که سررسید آن متناسب با نیاز آنها باشد، انتخاب کنند که این عامل موجب گردیده حجم سرمایه‌های نگرورزانه به شدت افزایش پیدا کند.

امکانات معاملات وعده‌دار، دامنه فعالیت هر یک از بازارهای ارز، سهام و اوراق قرضه را در افق زمانی (تا حدی که چنین تسهیلاتی اجازه می‌دهد) گسترش داده است. به علاوه، آسانتر شدن شرایط حرکت از یک بازار (مثلاً سهام) به بازار دیگر (مثلاً اوراق قرضه) دامنه عمل و میزان معاملات مالی که عملاً صورت می‌گیرد را به شدت افزایش داده است و این امر موجب افزایش نجومی حجم معاملات بازار اوراق بهادار گردیده و بر بحران‌زایی ساختار بازار سرمایه افزوده است.

۳-۱. بازار ثانویه

بازارهای سرمایه به دو بخش اساسی بازار اولیه و بازار ثانویه تقسیم‌بندی می‌گردند. فروش دارایی مالی که مستقیماً توسط صادرکننده آن صورت گیرد، اصطلاحاً مبادلات بازار اولیه نامیده می‌شود که در واقع، این بخش از بازار سرمایه، هسته اصلی تبدیل پس‌اندازهای افراد و واحدهای تجاری به

سرمایه‌گذاری توسط واحدهای اقتصادی دیگر است. به عبارت دیگر، این بخش از بازار سرمایه است که می‌تواند فرایند تبدیل پس‌انداز به سرمایه‌گذاری را تسهیل کند. از سوی دیگر، بازاری که در آن اوراق بهادار موجود مورد مبادله قرار می‌گیرد، بازار ثانویه نامیده می‌شود. در بازار ثانویه دارندگان اوراق بهادار می‌توانند در صورت تمایل، دارایی خود را به فروش رسانند.

دور شدن از تأمین مالی از طریق بانک‌های تجاری و حرکت در جهت تأمین مالی از طریق اوراق بهادار بدین معناست که در بازار اوراق قرضه برخلاف وام‌های بانکی به لحاظ برخوردار بودن از بازار ثانویه فعال، بحران‌ها صاعقه‌وار رخ می‌دهند و در این شرایط، دخالت مقامات مسوول در عرض چند دقیقه مورد نیاز است. حال آنکه بحران‌های وام بانکی سنتی را می‌توان در طول چند سال برطرف نمود. این وضع، با مقایسه بحران مالی بدهی کشورهای کمتر توسعه‌یافته در دهه ۸۰ و بحران مالی ۱۹۹۸ کشورهای جنوب شرقی آسیا، قابل استنباط است.

۴-۱. سرعت انجام و تسویه معاملات در بورس

در حال حاضر، حضور سریع‌ترین و حساس‌ترین امکانات اطلاع‌رسانی، تکنولوژی ارتباطات و وسایل پیشرفته ارتباطی موجب گردیده سرعت انجام و تسویه معاملات در بورس به سیستم‌های تسویه حساب لحظه‌ای، نزدیک گردد.

به علاوه، ابداعاتی که در سالهای اخیر در زمینه مخابرات و انتقال اطلاعات صورت گرفته است، دامنه فعالیت بازارهای مالی و از جمله بازار سهام را به نحو فزاینده‌ای افزایش داده است که در اثر آن، بازارها از حالت منطقه‌ای و ملی متعدد به سوی بازارهای بین‌المللی و واحد تحول یافته‌اند. پدیده فوق، به جهانی شدن بازارهای مالی و در این مورد خاص به جهانی شدن بازار سهام شهرت یافته و بر انتقال تحولات و تغییرات این بازار به کشورهای مختلف، تأثیر قابل توجهی گذارده است.

تحول رویه‌های حسابداری و قانونی که در سال‌های اخیر در زمینه نگهداری حساب‌ها صورت گرفته است این امکان را برای مؤسسات سرمایه‌گذاری به وجود آورده تا برخلاف گذشته که در هر مرکز مالی دفاتر و حساب‌های جداگانه‌ای نگهداری می‌کردند، اکنون حساب‌های خود را تلفیق نموده و یک جا نگهداری کنند. این مؤسسات اکنون می‌توانند مانده حساب خود را در طول زمان بین مراکز مالی مختلف از نیویورک به ترتیب به توکیو، هنگ‌کنگ، فرانکفورت و لندن انتقال دهند و با انتقال مجدد آن به نیویورک، فعالیت روز بعد خود را آغاز کنند. این تحول حقوقی و حسابداری این امکان را برای مؤسسات سرمایه‌گذاری مالی فراهم آورده است که مانده وجوه نقدی حساب‌های خود و

خالص مانده حساب هر یک از اقلام دارایی خود را به حداقل لازم کاهش دهند و همزمان با آن بتوانند حجم فعالیت‌های کارگزاری، بورس بازانه و خرید و فروش را به حساب خود به میزان بسیار زیادی افزایش دهند.

در عصر حاضر، میزان جریان‌های سرمایه اعم از داخلی و فرامرزی، ظرفیت تأثیرگذاری بانکهای مرکزی را کاهش داده است. پیچیدگی بازارهای مالی کنونی تشخیص نقاط ضعف یا اقدام جبرانی به موقع و بجا را در وضعیت بروز نارسایی در نظام‌های مالی جهانی، برای بانکهای مرکزی و سیاست‌گذاری دشوار ساخته است. این وضع به ویژه در مورد منطقه تاریک بازارهای مشتقه غیرپولی که انواع مشکلات را در خود پنهان می‌کند و امکان اقدامات جبرانی را از بانکهای مرکزی و سیاست‌گذاران سلب می‌نماید، مشهود است. بعد فرامرزی و رو به گسترش فعالیت‌های مالی جهانی، مقامات ملی را با این مشکل لاینحل که چه کسی مسوول چه چیزی است، مواجه می‌کند.

۲. جریان سرمایه بین‌المللی و کشورهای جنوب شرقی آسیا

طی سه دهه اخیر که کشورهای جنوب شرق آسیا، با فاصله کمی از هم، جهش بی‌سابقه خود را برای جذب سرمایه‌های خارجی، تصاحب بازارهای جهانی و تولید جهانی آغاز کردند، این باور کاملاً مورد قبول قرار گرفت که تحول اساسی در اقتصاد کشورهای در حال توسعه آغاز شده است و عصر بازارهای «نو پدید» فرا رسیده است. عملکرد مشترک دولتهای جنوب شرقی آسیا پیروی از راهبرد گسترش صادرات و تشویق جریان سرمایه‌های خارجی به کشورهایشان جهت تداوم بخشیدن به رشد تولید و صادرات بوده است.

این کشورها از طریق اداره کردن برابری نرخ ارز، بیش از هر چیز اطمینان سرمایه‌گذاران را به توسعه سرمایه‌گذاری در این کشورها جلب نمودند. زیرا بر اساس تحلیل نظری در رژیم ثابت ارزی، تحرک کامل سرمایه، بروزنا بودن نرخ بهره (به دلیل کوچک بودن یک کشور نسبت به اقتصاد جهانی)، وجود بیکاری و کشش‌پذیری کامل متجنی عرضه کل، هر نوع افزایش تقاضا تمایل به افزایش نرخ بهره دارد. بنابراین، به رغم اینکه افزایش درآمد به از بین بردن تعادل تراز پرداخت متمایل است، می‌تواند از طریق جریان سرمایه‌های خارجی خنثی گردد. به علاوه، این نقل و انتقالات سرمایه نرخ بهره را از طریق افزودن بر حجم پول داخلی به سطح جهانی آن باز خواهد گردانید. پیروی از این سیاست در کشورهای جنوب شرقی آسیا موجب افزایش شدید حجم پول در گردش در این کشورها

در فاصله ۹۵-۱۹۸۵ گردید^۴ که یک عامل اساسی برای بروز موجهای تورمی بعدی و سرآغازی در به وجود آمدن بحران در اینگونه کشورها بود. بررسی جدول (۱) ارایه کننده تصویری خلاصه از چنین وضعیتی است.

رویکرد آزادسازی بخش مالی و باز کردن اقتصاد به روی جریانهای خارجی سرمایه در کشورهای مختلف، با توجه به شرایط آن کشورها، متفاوت بوده است. کشورهای کره و تایوان در بیشتر طول دوران اولیه توسعهشان محدودیت‌های شدیدی را بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اعمال نمودند اما از اواخر دهه ۸۰ و اوایل دهه ۹۰ این دو کشور به کم کردن محدودیت‌ها در زمینه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و حتی توسعه سرمایه‌گذاری در قالب اوراق قرضه و سهام خارجی پرداختند و پس از آن، به آزادسازی هر چه بیشتر سرمایه‌گذاری خارجی و بازار سرمایه همچنان ادامه دادند.

جدول ۱- حجم پول در گردش و تغییرات آن در کشورهای جنوب شرقی آسیا (۱۹۸۵-۹۵)

نام کشور	دوره			نرخ رشد طی دوره	
	۱۹۸۵	۱۹۹۰	۱۹۹۵	۱۹۸۵-۹۰	۱۹۹۰-۹۵
کره جنوبی	۲۸۵۶۵	۶۸۷۰۸	۱۵۳۹۹۶	۱۴۱	۱۲۳
سنگاپور	۲۸	۶۲	۱۰۲	۱۲۱	۶۵
هنگ کنگ	—	—	—	—	—
مالزی	۴۹	۷۷	۱۹۸	۵۷	۱۵۷
اندونزی	۲۳۱۷۷	۸۴۶۳۰	—	۲۶۵	—
تایلند	۵۹۳	۱۵۲۹	۳۳۱۱	۱۵۸	۲۱۷
چین	۴۸۷	۱۴۶۸	۶۰۷۴	۲۰۱	۲۱۴

World Development Report, World Bank, 1997.

مأخذ:

کشورهای اندونزی، مالزی، فیلیپین و تایلند خیلی سریع‌تر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را پذیرفتند و آزادسازی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و ادغام در بازارهای بین‌المللی مالی را به عنوان

راهبرد اساسی برای توسعه جریان‌های سرمایه قابل جذب، سرلوحه کار خود قرار دادند. اندونزی به طور کاملاً مشهودی طیف گسترده‌ای از دارایی‌های داخلی خود را به منظور مالکیت خارجی ارایه نمود. مالزی نیز تقویت بخش مالی اقتصاد خود را جهت استفاده از سرمایه‌های خارجی به سرعت در دهه ۸۰ به پایان رساند.

۳. منشأهای بحران در کشورهای جنوب شرقی آسیا

سرمایه‌گذاری خارجی را می‌توان به دو گروه تقسیم‌بندی کرد: سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری‌هایی که از طریق بورس و خرید سهام انجام می‌شود. بخش عظیمی از سرمایه‌هایی که طی این مدت وارد کشورهای آسیای جنوب شرقی به ویژه مالزی شد، به دلایل برشمرده شده در بخش اول این مقاله، از نوع دوم بود که عمدتاً شرکتهای سرمایه‌گذاری غربی انجام می‌دادند. منابع مالی این شرکتها از صندوق‌های بازنشستگی در غرب تأمین می‌شود. ماهیتاً این نوع سرمایه‌گذاری‌ها به دنبال فرصت مناسب هستند و هیچ تعهدی برای ماندن در کشور خاصی ندارند و علت اینکه از نیمه‌های دوم دهه ۸۰ به شرق آسیا سرازیر شدند، رکودی بود که برای اقتصادهای بزرگ غرب پیش آمد. بازده پایین سرمایه و نرخ‌های اندک بهره موجب شد که صاحبان پس‌انداز در غرب، در جستجوی فرصت‌های جدیدی باشند.

طبق یک برآورد، طی این مدت، روزانه حدود یک تریلیون دلار^۵ به منظور داد و ستد به ویژه در معاملات ارزی در حرکت بوده است. گذشته از حجم اعجاب‌انگیز و روزافزون سرمایه مالی، سیر تحول ترکیب کلی آن نیز از اهمیت فراوانی برخوردار است. طبق برآوردها، در سال ۱۹۷۰ حدود ۱۰٪ سرمایه در مبادلات بین‌المللی بورس بازان و ۹۰٪ در عرصه واقعی اقتصاد یعنی سرمایه‌گذاری مولد و تجارت بکار گرفته می‌شد. پژوهش‌های کنفرانس تجارت و توسعه سازمان ملل (انکتاد) حاکی از آن است که در ترکیب کلی سرمایه در معاملات بین‌المللی در سال ۱۹۹۴، ۹۵٪ سرمایه نگرورزانه و فقط ۵٪ سرمایه در عرصه واقعی اقتصاد قرار داشته است.

در سال ۱۹۳۶، جان مینارد کینز مطلبی را درباره بازارهای سرمایه مطرح کرد مبنی بر اینکه با بهبود هر چه بیشتر سازمان بازارهای سرمایه، خطر بورس‌بازی‌ها نیز رو به افزایش می‌گذارد تا هنگامی که بورس‌بازان جابجایی‌شمار بر جویبار پر دوام کسب و کار و فعالیت‌های اقتصادی هستند، زبانی در نخواهند داشت اما آنگاه قضیه جدی می‌شود که کسب و کار خود جابجایی در گرداب بورس‌بازی

شود. سرمایه مالی پایبند اصل فریبده حداکثرسازی بازده سرمایه بدون در نظر گرفتن پیامدهای اجتماعی و سیاسی آن می‌باشد. در این زمینه، سرمایه‌گذار به عواملی از قبیل نرخ بهره، ارزش پول ملی، چشم‌انداز سودآوری شرکتها، سیاست سیاستگذاران و اعمال دیگر سرمایه‌گذاران توجه دارد. در نهایت، آنچه مطلوب سرمایه مالی نگرورزانه است، پول بادوام و باثبات و نه رشد بالای اقتصادی می‌باشد.

در بیشتر موارد، سرمایه‌های مالی نگرورزانه به سوی مکانهایی سرازیر می‌شوند که از ثبات ارزی، نرخ بیکاری بالا، رشد اقتصادی پایین و فشارهای ضد تورمی نیرومند برخوردار باشند. برای مثال، بزرگترین دشمن سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه، تورم است. این امر به خوبی در مورد کشورهای جنوب شرقی آسیا به دلیل استراتژی رشد تورم‌زا و افزایش بی‌رویه حجم پول در گردش در این کشورها مشهود بود، و بدین ترتیب زمینه بروز موجهای تورمی حاد فراهم گردید. بنابراین، سرمایه‌گذاران اوراق قرضه از بازارهایی که سیاستهای محرک رشد اقتصادی در آنان به اجرا گذاشته شد، گریزان شدند.

به دنبال پیروی از استراتژی جذب سرمایه‌های خارجی، اگر جریان ورودی سرمایه متعاقباً متوجه بازارهای داخلی سرمایه‌گردند و یا در بانکها سپرده‌گذاری شود، در آن صورت امکان تأمین پول و اعتبار داخلی گسترش خواهد یافت. همچنین، به احتمال زیاد، تقاضا برای داراییها از جمله داراییهای غیرمنقول را افزایش می‌دهند. زیرا بانکها معمولاً عمده‌ترین تأمین‌کننده منابع مالی اموال غیرمنقول هستند که خود زمینه‌ساز بورس‌بازی و سفته‌بازی‌های مخرب است. اگر از این وجوه برای مصرف استفاده شود، احتمالاً فشار بر ستانده داخلی افزایش یافته و منجر به بالا رفتن قیمت‌ها می‌گردد. بالا رفتن قیمت‌های کالاهای غیرتجاری و داراییهای داخلی ناشی از بکارگیری وجوه، فشار را برای بالا بردن نرخ ارز و پایین آوردن نرخ بهره بیشتر می‌کند.

زمانی که جریان‌های بزرگ سرمایه خصوصی به بخش داراییهای غیرمنقول بازرگانی وارد می‌شوند، نگرانی بیشتر می‌شود. تجربیات به دست آمده در بسیاری از کشورهای صنعتی و در حال توسعه، نشان می‌دهد که چگونه در دوران رشد انفجاری، سرمایه‌گذاری نگرورزانه خارجی حساب‌های سفته‌بازی را به راحتی در بخش داراییهای غیرمنقول پدید می‌آوردند. در چنین شرایطی تورم داراییها در این بخش می‌تواند ظرف چند سال بازده بسیار بالایی داشته باشد اما چنین روندی پایدار نیست و در مواقع حساس که وقوع آن نیز اجتناب‌ناپذیر است، اغلب با واکنش‌های شدید در بخش بانکی روبرو خواهد شد و این امر می‌تواند مقدمه بروز بحران‌های بعدی باشد.

به علاوه، حیات و بقای سرمایه بورس‌بازانه وابسته به فراز و نشیب‌های بازار است و بدیهی است که بدون این نوسانات، سرمایه‌نگرورزانه نمی‌تواند به هدف‌های مورد نظرش برسد. اغلب، اگر کشوری از نهادهای قانونی مناسبی در رابطه با بازار سهام برخوردار نباشد، بورس‌بازان با انجام اقداماتی از قبیل فروش صوری سهام در قیمت‌های دستکاری شده، پیش‌فروش سهام، گردش بیش از حد حساب مشتری، قبضه بازار به صورت خرید و معامله یکجا بر مبنای قیمت دستکاری شده، معاملات با توجه به برخوردار بودن از اطلاعات اثرگذار بر سطح قیمت‌ها، تبانی گروه‌های ذینفع، استفاده نامحدود دلالان یا مشتریان از معاملات اعتباری و جعل و سوء استفاده از اخبار و اطلاعات شرکتها، به این فراز و نشیب‌های بازار شدت می‌بخشند. باید توجه داشت که بورس‌بازان، سرمایه‌گذاران مشتقی هستند که فعالیتهای اقتصادی آنان با وجود اینکه ارزش‌آفرینی نمی‌کند، یعنی به ثروت جامعه نمی‌افزاید، سودآور است. بازارهای مالی جهان به سرمایه‌گذاران مشتقی برای متمرکز ساختن ثروت‌های موجود و جابجایی آنها پاداش می‌دهند که آفریننده هیچ ارزشی نیستند، و اغلب دارای فعالیت‌های تخریبی هستند. از آن جهت فعالیت آنان تخریبی است که نوسان‌های بازارهای مالی برای شرکتها و مؤسسه‌هایی که در امر تولید کالا و خدمات واقعی اقتصادی فعالیت دارند، بسیار زیان‌بار است و می‌تواند عملیات آنها را آشفته یا متوقف سازد یا تراژنامه‌هایشان را در مدتی بسیار کوتاه نامتعادل کند. به جای اینکه عوامل رقابتی مانند میزان سهم بازار، کارایی، بهره‌وری و مواردی از این قبیل تعیین‌کننده میزان سودآوری باشد، سرنوشت شرکتها را مناسبات ارزی و نوسانهای بازار مالی در یک چشم بهم زدن، رقم می‌زند.

هنگامی که این عده به صورت گروهی، از یک مؤسسه به مؤسسه دیگر حرکت می‌کنند موقعیت کارفرمای قبلی را متزلزل می‌نمایند و کارفرمای جدید می‌داند که اگر گروهی بتواند یکبار حرکت کند، می‌تواند باز هم این عمل را تکرار کند، بنابراین تورم ناشی از عملیات این گروه منجر به استخدام خیل فارغ‌التحصیلان تازه کار می‌شود که اولین دستمزد آنها بسیار گزاف بوده و امید به باقی ماندن این افراد در مشاغل خود به مدت چند سال بسیار اندک است.

۴. علل بحران در کشورهای جنوب شرقی آسیا

کشورهایی مانند تایلند، مالزی و اندونزی که با اتخاذ سیاست رشد متکی بر صادرات، فربه شدند سرانجام مصرف بیش از توان تولیدی خود را آغاز کردند و شروع به سرمایه‌گذاری در داراییهایی از قبیل ساخت برجهای اداری و زمین بازی گلف نمودند. در حالی که آسیای جنوب شرقی در شادمانی

بسر می‌برد، چین پی می‌رفت تا به عنوان یک قدرت اقتصادی مطرح شود. چین به منزله رقیب جدی برای بازارهای صادراتی به شما می‌رود، به طوری که سهم آن کشور از صادرات آسیای شرقی به آمریکا، از ۶٪ در ۱۹۸۷ به ۲۶٪ در سال ۱۹۹۸ رسید. رقابتی که چین در برابر همسایگان خود ایجاد نمود، سبب گردید تا دامنه کسری بودجه و کسری بازرگانی این کشورها افزایش پیدا کند. این وضع از بررسی تراز پرداخت تا بلند که مبدأ شروع بحران بود قابل استنباط است.

جدول ۲- وضع تراز پرداخت کشور تایلند (۹۶-۱۹۹۱)

(میلیون دلار)

سال	صادرات کالا	واردات کالا	تراز بازرگانی	تراز پرداخت	شاخص
۱۹۹۱	۲۸۲۳۲	۳۴۲۲۲	-۵۹۸۹	-۶۳۰۳	۱۰۰
۱۹۹۲	۳۲۱۰۰	۳۶۲۶۱	-۴۱۶۱	-۶۳۶۴	۱۰۰
۱۹۹۳	۳۶۳۹۸	۴۰۶۹۵	-۴۲۱۷	-۸۰۸۵	۱۰۱
۱۹۹۴	۴۴۴۷۸	۴۸۲۰۴	-۳۷۲۶۱	-۱۳۵۵۱	۱۲۸
۱۹۹۵	۵۵۴۴۷	۶۳۴۱۵	-۷۹۶۸	-۱۴۶۸۵	۲۱۵
۱۹۹۶	۵۴۴۱۰	۷۰۸۸۹	-۱۶۴۷۹		۲۳۳

مأخذ: بانک تایلند، بولتن آمار ماهانه، ۱۹۹۷

تداوم کسری در تراز پرداخت، عرضه پول داخلی را کاهش، نرخ بهره را افزایش و موجب کاهش درآمد داخلی و سطح قیمتها می‌گردد. یک راه حل برای اجتناب از رکود و از بین بردن کسری تراز پرداخت، پی‌گیری سیاست‌های تجاری محدودکننده از طریق اعمال تعرفه، سهمیه وارداتی، پرداخت یارانه صادراتی، اعمال مالیات تبعیض آمیز بر درآمد ساکنین از سایر مناطق دنیا و یا سهمیه‌بندی ارزی است. این در حالی بود که اندیشمندان مسایل توسعه و اقتصاد جهانی، ارکان عمده تحول این کشورها را حذف موانع آشکار و پنهان تجارت خارجی، کاهش هزینه‌های دولت، واگذاری واحدهای تولیدی و خدماتی دولتی به بخش خصوصی، مبارزه با تورم و بالاخره آزادسازی بیشتر بخش پولی و ارزی، می‌دانستند. بنابراین، اگر همه آن سیاست‌ها که موجب جابجایی منحنی‌های عرضه و تقاضا می‌گردند به عنوان روش‌های غیر قابل قبول تلقی گردد، گزینه دیگری غیر از فراهم نمودن تطبیقات قیمتی که باعث

تبادل بین عرضه و تقاضای فعلی می‌گردد، وجود ندارد. و این امر یا از طریق آزادسازی نرخ ارز یا از طریق تغییر رسمی ارزش برابری پول کشور امکان‌پذیر می‌باشد.

تایلندیها که اوضاع برایشان نسبت به سایر کشورهای منطقه وخیم‌تر بود و دیگر نمی‌توانستند امیدی به تأمین کسری حسابهای جاری خود از طریق انتقالات سرمایه خارجی داشته باشند، تنها راه باقی‌مانده جهت بهبود وضع تراز پرداخت خود را کاهش ارزش پول ملی دانستند زیرا سرمایه‌گذاران خارجی با نگرانی به انتقال سرمایه‌های خود به بازارهای نوظهور مانند کشورهای آمریکای لاتین پرداخته بودند.

سرآغاز بحران، زمانی بود که تایلند تصمیم گرفت ارزش «بات» پول ملی این کشور را به میزان ۲۵٪ در برابر دلار آمریکا کاهش دهد.^۷ به رغم نقشی که تغییر ارزش برابری در برقراری تعادل تراز پرداختها دارد، اغلب کشورها در استفاده از این ابزار با احتیاط برخورد می‌کنند. یکی از منشأهای این نگرانی، بدبینی راجع به کشش‌ها می‌باشد. منبع نگرانی دیگر، بی‌ثبات شدن بازار ارز در نتیجه فعالیت‌های ارزی سفته‌بازانه است. تجربه نشان داده است که وقتی یک کشور از کسری رنج می‌برد و به از دست دادن ذخایر ادامه می‌دهد، سفته‌بازان به این موضوع پی می‌برند که کشور دیگر نمی‌تواند به این سیاست ادامه دهد و بنابراین به فروش پول محاصره شده اقدام می‌ورزند، با این پیش‌بینی که می‌توانند آن را در زمانی که کشور مجبور به تنزل ارزش پول ملی شد ارزاتر بازخرید کنند. البته این مسأله، مشکل تراز پرداختها را به دلیل شتاب در کاهش ذخایر ارزی کشور دو صد چندان می‌کند.

مشکل سومی که در تلاش برای از بین بردن کسری تراز پرداخت از طریق کاهش ارزش پول ملی وجود دارد، این است که کشورهایی که از کسری تراز پرداخت رنج می‌برند، اغلب از تورم هم رنج می‌برند و در این شرایط، تنزل ارزش پول ملی نمی‌تواند به خوبی کار کند. مشکل این است که اگر کشور مورد نظر، ارزش پول ملی را تنزل دهد و در نتیجه این امر، صادراتش افزوده و وارداتش کاسته گردد، سطح درآمد در آن کشور افزایش پیدا می‌کند در حالی که سطح درآمد در کشورهای دیگر کاهش می‌یابد. چون این تغییرات درآمدی تقاضای کشور را برای واردات افزایش می‌دهد در حالی که تقاضای وارداتی کشورهای دیگر را کاهش می‌دهد، لذا منحنی تقاضا برای ارز به راست و منحنی عرضه به چپ حرکت می‌کند. بنابراین، تلاش برای از بین بردن تقاضای اضافی از طریق انتقال این منحنی‌ها خنثی گردد. در نتیجه، حتی با وجود تطبیقات قیمتی بعد از تنزل ارزش پول ملی، کسری به مقدار متناهی همچنان باقی بماند.

گسترش سریع تر بخش‌های مالی کشورهای درگیر بحران نسبت به تولید ناخالص این کشورها و فاصله قابل ملاحظه نرخ رشد اقتصاد مالی با اقتصاد واقعی، یکی دیگر از دلایل بروز بحران بوده است. شاخص‌های عمده پولی در کشورهای جنوب شرقی آسیا حکایت از این بسط شتابنده دارد (به جدول شماره ۳ مراجعه شود).

یکی دیگر از دلایل اصلی بحران، مدیریت نادرست و غیرکارآمد شبکه بانکی و اصولاً مؤسسه‌هایی بود که کار اعطای اعتبارات را به عهده داشتند. شبکه بانکی در شرق آسیا به نوعی ابزار دست سیاستمداران بوده و هست. آنها سرمایه هنگفتی را صرف پروژه‌های غیرکارا نمودند که اغلب قراردادهای وام آن به طور خصوصی بسته می‌شد.

در کره، آزر خطر بحران اقتصادی از ماه‌ها پیش از نوامبر ۱۹۹۸ به صدا در آمده بود، شش گروه صنعتی و بازرگانی این کشور به سبب وام‌هایی که به منظور اجرای طرح‌های بلندپروازانه برای تسلط بر بازارهای جهانی اخذ نمودند فلج گشته و در آستانه سقوط قرار گرفتند، و بقیه شرکتها هیچ گامی در راه کاهش بار قرض خود که به طور متوسط چهار برابر بیشتر از داراییهای اولیه آنها بود، برنداشتند.

جدول ۳- شاخص‌های عمده پولی در کشورهای جنوب شرقی آسیا

نام کشور	رشد اعتبارات داخلی به M2		M2/GDP سال ۱۹۹۵
	۱۹۸۰	۱۹۹۵	
کره جنوبی	۵۰	۷۰	۴۱
سنگاپور	۸۱	۱۰۶	۸۳
هنگ کنگ	—	—	—
مالزی	۵۰	۱۲۹	۸۵
اندونزی	۹	۴۵	—
تایلند	۴۱	۱۴۰	۷۴
چین	۸۹	۵۳	۹۰
کشورهای توسعه یافته	—	—	۶۰

به رغم عرضه بیش از حد خودرو در سراسر دنیا، شرکتهای هیوندای و دیوو به ایجاد تأسیسات ساختمان عظیم در این بخش ادامه دادند و گروه سامسونگ ۱۰ میلیارد دلار^۸ برای ورود به صنعت خودروسازی خرج کرد. در صنایع دیگری که با اشباع بازارهای جهانی روبرو هستند نیز در بر همین پاشنه چرخید. گروه هیوندای مقدمات تأسیس کارخانه فولادی را فراهم کرد که ۵/۸ میلیارد دلار^۹ هزینه در بر داشت، به رغم اینکه دو کارخانه فولاد دیگر ورشکست شدند، و با وجود مخالفت شدید برنامه‌ریزان دولتی، سرمایه‌داران دولت را برای کاهش نرخهای بهره و ایجاد تسهیلات اعتباری زیر فشار قرار می‌دادند تا بتوانند به توسعه عملیات خود ادامه دهند. گروه‌های صنعتی در شرق آسیا تقریباً مشابه یکدیگر هستند و بر اساس تحقیقات به عمل آمده از سوی مراکز بین‌المللی، چه در ژاپن، کره و دیگر کشورهای این منطقه، از گروه‌های بزرگ خانوادگی تشکیل شده‌اند و نفوذ زیادی بر سیاستمداران دارند. در این کشورها، در مورد وام‌های بزرگ خانوادگی تشکیل شده‌اند و نفوذ زیادی بر سیاستمداران دارند. در این کشورها، در مورد وام‌های بزرگ خانوادگی تشکیل شده‌اند و نفوذ زیادی بر سیاستمداران دارند. در این کشورها، در مورد وام‌های بزرگ خانوادگی تشکیل شده‌اند و نفوذ زیادی بر سیاستمداران دارند. در این کشورها، در مورد وام‌های بزرگ خانوادگی تشکیل شده‌اند و نفوذ زیادی بر سیاستمداران دارند.

اصولاً کشورهایی که موقعیت مالی خوبی دارند، ممکن است در نتیجه ارزشگذاری بیش از اندازه پول داخلی و بانکداری ضعیف از پا در آیند. مقررات‌زدایی در بانکداری رویه‌ای بوده است که کشورهای جنوب شرقی آسیا، اروپای مرکزی و آمریکای لاتین به منظور افزایش کارایی و تسریع در یکپارچگی اقتصادی با بازارهای مالی جهانی دنبال کرده‌اند. این کشورها کنترل بر سرمایه را حذف و سقف نرخ بهره را برداشته و در بسیاری از موارد راه را برای رقابت مؤسسات مالی غیربانکی یا بانکها باز کرده‌اند. از دیدگاه نظری، در چنین بازاری کف وجود ندارد. این عدم نظارت بر فعالیتهای بانکی و ضعف کنترل دولت در ارزیابی کیفیت وام‌دهی بانکها، موجب شده است که بخش عمده‌ای از منابع مالی از فعالیتهای مولد به غیرمولد هدایت شود. دلیل مخاطره‌آمیز بودن چنین وضعی این است که امروز، ارزش پولها و داراییهای مبادله شده در هر لحظه نسبت به ضربه‌های ناشی از حوادث مالی و اقتصادی که در نقاط دور دست جهان اتفاق می‌افتد و از آنجا به بازارهای بین‌المللی سرازیر می‌شود، آسیب‌پذیری نشان می‌دهد.

در بسیاری از بازارهای نوظخته، بانکها از منابع خارجی وجوهی را به دلار و به صورت کوتاه‌مدت وام گرفتند و سپس این وجوه را در اقتصاد داخلی وام دادند. در چنین مواردی، بانکها بلادرنگ خود را در معرض مخاطرات نرخ تبدیل ارز قرار می‌دهند و در مواردی که این وام‌ها به دلار

۸. بورس ۴، ۱۳۷۶.

۹. بورس ۴، ۱۳۷۶.

اعطا شده بود با افزایش ریسک اعتبارات اعطایی رو به رو شدند زیرا بسیاری از آنها که وامهای دلاری دریافت می‌کنند، در صورت کاهش نرخ برابری پول ملی برای بازپرداخت وامهای دلاری با مشکلات جدی مواجه خواهند شد.

نتایج و پیشنهادات

در مجموع، عوامل، شرایط و زمینه‌های بحران بورس‌های معتبر سرمایه آسیای جنوب شرقی را می‌توان به شرح زیر مورد توجه قرار داد:

۱. نزدیک شدن ساختار بازار سرمایه به تطبیقات لحظه‌ای و غلبه سهم سرمایه‌های نگرورزانه بر حجم سرمایه‌گذارهای واقعی این نوع سرمایه‌گذاریها، بنا به ماهیتی که دارند، کمتر چسبنده هستند. مداخله آنها از راه دور بوده و سرمایه‌گذاری آنها نقدتر است. فرّار بودن بالقوه سرمایه‌گذاری نگرورزانه خارجی در بازارهای سرمایه داخلی دو نگرانی به وجود می‌آورد. اول اینکه، جریان‌های عظیم ورودی و خروجی می‌تواند تأثیر کوتاه‌مدت بر نرخ ارز و نرخ بهره بگذارد و نوعی عدم اطمینان ایجاد نماید که به اثرات منفی درازمدت بر ساختار سرمایه‌گذاری منجر خواهد شد و در نتیجه نوسانات نرخ ارز سرمایه‌گذاران به ویژه سرمایه‌گذاران صادراتی را مأیوس خواهد کرد. دوم اینکه، فرّار بودن سرمایه‌گذاری نگرورزانه خارجی مستقیماً از طریق سطوح اعتبار داخلی بر ارزش داراییهای داخلی دارای اثر ضریب فزاینده است که خود ممکن است از طریق اثر ثروت به نوسانات بزرگی در تقاضا و مصرف داخلی منجر گردد.

۲. رشد بی‌سابقه تولید جهانی در مقایسه با مصرف جهانی و افزایش عرضه کالاهای صنعتی توسط کشورهای با اقتصاد فعال و در حال صنعتی شدن، که خود به خود حفظ بازارهای قبلی را برای کشورهای مقدم با دشواری روبرو می‌ساخت.

۳. سهمگین تر شدن رقابت ژاپن و به ویژه چین با برهه‌های آسیایی در عرضه هر چه بیشتر کالاهای ارزان به بازارها و تلاش برای تصاحب سهم بیشتری از بازارهایی که قبلاً به نظر می‌رسید بر اساس مزیت نسبی متعلق به برهه‌های آسیاست و برای کشورهای دیگر قابل دسترس نمی‌باشد.

۴. عامل تعیین‌کننده دیگر در بروز بحران، وقوع شوکهای خارجی است که آثار آن در مواردی توسط دولت‌ها قابل پیشگیری نیست و ابعاد آن گاهی چنان وسیع است که مجامع بین‌المللی هم قادر به مهار آن نمی‌باشند.

۵. عدم توجه کافی به نقش سازنده آن بخش مالی قوی که در اجتناب از سرمایه‌گذاری‌های با

کیفیت پایین یا سرمایه‌گذاری اضافی، می‌توانست داشته باشد. عدم کفایت قوانین، مقررات و نظارت بر بخش مالی، همچنین تجربه کم مؤسسات مالی در قیمت‌گذاری و مدیریت ریسک و هدایت ضعیف و عدم وجود کنترل‌های داخلی و دخالت اضافی دولت در تخصیص اعتبارات و سایر منابع را می‌توان برشمرد.

پیشنهاداتی که به منظور تعدیل بحران قابل اعمال است، شامل:

الف. ضعف بخش مالی نیاز به توجه خاص دارد. مؤسسات در مانده لازم است تعطیل گردد و مؤسسات ضعیف ولی قابل بقا می‌بایست بازسازی گردند. باید قوانین و مقررات و نظارت، تقویت گردد. عدم وجود تضمین‌های عمومی برای اعتباردهندگان داخلی و خارجی بیشتر دارای آثار زیان‌بار می‌باشد زیرا به صورت غیر ضروری هزینه مالیات‌دهندگان را افزایش می‌دهد و مسایل حاد اخلاقی ایجاد می‌کند.

ب. اقتصاد باید قادر باشد که با شوک‌های کلان تطبیق پیدا کند. انعطاف‌پذیری کلید اصلی است. هر چه اقتصاد متنوع‌تر باشد، آسیب‌پذیریش نسبت به شوک‌های داخلی و بیرونی کمتر است و در خلال دوره‌های بحران به آن قدرت مقاومت می‌بخشد.

ج. اعتقاد بر این است که شاید یکی از درسهای بدون تردید حاصل از بحران آسیای جنوب شرقی این باشد که در یک اقتصاد جهانی لازم است سیاستگذاران به سرعت و با قوت در مقابل عدم توازن‌های مالی واکنش نشان دهند. عدم هماهنگی سیاست‌گذاری و ضعف‌های ساختاری به ویژه در سیستم‌های مالی، خود موجب تشدید بحران در بسیاری از موارد بوده است. از جمله، در بحران مالی ۱۹۸۷ غرب و در بحران مالی ۱۹۹۸ آسیا درس این است که آنها نسبت به بحران بی‌دفاع‌تر از آنند که بخواهند برخورد منفعل با معیارهایی که سیاستها را تقویت می‌کند، داشته باشند.

منابع

۱. دفتر بررسیهای اقتصادی، از بازار سرمایه تا توسعه اقتصادی، مجلس و پژوهش ۲۱، مهر - آذر ۱۳۷۵.
۲. خیرآبادی، محمود. در بازار بین‌المللی سهام چه گذشت، اطلاعات سیاسی اقتصادی ۱۸، بهمن - اسفند ۱۳۶۷.
۳. نفری، اکبر. بدهی خارجی کشورهای در حال توسعه و سیاست پولی امریکا، اطلاعات سیاسی اقتصادی ۷۲-۷۱، مرداد - شهریور ۱۳۷۲.
۴. هاشمیان، مسعود. تحلیل نظری جریان‌های سرمایه و بررسی علل بحران در شرق آسیا، پژوهشنامه بازرگانی ۴، پاییز ۱۳۷۶.
۵. شاهنده، بهزاد. یک سال پس از بحران مالی آسیا، اطلاعات سیاسی اقتصادی ۳۴-۳۳، مهر - آبان ۱۳۷۷.
۶. سازمان بورس اوراق بهادار تهران، بحران در آسیای جنوب شرقی، اطلاعات سیاسی اقتصادی ۳۴-۳۳، مهر - آبان ۱۳۷۷.
۷. نوری نائینی، محمد سعید. سرمایه خارجی، آب یا سرواب، اطلاعات سیاسی اقتصادی ۳۰-۲۹، خرداد - تیر ۱۳۷۷.
۸. فرید، فرامرز. سرمایه مالی و بحران اقتصادی. بورس ۴، آذر - دی ۱۳۷۶.
۹. سعیدی پور، رضوان. افول بررسیهای خاور دور، بورس ۴، آذر - دی ۱۳۷۶.
۱۰. عبدالله زاده، نگین. زمینه‌های بحران مالی در جهان، بورس ۴، آذر - دی ۱۳۷۶.
۱۱. قمری، داریوش. پیش‌بینی بحران‌های ۱۹۹۸ در بازارهای نوظهور، بورس ۴، آذر - دی ۱۳۷۶.
۱۲. اسماعیلی، محمدرضا. بحران بازارهای سرمایه، علت‌ها پی‌آمدها، بورس ۴، آذر - دی ۱۳۷۶.
۱۳. اقتصاد هنگ کنگ و بحران مالی آسیا، بورس ۶، بهمن - اسفند ۱۳۷۶.
۱۴. اسماعیلی، محمدرضا. بحران بازارهای سرمایه، علت‌ها و پی‌آمدها، بورس ۵، دی - بهمن ۱۳۷۶.
۱۵. فلج بازارهای مالی آسیا، بورس ۴، آذر - دی ۱۳۷۶.
۱۶. سقوط بازارهای سرمایه، بورس ۴، آذر - دی ۱۳۷۶.

۱۷. کیاوند، عزیز. ادامه بحران خاور دور، چه باید کرد؟، بورس ۶، بهمن - اسفند ۱۳۷۶.
۱۸. روشنگر، مجید. بازارهای سرمایه در آستانه دورانی جدید، بورس ۴، آذر - دی ۱۳۷۶.
۱۹. دفتر بررسیهای اقتصادی، تنوع اوراق در بازار سرمایه آری یا نه، مجلس و پژوهش ۲۱، مهر - آذر ۱۳۷۵.
۲۰. — الگوهای توسعه در برابر بحران رنگ می‌بازند؟، ماهنامه مناطق آزاد ۸۲، بهمن ۱۳۷۶.
۲۱. — بحران مالی آسیای جنوب شرقی و سازمان‌های مالی بین‌المللی، ماهنامه مناطق آزاد ۸۲، بهمن ۱۳۷۶.
۲۲. علمی، محمد. بحران آسیای جنوب شرقی و درسهای ناشی از آن، ماهنامه مناطق آزاد ۸۱، دی ۱۳۷۶.
۲۳. — ریشه‌های بحران در آسیای جنوب شرقی، ماهنامه مناطق آزاد ۸۳، اسفند ۱۳۷۶.
24. ---, **Dynamics and Spillover in the Asian Crisis**, IMF survey, 18-27, September, 28, 1998.
25. ---, **Asian Crisis Dominates Developments in International Capital Markets**, IMF survey 18-27, September, 28, 1998.
26. ---, **Lessons from Asian Crisis**, IMF survey 11-27, May, 11, 1998.
27. ---, **Interim World Economic Outlook**, IMF survey 1-27, January, 12, 1998.
28. Fischer, **On Origins, Implications of Asian Crisis**, IMF survey 2-27, January, 26, 1998.
29. Camdessus, **On Preventing Financial Crisis**, IMF survey 13-27, July, 6, 1998.



شروېشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی