

راهبردهای نقش دولت‌ها و سیاست‌های حمایتی در حل بحران‌های بورس (تجارب سایر کشورها)

مرجانہ بشخور^۱

چکیده

در برخی از مقاطع زمانی، شرایطی به وجود می‌آید که کارکرد اصلی بازار اوراق بهادار با مشکل مواجه می‌شود که از آن به عنوان شرایط نامتعارف نام برده می‌شود. در این وضعیت، بازار عملکرد صحیح و مناسب از خود نشان نداده و دچار واکنش بیش از اندازه (مثبت یا منفی نسبت به اخبار، شایعات و رویدادهای تأثیرگذار بر محیط سرمایه‌گذاری) خواهد شد. در این پژوهش، عوامل بروز شرایط نامتعارف اعم از حباب قیمتی و سقوط بازارهای اوراق بهادار در کشورهای آمریکا، ژاپن، روسیه، هنگ کنگ و مالزی مورد واکاوی قرار می‌گیرد. همچنین تمهیدات اتخاذ شده توسط مقامات مسئول برای مواجهه با آن و نتایج آن اقدامات مورد بررسی قرار خواهد گرفت. در همین راستا، پیشنهادهایی مانند افزایش تعامل بانک مرکزی با بازار سرمایه، بهره‌گیری از نرم‌افزارهای پیشرفته نظارت بر معاملات، بازنگری دوره‌ای در سازوکار خرید اعتباری متناسب با شرایط کلی بازار، تقویت دانش سرمایه‌گذاری فعالان بازار سرمایه، توسعه نهادهای مالی و ابزارهای سرمایه‌گذاری و تأسیس شرکت‌های حمایتی با هدف ارائه پاسخ‌های مناسب و به موقع در شرایط بحرانی ارائه می‌شود.

واژگان کلیدی: بورس، بحران، دخالت دولت، سیاست‌های حمایتی.

مقدمه

و غیرمستقیم دولت در بازار سرمایه در اقتصادهای در حال توسعه یا نوظهور و اتخاذ رویکرد مداخله غیرمستقیم در بازار سرمایه توسط دولت کشورهای توسعه یافته اشاره کرد.

برای مثال، دولت چین هم برنامه مداخله مستقیم و هم مداخله غیرمستقیم را برای تحریک بازار سهام، که نزدیک به ۷۰ درصد از ارزش خود را تا اکتبر ۲۰۰۸ از دست داده بود، آغاز کرد. این برنامه‌ها شامل خرید

بحران مالی و اقتصادی سال ۲۰۰۸، تحت عنوان «طوفان یکباره قرن» نام‌گذاری شده است. طی این بحران، برخی از کسب‌وکارها منحل شدند و از بین رفتند و برخی دیگر، با اتخاذ گام‌های مؤثر برای کاهش فشارهای رکودی قریب‌الوقوع و احیای اقتصاد ملی از سوی دولت‌ها، نجات یافتند. از جمله این اقدامات می‌توان به اتخاذ سیاست مداخله مستقیم

۱- پژوهشگر گروه اقتصاد مقاومتی و برآورد اقتصادی، مرکز پژوهشی امنیت اقتصادی تدبیر، تهران، ایران mballameh1398@gmail.com

سریع قیمتی در بازار سهام جلوگیری کند، نگرانی‌های سرمایه‌گذاران را کاهش داده و اعتماد را به آن‌ها بازگرداند و معاملات، به‌خصوص فروش‌های کوتاه‌مدت توسط سفته‌بازان، را شفاف کند. برای مثال، نظریه «بازار کارا» بیان می‌کند که جریان اطلاعات به‌صورت سریع خود را در قیمت‌ها نشان می‌دهد. بنابراین، قیمت فردا تنها مبتنی بر اطلاعات فردا و مستقل از اطلاعات امروز است.

این تئوری دلالت بر این دارد که اگرچه قیمت‌های سهام از مداخله تأثیر می‌پذیرند، ولی به اطلاعات جدید، به‌موقع واکنش نشان می‌دهند. همچنین نظریه واکنش شدید استدلال می‌کند که سرمایه‌گذاران تمایل دارند به اطلاعات اخیر وزن بیشتری بدهند و اطلاعات قبلی را با وزن کمتر در نظر بگیرند. بنابراین اگر اطلاعاتی وجود نداشته باشد، نظریه واکنش شدید یک جهش قیمتی منفی را پیش‌بینی می‌کند که منجر به واکنش بیش از حد در بازار می‌شود. به عبارت دیگر، این نظریه تأکید دارد که بعد از مداخله باید تغییرات قیمتی مثبت باشد. درنهایت، نظریه عدم اطمینان فرض می‌کند که سرمایه‌گذاران عقلایی ریسک‌گریز اغلب قیمت‌های سهام را قبل از این‌که نتیجه کامل مشخص شود، تنظیم می‌کنند. بعد از رخ دادن نااطمینانی، تغییرات قیمتی تمایل به مثبت شدن دارند. در این حالت انتظار می‌رود که طی دوره مداخله تغییر قیمت منفی باشد و بعد از مداخله تغییر قیمت مثبت باشد.

در مقابل، مخالفان مداخله در بازار سهام ادعا می‌کنند که هر شکلی از مداخله می‌تواند به‌طور جدی

سهام به‌منظور حمایت از بازار و لغو (حذف) تعرفه تمبر در خرید سهام بود. دولت روسیه نیز از طریق سازمان خدمات مالی (FSA) معاملات بازار سهام را در سپتامبر ۲۰۰۸ متوقف کرد و بعد از آن چندین بار به‌منظور معکوس کردن روند نزولی در بازارهای سهام مداخله نمود. همچنین کشورهای توسعه‌یافته به‌منظور تغییر انتظارات سرمایه‌گذاران از مداخله غیرمستقیم شامل کمک مالی، تصاحب، خرید یا ادغام نهادهای مالی در بازارهای سهام استفاده کردند.

درواقع این مداخلات، اقداماتی به‌منظور برقراری ثبات قیمتی در بازار سهام و ممانعت از اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری تحت شرایط فوق‌العاده (غیرعادی) توسط سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. بدین ترتیب که دولت با انجام این مداخلات تلاش می‌کند با انتقال سیگنال‌های اطلاعاتی، برای سرمایه‌گذاران این امکان را فراهم کند تا تصمیمات آگاهانه اتخاذ کنند. برای مثال، بعد از یازده سپتامبر ۲۰۰۱ بازارهای سهام آمریکا تنها به‌دلیل این‌که جریان اطلاعات به میزان زیادی با حملات همبسته بود و می‌توانست بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تأثیر بگذارد، بسته شدند تا سرمایه‌گذاران در بازه بسته بودن بازارها، اطلاعات صحیح را دریافت و بر اساس اطلاعات صحیح در مورد سرمایه‌گذاری‌های خود تصمیم‌گیری کنند.

این موضوع که آیا مداخله مستقیم در بازار سهام کار درستی است یا نه؟ هنوز بخشی از بحث‌های اقتصادی است. طرفداران مداخله با تکیه بر نظریات اقتصادی ادعا می‌کنند که مداخله می‌تواند از کاهش

ملی، کاهش نرخ سپرده قانونی بانک‌ها نزد بانک مرکزی و استفاده از صندوق تثبیت بازار سهام برای حمایت از قیمت است.

باید توجه داشت که نظام مالی ایران، به‌خصوص در یک دهه گذشته، با مشکلات و تنگناهای زیادی مواجه شده است. این مشکلات و تنگناها، در کنار مداخلات غیراصولی و بسیار مخرب دولت در انواع بازارهای مالی به‌خصوص بازار سهام، که موجب رقم خوردن تجربه ریزش تقریباً یک‌ساله شاخص بورس طی سال گذشته شده، خطر بروز بحران را بسیار محتمل‌تر کرده است. به همین دلیل در بخش دوم این گزارش به بررسی شکل‌گیری بحران در بازار بورس در برخی کشورهای منتخب، نحوه مدیریت این بحران‌ها و انواع سیاست‌های حمایتی اتخاذ شده از سوی دولت‌های آن‌ها پرداخته می‌شود. در بخش سوم به بیان ملاحظات امنیتی شکل‌گیری این‌گونه بحران‌ها در بازار بورس ایران و درنهایت در بخش آخر به نتیجه‌گیری و پیشنهادات کاربردی در این زمینه پرداخته می‌شود.

بحران مالی و اقتصادی سال ۲۰۰۸، تحت عنوان «طوفان یکباره قرن» نام‌گذاری شده است. طی این بحران، برخی از کسب‌وکارها منحل شدند و از بین رفتند و برخی دیگر، با اتخاذ گام‌های مؤثر برای کاهش فشارهای رکودی قریب‌الوقوع و احیای اقتصاد ملی از سوی دولت‌ها، نجات یافتند.

یکپارچگی این بازار را تهدید کند، زیرا وضعیت بازار سهام به‌عنوان یک شاخص مالی پیشرو برای اقتصاد محسوب می‌شود. بنابراین هر نوع مداخله در آن می‌تواند منجر به علامت‌دهی اشتباه در مورد وضعیت اقتصاد ملی شده و اعتماد سرمایه‌گذاران در اقتصاد را کاهش دهد. به‌طور مشخص مداخله موجب می‌شود که عملکرد بازار سهام به‌عنوان انتقال‌دهنده ریسک و کشف‌کننده قیمت بی‌اثر شود (یعنی با تأثیرگذاری بر قیمت سهام، ناکارایی‌های اطلاعاتی در بازار ایجاد می‌کند و بازار را به سمت قیمت و ریسک اشتباه سوق می‌دهد). برخی از محققان نیز معتقدند، به‌جای تأثیرگذاری بر قیمت‌های سهام از طریق متوقف‌سازی یا تعلیق مبادلات (مداخله مستقیم)، که احتمالاً بی‌ثباتی بازار را تشدید می‌کند، مداخله غیرمستقیم در بازار سهام منطقی‌تر است؛ زیرا این نوع مداخله بر اصول پایه‌ای اوراق بهاداری که در بازار سهام مبادله می‌شوند، تأثیر می‌گذارد و از این رو انتظارات بازار را تغییر می‌دهد.

نگاهی به نحوه عملکرد دولت‌ها در کشورهای درحال توسعه و نوظهور (عمدتاً شامل روسیه، هند، چین، برزیل، پاکستان و نیجریه) حاکی از آن است که اکثر بازارهای سهام در این کشورها شاهد مداخله مستقیم به‌صورت تعلیق مبادله بوده و در برخی موارد هر دو شکل مداخله مستقیم و غیرمستقیم بوده‌اند. در این کشورها عمل مداخله عمدتاً با استفاده از ترکیبی از ابزارهای مدیریت ریسک و مدیریت اقتصادی و به‌منظور ایجاد ثبات مالی انجام شده و شامل مواردی از جمله کاهش دادن نرخ‌های بهره، کاهش ارزش پول

در سال ۲۰۰۷، اکنون با نام (NYSE Euronext) شناخته می‌شود. گرچه معاملات در این بورس تا سال‌ها صرفاً به صورت حضوری انجام می‌شد، اما در حال حاضر بیش از نیمی از معاملات در این بورس به صورت الکترونیکی انجام می‌شود. با توجه به این که میزان بزرگی و اعتبار یک بورس به میزان سرمایه یا ارزش بازار آن بستگی دارد، در سال ۲۰۱۹، بورس نیویورک به عنوان بزرگ‌ترین بورس جهان معرفی شد و بعد از آن بورس‌های نزدک، توکیو، شانگهای، هنگ‌کنگ، لندن، اروپا، شنزن، تورنتو و آلمان، به ترتیب در جایگاه‌های دوم تا دهم این رتبه‌بندی قرار گرفته‌اند.

- **بورس نزدک:** این بورس توسط گروهی از کارگزاران محلی در سال ۱۹۷۱ پایه‌گذاری شد و اولین بازار بورس الکترونیک دنیا محسوب می‌شود. این بورس در سال ۲۰۱۹ دومین بورس بزرگ جهان شناخته شده است. اغلب شرکت‌های فناوری اطلاعات مانند اپل، مایکروسافت، فیس‌بوک، ایتل، دل، تسلا و... در لیست شرکت‌های پذیرفته‌شده در این بورس قرار دارند. در بازار نزدک این امکان برای سهامداران وجود دارد که پیش از شروع بازار یا پس از اتمام آن هم به خرید و فروش بپردازند. معامله‌کنندگان برای انجام معامله در پیش از شروع بازار می‌توانند در بازه زمانی ۴ صبح تا ساعت ۹:۳۰ سفارشات خود را به ثبت برسانند. همچنین برای معامله در ساعات

۱. بررسی تجارب جهانی در جهت حمایت از بازار بورس

در بورس‌های اوراق بهادار، قانون‌گذاران به منظور حمایت از بازار در مقابل نوسان‌ها و بحران‌های مالی، قوانین و مقرراتی را برای خرید و فروش اوراق بهادار، عرضه و تقاضای سهام و تعیین قیمت سهام وضع می‌کنند. در این بخش برخی از بازارهای بورس از جمله آمریکا، ژاپن، روسیه، هنگ‌کنگ و مالزی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۱-۱. بازار بورس آمریکا

آمریکا به عنوان کانون نظام سرمایه‌داری در جهان، دارای بازارهای مختلف بورسی است. این بازارها عبارتند از بورس اوراق بهادار نیویورک^۱ (NYSE)، بورس اوراق بهادار آمریکا (AMEX)، بورس اوراق بهادار نزدک^۲ (Nasdaq)، بورس شرکت‌های کوچک نزدک (Nasdaq Small Ca)، بورس شبکه‌های ارتباطی الکترونیکی^۳ (ECNs)، بازار خارج از بورس^۴ (OTC) و بورس شیکاگو^۵ (CHX).

- **بورس نیویورک:** این بورس بزرگ‌ترین بازار بورس از نظر میزان معاملات و حجم سرمایه در ایالات متحده آمریکا و جهان است. سهام بسیاری از شرکت‌های بزرگ و مطرح دنیا از جمله مک‌دونالد، والمرت، کوکاکولا و... در آن مبادله می‌شوند و بیش از ۳۰۰۰ شرکت در این بورس مشغول خرید و فروش سهام خود هستند. شرکت اصلی بورس نیویورک پس از ادغام با صرافی اروپا

3. Electronic Communication Networks
4. Over-the-Counter
5. Chicago Stock Exchange

1. New York Stock Exchange
2. National Association of Securities Dealers Automated

اختیار معامله طلا، نقره و مس قابل معامله است. مهم‌ترین نقش این بورس کالایی ایجاد بازاری شفاف و نقد برای انعقاد قراردادهای خرید و فروش جهت در اختیار قرار دادن اطلاعات قیمتی به اعضا و مشتری‌ها، مدیریت ریسک و سرمایه‌گذاری است. در این بورس بیش از ۳۶۰۰ عضو و سهامدار به‌صورت الکترونیک و مزایده آزاد به مبادله انواع قراردادهای آتی و اختیار معامله می‌پردازند.

- **بازار خارج از بورس:** این بازار معمولاً شامل شرکت‌های کوچک و اخراج‌شده از سایر بورس‌ها می‌باشد. گرچه بسیاری از سرمایه‌گذاران انفرادی به‌دلیل ریسک بالای معاملات در این بازار فعالیت نمی‌کنند، اما بعضی شرکت‌های بزرگ به‌دلیل شرایط آسان معامله در این بازارها از خریداران اصلی سهام این بازار هستند. هزینه معاملات در این بازار بسیار پایین است و الزامات سخت‌گیرانه سایر بورس‌ها در این بازار وجود ندارد. دو نوع تابلو در این بازار وجود دارد: (۱) تابلو اعلانات بازار خارج از بورس که محل اجتماع الکترونیکی بازارسازان و شرکت‌هایی است که از لیست بورس نزدیک حذف شده‌اند. در این بازار هیچ الزام کمی - نه حداقل فروش و نه حداقل میزان دارایی‌ها - برای پذیرفته شدن وجود ندارد. (۲) شرکت‌های (pink sheet): این تابلو حاوی قیمت و سایر مشخصات اوراق بهادار شرکت‌هایی هستند که تعداد سهامداران آن‌ها کمتر از ۳۰۰ نفر می‌باشد و در بازارهای خارج از بورس بین معامله‌گران معامله می‌شوند. این بازار نیز تحت نظارت کمیسیون اوراق بهادار آمریکا قرار دارد.

معاملاتی پس از بازار، معامله‌کنندگان اجازه دارند در ساعات ۱۶ تا ۲۰ به وقت محلی به دادوستد بپردازند. از آنجایی که سیستم معاملات این بازار بر بلاکچین پایه‌گذاری شده است، این سامانه از قابلیت حمایت از بیت‌کوین نیز برخوردار است.

- **بورس آمریکا:** این بورس سومین شرکت بورسی در آمریکا است که حجم معاملات بسیار چشمگیری دارد. بیشتر شرکت‌های کوچک و خرد در این شرکت بورسی سرمایه‌گذاری می‌کنند و این بورس مکان خوبی برای رشد برخی از مشاغل نوظهور و تازه‌کار است. در سال ۲۰۰۸ سهام این شرکت توسط بورس نیویورک خریداری شد و در حال حاضر با عنوان (NYSE AMEX) شناخته می‌شود.

- **بورس شیکاگو:** گروه بورس شیکاگو مجموعه‌ای متشکل از بورس تجاری شیکاگو، هیئت تجاری شیکاگو، بورس بازرگانی نیویورک و بورس کالاها است. در این بورس که در ابتدا بورسی کالایی محسوب می‌شد، انواع مختلفی از قراردادهای آتی و اختیار معامله قابل دادوستد است. در بورس تجاری شیکاگو انواع قراردادهای آتی و اختیار معامله محصولات کشاورزی، ارز، شاخص سهام، نرخ بهره قابل معامله است. در هیئت تجاری شیکاگو انواع قراردادهای آتی و اختیار معامله محصولات کشاورزی، ارز، شاخص سهام، نرخ بهره و انرژی قابل معامله است. در بورس بازرگانی نیویورک انواع قراردادهای آتی و اختیار معامله محصولات کشاورزی، انرژی و فلزات قابل معامله است و در نهایت در بورس کالاها انواع قراردادهای آتی و

موفقیت‌های کسب‌شده در دهه ۱۹۲۰ قلمداد می‌شود. در این روز نزدیک به ۱۳ میلیون سهم مورد معامله قرار گرفت. این تعداد از معاملات سهام در آمریکا یک رکود بزرگ محسوب می‌شد و نشان از پایان روند صعودی در قیمت سهام داشت. در این روز قیمت سهام به سرعت کاهش یافت و تکنولوژی آن زمان قادر به ارائه خدمات به دلیل حجم بالای معاملات نبود و سیستم معاملات بورس قابلیت اجرای فوری سفارش‌ها را نداشت. در مجموع روند کاهش قیمت سهام تا سال ۱۹۳۲ به صورت ماریپچی ادامه داشت، به طوری که در سال ۱۹۳۲ میانگین قیمت سهام بیش از ۷۵ درصد کاهش یافت و سرمایه‌گذاران حدود ۴۵ میلیارد دلار پول خود را از دست دادند. از جمله دلایل سقوط بازار سهام در این سال می‌توان به خرید اعتباری، ارزش‌گذاری سهام بیش از ارزش ذاتی، سیاست‌های فدرال رزرو، قانون تعرفه‌ای اسموت - هاولی، وضعیت نامناسب اقتصادی، رفتارهای غیرعقلایی، رکود اقتصادی در بخش کشاورزی و ضعف سیستم بانکی اشاره کرد. پس از سقوط بازار سهام، اصلاحات متعددی به اجرا درآمد. از جمله این اصلاحات که برای جلوگیری از سقوط بیشتر بازار سهام در نظر گرفته شده بودند، می‌توان به تشکیل کمیسیون بورس و اوراق بهادار^۱، تشکیل شرکت‌های بیمه‌ای، طراحی

به طور کلی در طی سال‌های گذشته اقتصاد آمریکا دچار بحران‌های مختلفی شده است که عمدتاً یکی از دلایل آن‌ها بروز نوسانات گسترده و سقوط شاخص سهام این کشور بوده است. همین امر موجب شده تا در طی زمان مجموعه‌ای از قوانین در حوزه بازار بورس این کشور شکل بگیرد که بر حوزه‌های مختلف از جمله پذیره‌نویسی شرکت‌ها، قوانین حاکم بر معاملات، قوانین ناظر بر معاملات، قوانین حمایت از سرمایه‌گذاران و... را در بر می‌گیرد. مجموعه این قوانین عبارتند از: قانون اوراق بهادار سال ۱۹۳۳، قانون بورس اوراق بهادار سال ۱۹۳۴، قانون قرارداد اعتماد سال ۱۹۳۹، قانون مشاوران سرمایه‌گذاری سال ۱۹۴۰، قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری سال ۱۹۴۰، قانون ویلیامز (قانون افشای اوراق بهادار)، اصلاحیه قانون اوراق بهادار سال ۱۹۷۵، قانون مؤسسات سپرده‌گذاری «گارن اس تی ژرمن»، قانون «گرام ایچ بلایلی»، قانون «نوسازی معاملات آتی کالا» سال ۲۰۰۰، قانون «ساربانز اوکسلی»، قانون «اصلاح آژانس رتبه‌بندی اعتباری» سال ۲۰۰۶، قانون «داد فرانک» و... در ادامه برخی از بحران‌های مالی تجربه شده توسط این کشور، دلایل بروز آن‌ها و برخی قوانین وضع یا اصلاح شده برای جلوگیری از بروز این بحران‌ها آورده شده است.

- سقوط بازار سهام آمریکا در سال ۱۹۲۹: سقوط بازار سهام آمریکا در ۲۴ اکتبر سال ۱۹۲۹، آغاز رکود بزرگ اقتصادی در آمریکا و پایان

برای اصلاح الزامات خرید اعتباری به منظور کاهش فعالیت‌های سفته‌بازانه، تلاش برای ایجاد شفافیت در ابزارهای مالی قابل معامله و کنترل شرکت‌های کارگزاری و سایر تشکلهای خودانتظام مانند بورس‌های فعال در سهام، ممنوع کردن انواع

۱. این کمیسیون برای جلب مجدد اعتماد عمومی به بازارهای سرمایه، نظارت بر رفتارهای بازار و حفاظت از سرمایه‌گذاران در برابر رفتارهای متقلبانه در اوراق بهادار و بازارهای مالی تأسیس شد. از جمله اقدامات این کمیسیون الزام فدرال رزرو

بازار سهام ذکر کردند که از آن جمله می‌توان به ترس ناشی از بروز تورم، ارزش‌گذاری بیش از ارزش ذاتی سهام، سیاست‌های فدرال رزرو، معاملات کامپیوتری و برنامه‌ریزی شده، استفاده از اوراق بهادار مشتقه، کمبود نقدینگی، دشواری در کسب اطلاعات، اقتصاد بدهکار و ترس و وحشت در مورد سقوط بازار سهام و عجله در فروش اشاره کرد. همچنین از جمله اقدامات انجام‌شده برای جلوگیری از تکرار مجدد این سقوط عبارتند از: به‌کارگیری متوقف‌کننده‌های خودکار^۳ (قطع موقت معاملات بورس)، محدود کردن خرید اعتباری^۴، بهبود سیستم‌های رایانه‌ای.

- **حباب قیمتی سال ۲۰۰۰ میلادی بازار سهام و سقوط پس از آن:** حباب دات - کام (که به آن رونق دات کام، حباب اینترنت، سقوط دات کام و حباب تکنولوژی اطلاعات نیز اطلاق می‌شود)

است و در شرایطی که قیمت سهام بیشتر از مقدار مشخصی کاهش یابد، متوقف‌کننده خودکار، معاملات در بورس‌ها را برای یک دوره زمانی معین، به‌طور خودکار متوقف می‌کند. بورس سهام نیویورک و بورس فلزات شیکاگو، سازوکار متوقف‌کننده خودکار را پس از بحران ۱۹۸۷ به‌کار گرفتند. بدین صورت که اگر میانگین شاخص داو جونز بیشتر از ۲۵۰ واحد افت کند، انجام معاملات در هر دو بورس به مدت یک ساعت و اگر بیشتر از ۴۰۰ واحد افت کند برای دو ساعت متوقف می‌شد. این سازوکار به منظور کاهش نوسانات بازار و کاهش فروش عجولانه گسترده مورد استفاده قرار گرفت و به معامله‌گران فرصت زمانی برای بازنگری مجدد معاملات را می‌داد.

۴. محدود کردن میزان اعتبار برای خرید اوراق بهادار از دیگر اقدامات بود. پیش از آن سرمایه‌گذاران می‌توانستند تنها با پرداخت ۱۰ درصد قیمت سهام، سهام مورد نظر را خریداری کنند. هدف از این اقدام، کاهش نوسان در بازارهای سهام، قراردادهای آتی شاخص و قراردادهای اختیار معامله سهام بود.

نرم‌افزار فایروال ریسک^۱، کاهش تعداد روزهای معاملاتی از ۶ روز به ۵ روز و تصویب قانون گلاس - استیگال^۲ اشاره کرد.

- **سقوط بازار سهام در سال ۱۹۸۷:** بازار سهام نیویورک بار دیگر در ۱۶ اکتبر سال ۱۹۸۷ سقوط کرد. بیش از ۶۰۴ میلیون سهم صرفاً در بورس نیویورک معامله شد. بخشی از حجم معاملات مربوط به فروش عجولانه همراه با ترس بود و سرمایه‌گذاران سعی کردند سهام خود را قبل از این که قیمت سهام کاهش بیشتری یابد، بفروشند. قسمتی از فروش سهام از طریق کامپیوترهای هوشمندی انجام شده بود که اگر قیمت سهام به پایین‌تر از سطح مشخصی می‌رسید به‌طور خودکار اقدام به فروش می‌کردند. سرمایه‌گذاران در آن روز به‌طور تخمینی ۵۰۰ میلیارد دلار ضرر کردند. کارشناسان دلایل گوناگونی را برای این سقوط

رفتارهای خاص بازار مانند معاملات نهانی و اجرای قوانین حاکم بر صنعت مالی بود.

۱. این نرم‌افزار برای کنترل و نظارت بر فعالیت‌های بازار بوده که در تلاش برای شناسایی هرگونه اشتباه و تقلب در بازار که می‌تواند آغازگر سقوط مجدد باشد طراحی شده بود. این نرم‌افزار طوری طراحی شد که اگر الگوهای معاملاتی فریبکارانه یا فعالیت‌های شناسایی نشده تهدیدی برای ثبات بازار محسوب شود، این نرم‌افزار به‌طور خودکار معاملات را متوقف کند.

۲. این قانون در سال ۱۹۳۳ به تصویب رسید. مطابق این قانون پیوستن بانک‌های عضو بانک فدرال رزرو به شرکت‌های تأمین سرمایه و یا سایر شرکت‌هایی که هدف اصلی آن‌ها فروش سهام است، ممنوع شد.

۳. در واکنش به این سقوط، بورس سهام نیویورک انجام برخی از معاملات برنامه‌ریزی شده را محدود کرد. از مهم‌ترین اقدامات صورت گرفته، معرفی متوقف‌کننده‌های خودکار معاملات در سال ۱۹۸۸ میلادی بود. متوقف‌کننده خودکار نوعی تعلیق معاملات

فساد مالی شرکتی، ارزش‌گذاری سهام بیش از ارزش ذاتی، معامله‌گران روزانه و سرمایه‌گذاران آنی و تضاد منافع بین تحلیل‌گران و پذیرهنویسان شرکت‌های تأمین سرمایه است. در پی این سقوط مجموعه‌ای از اقدامات برای جلوگیری از کاهش قابل توجه قیمت‌های سهام و ایجاد ثبات نسبی در بازار اجرا شد. از جمله این اقدامات می‌توان به موارد ذیل اشاره نمود:

- قوانین جدید برای معامله‌گران روزانه^۱،
- پاسخ‌گویی مدیرعامل و مدیر ارشد مالی نسبت به صورت‌های مالی،
- اصلاحات حسابداری و تفکیک پذیرهنویسان و تحلیل‌گران شرکت‌های تأمین سرمایه.

طرفداران مداخله با تکیه بر نظریات اقتصادی ادعا می‌کنند که مداخله می‌تواند از کاهش سریع قیمتی در بازار سهام جلوگیری کند، نگرانی‌های سرمایه‌گذاران را کاهش داده و اعتماد را به آن‌ها بازگرداند و معاملات، به‌خصوص فروش‌های کوتاه‌مدت توسط سفته‌بازان، را شفاف کند.

موجب شد که طی سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۰ بازارهای سهام آمریکا و سایر کشورهای غربی شاهد رشد سریع صنعت اینترنت و کسب‌وکارهای مرتبط با آن باشند. دو برابر شدن بازده عرضه‌های اولیه در اولین روز عرضه موجب افزایش جذابیت سرمایه‌گذاری برای مردم شد و منابع مالی زیادی وارد بازار سرمایه شد، اما گذشت زمان و عملکرد شرکت‌ها، تأیید می‌کرد که بسیاری از شرکت‌های اینترنتی به موفقیت‌های قابل توجهی دست نیافتند و علت موفقیت بسیاری از آن‌ها، در واقع بیش‌ازحد ارزش‌گذاری شدن آن‌ها بود. به‌علاوه در سال‌های قبل از ۲۰۰۰ افرادی که هیچ دانش قبلی از معاملات اوراق بهادار نداشتند، بر اساس بالا بودن بازده آتی مورد انتظار شروع به خرید سهام کردند و این کار به افزایش قابل توجه قیمت سهام شرکت‌ها دامن زد. لذا ورشکستگی شرکت‌های اینترنتی و سقوط قیمت سهام آن‌ها منجر به تسریع سقوط بازار سهام در سال ۲۰۰۱ میلادی شد. شدت این سقوط به‌حدی بود که شاخص نزدک در سال ۲۰۰۲ کاهش ۷۳ درصدی نسبت به اوج خود در سال ۲۰۰۰ را تجربه کرد و در مجموع زیانی ۸ تریلیون دلاری در طی این سقوط اتفاق افتاد و از ارزش بازار کاسته شد. از جمله دلایل اصلی این اتفاق،

محل اعتبارات معاملات روزانه کارگزار تأمین شده و از این‌رو احتمال کمبود منابع برای سرمایه‌گذار در پایان روز معاملاتی کاهش می‌یافت. علاوه بر این، اعمال محدودیت‌های جدید روی روش‌های بازاریابی شرکت‌هایی که خریدوفروش یک‌روزه انجام می‌دهند، مجاز شمرده شد.

۱. براساس قوانین جدید، سرمایه‌گذاران برای انجام معامله فعالانه در بازار، حداقل به ۲۵۰۰۰ دلار در حساب خود نیاز داشتند. این موضوع موجب اطمینان از عدم ورشکستگی مالی سرمایه‌گذار می‌شد. بدین‌معنا که پس از اجرای این قانون، بخشی از معاملات سرمایه‌گذار براساس منابع مالی شخصی وی و بخشی دیگر از

۲-۱. بورس ژاپن

- کشور ژاپن به‌عنوان یکی از قدرت‌های اقتصادی قاره آسیا و دنیا به‌حساب می‌آید و از این رو تغییرات و تحولات آن همواره مورد توجه فعالان بازارهای مالی به‌خصوص سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران بازار اوراق بهادار قرار دارد. در طول سال‌های گذشته به موازات تحولات در بازارهای مالی بین‌المللی، بازار سهام ژاپن نیز افت‌وخیزهای زیادی تجربه کرده است. برای مثال، از سال ۱۹۶۰ تا سال ۱۹۹۰ میلادی، ژاپن از جمله سریع‌ترین اقتصادهای روبه‌رشد در جهان محسوب می‌شد. در اواخر دهه ۱۹۸۰ میلادی، قیمت دارایی‌های مالی به‌طور پیوسته افزایش یافت و در نهایت به سطح بسیار بالایی رسید. برای مثال، شاخص نیکه ۲۲۵ که در سال ۱۹۸۵ میلادی حدود ۱۰.۰۰۰ واحد بود در ۱۹ دسامبر ۱۹۸۹ میلادی به نقطه اوج خود یعنی ۳۸.۹۱۶ واحد رسید که ۳/۱ برابر بیشتر از مقدار خود در سپتامبر سال ۱۹۸۵ (۱۲.۵۹۸ واحد) بود. به‌دنبال افزایش قیمت سهام، با تأخیر زمانی قیمت زمین، ابتدا در توکیو و سپس در شهرهای بزرگ دیگر مانند اوزاکا و ناگويا افزایش یافت و پس از آن به سایر شهرها منتقل شد. شاخص قیمت زمین شهری در سپتامبر سال ۱۹۹۰ میلادی به نقطه اوج خود رسید که تقریباً چهار برابر بیشتر از سطح قیمت زمین در سپتامبر سال ۱۹۸۵ میلادی بود.

- در دوران رونق قبل از سال ۱۹۹۰ میلادی، بانک‌ها میزان اعطای وام را براساس این باور که قیمت زمین هیچ‌گاه کاهش پیدا نمی‌کند، افزایش دادند و

- سقوط بازار سهام در سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۰۹: در سال ۲۰۰۷ بعد از رشد قابل ملاحظه شاخص داوجونز، حجم فروش بر روی سهام شرکت‌ها با قیمت پایین شروع شد. این شاخص در مارس ۲۰۰۹ به کمترین میزان خود رسید و در مقایسه با بالاترین عدد خود در ۹ اکتبر سال ۲۰۰۷، حدود ۵۴ درصد کاهش یافت. در این سقوط، بازار سهام بیش از نیمی از ارزش خود را از دست داد. کارشناسان شکسته شدن حباب قیمت مسکن را مهم‌ترین دلیل این ریزش در بازار سهام می‌دانند. از جمله اقدامات نظارتی صورت گرفته به‌منظور جلوگیری از تکرار مجدد چنین بحرانی می‌توان به موارد زیر اشاره کرد: ۱) کمیسیون بورس و اوراق بهادار فروش استقراضی را محدود کرد و بانک فدرال رزرو جریمه‌های فروش استقراضی بدون پوشش را افزایش داد. ۲) کمیسیون بورس و اوراق بهادار قوانین جدیدی را برای مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری وضع کرد و محدودیت‌هایی را بر این مؤسسات اعمال کرد که شامل: الف) مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری قادر نخواهند بود که به شرکت‌های تأمین سرمایه در مورد نحوه ارائه پکیج اوراق بهادار برای به‌دست آوردن امتیاز خاص مشاوره دهند و همچنین قادر به دریافت پاداش به ارزش بیش از ۲۵ دلار نخواهند بود. ب) اطلاعات اضافی و آمار مربوط به رتبه‌بندی‌های اولیه و ارتقا و تنزل‌های رتبه‌بندی‌های بعدی، برای همه دارایی‌ها مورد نیاز خواهد بود و نمونه تصادفی از ۱۰ درصد رتبه‌بندی‌ها باید با جزئیات فاش شود.

میانگین نرخ سالانه ۵/۵ درصد و ۷/۲ درصد رشد کردند. دلیل اصلی رشد اقتصادی، سرمایه‌گذاری ثابت در کسب‌وکار^۱ بود که تقریباً ۲۰ درصد از تولید ناخالص داخلی را تشکیل می‌داد.

- در سال ۱۹۹۰ قیمت زمین به‌طور چشمگیری کاهش یافت و بانک‌ها با افزایش زیاد وام‌های معوقه نسبت به سرمایه و ذخایر مواجه شدند. این امر باعث شد تا بانک‌های ژاپنی در رعایت الزامات کیفیت سرمایه BIS با مشکل مواجه شوند. همچنین شاخص نیکی ۲۲۵ که در آغاز سال ۱۹۹۰ به اوج خود [یعنی ۳۸.۹۱۶ واحد] رسیده بود، در اواسط این سال به شدت کاهش یافت و در یکم اکتبر با کاهش ۴۸ درصدی به رقم ۲۰.۲۲۲ واحد تنزل یافت. این روند کاهش‌ی شاخص سهام ادامه یافت به طوری که در آگوست سال ۱۹۹۲ مقدار این شاخص به ۱۴.۳۰۹ واحد رسید که بیش از ۶۰ درصد پایین‌تر از نقطه اوج آن در سال ۱۹۹۰ بود. تخلیه شدن حساب موجب شد که رشد اقتصادی در این کشور به شدت کاهش یابد و ژاپن وارد دوران رکود اقتصادی شود.

به نظر کارشناسان از جمله دلایل اصلی تشکیل حساب قیمت‌داری‌ها در ژاپن می‌توان به مقررات‌زدایی و آزادسازی بانکی، نوآوری مالی و سفته‌بازی، اتخاذ سیاست اعطای تسهیلات آسان در طولانی‌مدت، وضعیت سیستم مالیاتی و مقررات موجود بر روی زمین و مکانیسم ضعیف برای اعمال نظم و انضباط اشاره کرد.

اغلب از زمین به‌عنوان وثیقه استفاده کردند. رشد قوی و همچنین حساب ایجاد شده در بازارهای سهام و املاک و مستغلات ژاپن که در اواخر دهه ۱۹۸۰ و اوایل دهه ۱۹۹۰ میلادی رخ داد، سرمایه بانک‌ها را افزایش داد. همچنین آزادسازی مالی در سراسر دهه ۱۹۸۰ میلادی و تمایل به حمایت از دلار ایالات متحده آمریکا در نیمه دوم دهه ۱۹۸۰ میلادی، منجر به انبساط در اعتبارات شد.

- طی دوره زمانی ایجاد حساب، افزایش قابل‌توجهی در اعتبارات و عرضه پول به وجود آمد. به طوری که گرچه در سال ۱۹۸۶، رشد عرضه پول تاحدودی تنزل یافت (پایین‌ترین نرخ رشد ۸/۳ درصد در ماه اکتبر تا دسامبر ۱۹۸۶ بود)، اما پس از آن به تدریج تسریع شد و نرخ رشد عرضه پول از ماه آوریل تا ژوئن ۱۹۸۷ به بیش از ۱۰ درصد به‌طور سالانه رسید. همچنین به موازات رشد اعتبارات و عرضه پول، تأمین مالی از طریق بازار سرمایه نیز به‌طور قابل ملاحظه‌ای افزایش یافت. در نتیجه این تغییرات، تأمین مالی بخش‌های شرکتی و مسکن (مجموع استقراض بانکی، اوراق قرضه شرکتی با نرخ ثابت، اوراق قرضه قابل تبدیل، اوراق قرضه با وارانته و افزایش حقوق صاحبان سهام) به سرعت رشد کرد و نرخ رشد سالانه‌ای نزدیک به ۱۴ درصد را در سال ۱۹۸۹ میلادی به ثبت رساند. در دوره زمانی ایجاد حساب، فعالیت‌های اقتصادی نیز افزایش چشمگیری یافت، به طوری که تولید ناخالص داخلی واقعی و تولید صنعتی به ترتیب با

1. Business Fixed Investment

توجیه قوی برای بانک مرکزی به منظور آغاز نظارت بر قیمت‌های املاک و مستغلات و جلوگیری از نرخ بهره پایین ایجاد کرد.

۳-۱. بورس روسیه

در سپتامبر ۲۰۰۸ شاخص معامله روسیه (RTS) به حداقل مقدار خود رسید (۴۴ درصد نسبت به بالاترین مقدار آن در می ۲۰۰۸ کاهش یافت). به دنبال کاهش فوق، خدمات بازار مالی فدرال (نهاد قانون‌گذاری بازار سرمایه روسیه) به طور مستقیم به مداخله در بازار سهام اقدام کرد و همه معاملات بازار سهام را تعلیق کرد. تمامی معاملات ۱۷-۱۹ سپتامبر ۲۰۰۸ بسته شدند. در ۱۸ سپتامبر رئیس‌جمهور روسیه دستور داد ۵۰۰ میلیون روبل (۱۵۰ میلیون دلار) به بخش بانکی تزریق شود. بین ۱۹ سپتامبر تا ۱۵ اکتبر علی‌رغم نوسانات اندک، RTS خوب عمل کرد. در ۶ اکتبر RTS مجدداً کاهش ۱۶ درصدی قیمت را تجربه کرد. خدمات بازار مالی فدرال در طی این روز به منظور متوقف کردن معاملات سه بار در بازار مداخله کرد و بازار را تا ۱۱ اکتبر تعلیق کرد. در ۷ اکتبر رئیس‌جمهور روسیه اعلام کرد ۳۶ میلیون دلار برای حل مسئله نقدینگی به بانک‌ها تزریق شود.

در مقابل، مخالفان مداخله در بازار سهام ادعا می‌کنند که هر شکلی از مداخله می‌تواند به طور جدی یکپارچگی این بازار را تهدید کند، زیرا وضعیت بازار سهام به عنوان یک شاخص مالی پیشرو برای اقتصاد محسوب می‌شود.

- به نظر کارشناسان از جمله دلایل اصلی تشکیل حباب قیمت دارایی‌ها در ژاپن می‌توان به مقررات زدایی و آزادسازی بانکی، نوآوری مالی و سفته‌بازی، اتخاذ سیاست اعطای تسهیلات آسان در طولانی‌مدت، وضعیت سیستم مالیاتی و مقررات موجود بر روی زمین و مکانیسم ضعیف برای اعمال نظم و انضباط اشاره کرد. لذا پس از بحران سال ۱۹۹۱، سیاست‌گذاران برای جلوگیری از تشکیل مجدد حباب قیمت دارایی‌ها، اقدامات را انجام دادند:

- **حفظ نوآوری:** باید توجه داشت که اگرچه نوآوری مالی به خودی خود بد نیست، اما مقررات موجود قادر به پوشش ریسک مرتبط با به کارگیری آن‌ها نبود. لذا کارشناسان به این نتیجه رسیدند که ایجاد نهادهای نظارتی همپای روند بهبود بهره‌وری مالی از طریق پیشرفت‌های تکنولوژیکی ضرورت دارد. تجربه ژاپن نشان داد که مشتقات مختلط با قادر ساختن انجام معاملات در مقیاس بزرگ در املاک و مستغلات، نقش بزرگی در ایجاد حباب بازی کردند، بنابراین لازم است که ناظران بازار هم بر محصولات مالی جدید منتشر شده و هم بر قوانین مربوط به کاهش خطرات سیستماتیک بالقوه، اشراف داشته باشند.

- **سیاست پولی محافظه کارانه:** بانک مرکزی با کم کردن نرخ‌های بهره، نقش مهمی در حباب قیمت دارایی در ژاپن داشتند. از طرفی نقش بانک مرکزی با هدف قرار دادن تورم، قادر به جلوگیری از تشکیل حباب مسکن نشد. همین موضوع یک

۴-۱. بورس هنگ‌کنگ

در نتیجه بحران اقتصادی آسیا، شاخص «هنگ سنگ» (HS) به‌عنوان معیار ارزیابی بازار سهام هنگ‌کنگ، از ۱۶۶۷۳ واحد در ۷ آگوست ۱۹۹۷ به ۶۶۶۰ واحد در ۱۳ آگوست ۱۹۹۸ سقوط کرد. دولت هنگ‌کنگ بخش عمده این کاهش شدید در بازار سهام را به افزایش در فعالیت‌های فروش استقراضی از سوی سفته‌بازان و دستکاری نرخ ارز نسبت داد. برخی صندوق‌های تأمین‌نہ‌تنها به موقعیت‌های فروش بر روی آتی‌های HS دست زدند، بلکه به‌طور همزمان بر دلار هنگ‌کنگ در بازارهای پول فشار آوردند تا نرخ‌های بهره به‌سمت بالا و متعاقباً قیمت سهام به‌سمت پایین حرکت کند. در نتیجه، دولت هنگ‌کنگ مجبور شد سناریوی بازی دوگانه غیرمنصفانه‌ای را اجرا کند. برای ممانعت از دستکاری بیشتر بازار سهام از ۱۴ آگوست ۱۹۹۸ تا ۲۸ آگوست ۱۹۹۸ دولت هنگ‌کنگ گام جدیدی را اتخاذ کرد و حدود ۱۱۸ میلیارد دلار هنگ‌کنگ (۱۵ میلیارد دلار آمریکا) برای خرید ۳۳ سهام تشکیل‌دهنده «هنگ سنگ» صرف کرد.

- برخلاف بازار ارز، مداخله مستقیم دولت در بازار سهام زیاد متعارف و مرسوم نبود. برخی از دلایل برای چنین مداخلاتی الزام به کاهش نگرانی سرمایه‌گذاران و بازگرداندن اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار از طریق حمایت و ثبات قیمت‌های سهام بود، اما این نوع از اقدامات می‌توانست به اعتبار بازار آسیب بزند و سرمایه‌گذاری‌های خارجی آتی را کاهش دهد. همچنین، چنین مداخله‌ای از سوی

با توجه به مشکل نقدینگی، دولت می‌توانست اقداماتی مانند خرید سهام را انجام دهد تا از این طریق وجوه به‌سمت بازار سهام هدایت شود. با این وجود، دولت روسیه علامت‌های مثبتی مبنی بر مدیریت بحران نقدینگی در بخش بانکی انجام داد که بر بازده RTS تأثیر مثبت داشت.

- همچنین به‌نظر می‌رسد که مداخله دولت در RTS در میانه بحران، با هدف حمایت از آن در برابر شوک‌های بیرونی انجام شده است، هدفی که دولت روسیه در طی بحران به آن پایبند بود. این پدیده می‌تواند به اثر سرایت اشاره داشته باشد. در واقع یک بازار به لحاظ مالی مسری در نظر گرفته می‌شود، اگر شوک‌ها را به دیگر بازارها منتقل کند و از شوک دیگر بازارها تأثیر بپذیرد. برای این که این فرایند رخ دهد، بازارها الزام دارند که ادغام (یکپارچه) شوند. به موازات بررسی اثر سرایت، همچنین بایستی به اثر گله‌ای در بازارها نیز توجه شود. این اثر زمانی رخ می‌دهد که سرمایه‌گذاران در سراسر بازارها به شیوه کاملاً همبسته رفتار می‌کنند. در مجموع اثر سرایت و رفتار گله‌ای می‌تواند به این صورت توضیح داده شود که در فازهای اولیه بحران، سرمایه‌گذاران تنها بر اطلاعات محلی تمرکز دارند (یعنی سرایت رخ می‌دهد) اما در فازهای بعدی به موازات این که بحران به اطلاعاتی عمومی تبدیل می‌شود، تصمیمات سرمایه‌گذاران گرایش به همگرایی دارند که منجر به همبستگی بالا می‌شود (یعنی رفتار گله‌ای رخ می‌دهد).

درواقع کمپین دولت برای تقویت بازار سهام و تنبیه سفته‌بازان می‌توانست موقعیت آن‌ها را به‌عنوان آزادترین اقتصاد دنیا به خطر بیندازد.

- دولت هنگ‌کنگ به‌منظور ایجاد ثبات در بازارهای مالی و بازگرداندن اعتماد سرمایه‌گذاران، گام‌های جدیدی برداشت که از آن جمله می‌توان به خرید ۴۰ هزار قرارداد مربوط به آتی‌های HS، صرف حدود ۵.۵ میلیارد دلار آمریکا برای خرید دلارهای هنگ‌کنگ در بازار ارز خارجی و تشکیل کمیته نظارت بر بازار متقاطع^۱ (شامل نمایندگان (SEHK)، بازار سهام هنگ‌کنگ (HKMA)، آتی هنگ‌کنگ، و کمیته آتی‌ها و اوراق بهادار و تسویه اوراق بهادار هنگ‌کنگ) راه‌اندازی کرد. هدف از تأسیس این کمیته ایجاد هماهنگی، همکاری و اجرای سیاست‌های جدیدی بود که شرایط تسویه و فروش استقرایی را محدود کند. سرمایه تزریق‌شده به بازار سهام توسط دولت هنگ‌کنگ به‌وضوح روند فروپاشی بازار سرمایه هنگ‌کنگ را معکوس کرد. از ۲۹ آگوست ۱۹۹۸ (آخرین روز مداخله) شاخص HS به‌طور پایدار بالای سطح ۷۰۰۰ واحد باقی ماند. به‌عنوان نتیجه مستقیم برنامه مداخله، دولت هنگ‌کنگ با در اختیار گرفتن (تملک) دامنه‌ای بین ۲.۴۹ درصد (Amoy Properties) تا ۱۲.۲ درصد (Swire Pacific A) از سهام ممتاز به یکی از بزرگ‌ترین سهامداران ۳۳ سهم سازنده HS تبدیل شد، اما مقدار زیاد سهام در اختیار دولت، دولت هنگ‌کنگ را در موقعیت بسیار حساسی

دولت می‌توانست به‌عنوان تلاشی برای نجات (کمک مالی) سرمایه‌گذاران ثروتمند از طرف دولت تعبیر شود. از این‌رو برای اجتناب از این کار، دولت‌های کشورهای توسعه‌یافته معمولاً به مداخله مستقیم در بازارهای سهام، حتی در دوره‌هایی که بازار سهام سقوط می‌کند، اقدام نمی‌کنند. این دولت‌ها ترجیح می‌دهند از طریق تعدیل نرخ بهره بر بازار سهام تأثیر بگذارند.

- بدون شک مناسب‌ترین اقدام دولت هنگ‌کنگ برای تضمین بازار و احیای اقتصاد، کاهش دادن نرخ بهره بود. در اواسط سال ۱۹۹۸، در پیک بحران اقتصادی آسیا، دولت هنگ‌کنگ با تهدید جدی حمله به پول ملی مواجه شد. در نتیجه در چنین شرایطی پایین آوردن نرخ بهره گزینه مناسبی نبود و همین امر دولت هنگ‌کنگ را به اتخاذ اقدامی بحث‌برانگیز و غیرعادی یعنی مداخله مستقیم در بازار سهام وادار کرد. همان‌طور که انتظار می‌رفت، این اقدام بحث‌های زیادی را در مورد تأثیر مداخله دولت در بازار سهام در بین حقوق‌دانان، دانشگاهیان و سیاست‌گذاران شکل داد. طرفداران استدلال می‌کردند که این مداخله مورد حمایت گسترده اقتصاددانان محلی، تحلیل‌گران و مدیران صندوق‌ها است. از طرف دیگر مخالفان معتقد بودند که این اقدام می‌تواند تصویر هنگ‌کنگ را به‌عنوان بهترین اقتصاد حامی کسب‌وکار [به‌دلیل سیاست مالیات‌ستانی اندک و سطح پایین قانون‌گذاری دولتی] مخدوش کند.

1. the Cross-Market Supervision Committee

۵-۱. بورس مالزی

بحران مالی در مالزی در ماه جولای سال ۱۹۹۷ میلادی شروع شد. اولین کاهش شدید در قیمت‌های سهام در اولین هفته از ماه جولای اتفاق افتاد. شاخص ترکیبی بورس سهام کوالالامپور که بعد از بورس توکیو و هنگ‌کنگ سومین بورس بزرگ سهام در منطقه بود، از حدود ۱۰۰۷۷ واحد در ژوئن سال ۱۹۹۷ میلادی به حدود ۲۶۳ واحد در اول سپتامبر سال ۱۹۹۷ میلادی کاهش یافت و باعث شد تا سرمایه‌گذاران زیادی شروع به فروش سهام خود کنند. در آگوست سال ۱۹۹۷ میلادی، فروش استقراری در بازار سهام از طریق ممنوع کردن قرض‌دهی و قرض گرفتن اوراق بهادار، به حالت تعلیق درآمد. همچنین هنگامی که صندوق‌های سرمایه‌گذاری خارجی از خرید سهام دست کشیدند، صندوق‌های سرمایه‌گذاری محلی برای خرید سهام تشویق شده و شروع به خرید سهام کردند، اما انجام این اقدامات چندان موفقیت‌آمیز نبود و نتوانست از فروش عجولانه سهام جلوگیری کند، به طوری که بین جولای سال ۱۹۹۷ و اواسط ژانویه سال ۱۹۹۸ میلادی، ۲۲۵ میلیارد دلار آمریکا از ارزش سهام کاسته شد و از اول جولای ۱۹۹۷ تا اول سپتامبر ۱۹۹۸ میلادی، ارزش بازاری بورس سهام کوالالامپور حدود ۷۶ درصد کاهش یافت.

تغییرات قیمت سهام در بورس سهام کوالالامپور متأثر از چندین عامل بود که از آن جمله می‌توان

در رابطه با عدم مداخله در فعالیت‌های تجاری شرکت‌ها و نیاز به حفظ منافع دولت در این شرکت‌ها قرار داد.

به‌منظور دوری از این تضاد منافع، آژانس مستقل جدید (تحت عنوان 'EFIL)، در اکتبر ۱۹۹۸ تأسیس شد. یکی از وظایف اصلی (EFIL) این بود که به‌طور سیستماتیک سهام در تملک دولت را بدون ایجاد هیچ‌گونه اختلال جدی در بازار تخلیه کند. به‌منظور دستیابی به این هدف، (TraHK)، یک صندوق قابل معامله در بورس، که به‌طور حرفه‌ای توسط (State Street Global Advisors (Asia) Limited) اداره می‌شود در نوامبر ۱۹۹۹ آغاز به کار کرد. عرضه عمومی اولیه (TraHK) یک موفقیت قابل توجه بود زیرا میزان تقاضا سه برابر میزان سهام عرضه‌شده بود. تا آوریل ۲۰۰۱، (EFIL) به‌طور سیستماتیک به آرامی بیش از نیمی از سهام در تملک دولت را از طریق (TraHK) واگذار کرد و توانست به‌طور کامل هزینه اولیه سرمایه‌گذاری را جبران کند.

در سپتامبر ۲۰۰۸ شاخص معامله روسیه (RTS) به حداقل مقدار خود رسید (۴۴ درصد نسبت به بالاترین مقدار آن در می ۲۰۰۸ کاهش یافت). به‌دنبال کاهش فوق، خدمات بازار مالی فدرال (نهاد قانون‌گذاری بازار سرمایه روسیه) به‌طور مستقیم به مداخله در بازار سهام اقدام کرد و همه معاملات بازار سهام را تعلیق کرد.

آن خرید وام‌های معوقه بود و شرکت دانامودال که هدف از تأسیس آن، تجدید ساختار سرمایه مؤسسات مالی در فاز تثبیت بود.

- **تأسیس شرکت داناهاارتا:** وزارت دارایی در ژوئن سال ۱۹۹۸ میلادی، شرکت داناهاارتا را به‌عنوان شرکت مدیریت دارایی ملی تأسیس کرد. اهداف اصلی این شرکت، خرید و مدیریت وام‌های معوقه از مؤسسات مالی با ارزش بازاری منصفانه و حداکثرسازی ارزش بازیابی آن‌ها بود. بدهی مؤسسات مالی موجب شده بود که آن‌ها از انجام وظایف واسطه‌گری خود منع شوند، اما اقدامات شرکت داناهاارتا باعث رهایی مؤسسات مالی از بدهی‌ها شد. شرکت داناهاارتا به‌طور موفقیت‌آمیزی، فاز اول تعهدات خود (مقابله با وام‌های معوقه) را به انجام رساند. پس از آن، شرکت داناهاارتا در مجموع ۲۳/۱ میلیارد رینگیت وام‌های معوقه به‌دست آورد، که بالغ بر ۳۱/۸ درصد از کل وام‌های معوقه در سیستم بانکی بود. فرایند خرید وام‌های معوقه توسط شرکت داناهاارتا، شش ماهه به اتمام رسید که شش ماه زودتر از موعد مقرر یک ساله به پایان رسید. این شرکت در ۳۱ دسامبر سال ۲۰۰۵ میلادی منحل شده و دارایی‌های آن به شرکت پراخاس منتقل شد که متعلق به وزارت دارایی مالزی می‌باشد.

- **تأسیس شرکت دانامودال:** این شرکت در ۱۰ آگوست سال ۱۹۹۸ میلادی در مالزی، با هدف اصلاح ساختار سرمایه و بازسازی مؤسسات بانکی داخلی تأسیس شد و در انجام وظیفه خود

به نوسانات نرخ ارز، تحولات انجام‌شده در اقتصادهای منطقه و از دست رفتن اعتماد سرمایه‌گذاران خارجی اشاره کرد. کشور مالزی بیشترین زیان را در بازار سهام در بین کشورهای آسیایی تجربه کرد. سقوط بازار سهام در مقایسه با سقوط ارزش دلاری رینگیت، شدیدتر و بزرگ‌تر بود به‌طوری که عملکرد ضعیف بورس سهام کوالالامپور، به‌طور جدی توانایی بخش شرکتی را برای تأمین مالی از طریق بازار سهام محدود کرد.

عوامل متعددی در بروز بحران مالی در سال ۱۹۹۷ برای کشور مالزی دخیل بوده‌اند که از آن جمله می‌توان به فعالیت‌های سفته‌بازانه، ناکارآمدی در مدیریت ریسک، شکل حاکمیت شرکتی و بازارهای سهام و ضعف زیرساخت‌های قانونی اشاره کرد. دولت مالزی برای غلبه بر این بحران مالی اقدامات متعددی را به انجام رساند که برخی از مهم‌ترین آن‌ها عبارتند از:

- **بازسازی بخش مالی و شرکتی:** بازسازی بخش مالی و شرکتی جزء مهمی از استراتژی برای بهبود بازار و رشد اقتصادی بود که تحت‌تأثیر بحران قرار گرفته بود. این اقدام که توسط دولت مالزی اتخاذ شد، دارای دو فاز تثبیت و اصلاحات بود. فاز اصلاحات شامل تجدید ساختار بخش شرکتی (توسط کمیته تجدید ساختار بدهی شرکتی)، ادغام مؤسسات مالی و توسعه بازار اوراق قرضه بود. به همین منظور چندین سازمان برای مواجهه با بحران مالی تأسیس شدند، از جمله شرکت داناهاارتا که هدف

شرکتی تا سقف ۵۰ میلیون رینگیت برای هر شرکت تأسیس کرد. این کمیته درصدد کمک به تجدید ساختار بدهی شرکت‌ها بود و در این زمینه پیشرفت‌هایی حاصل شد، اما سرعت تجدید ساختار بدهی شرکتی و سرعت پیشرفت این طرح پایین بود، زیرا اجرای این فرایند به توافق تمامی اعتباردهندگان نیاز داشت ولی برخی از اعتباردهندگان مخالف این طرح بودند و عدم توافق حتی یک اعتباردهنده، کل فرایند را به خطر می‌انداخت. به‌ویژه، بانک‌ها مخالف تسویه بدون بازپرداخت کامل بودند. با این‌که طولانی‌شدن مذاکرات منجر به کاهش سرعت پیشرفت این طرح شد، اما در پایان سپتامبر سال ۱۹۹۹ میلادی، کمیته تجدید ساختار بدهی شرکتی به پیشرفت‌های قابل ملاحظه‌ای دست یافت.

- توسعه بازار اوراق قرضه: از آنجایی که انتظارات مقامات مالزی بعد از بحران مالی، از سرگیری رشد اقتصادی بود، بنابراین توسعه محیطی که سرمایه بتواند در آن محیط برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری بلندمدت تجهیز شده و توازن بهتری بین ریسک و بازده ارائه دهد، از اهمیت زیادی برخوردار بود. بنابراین به‌نظر می‌رسید توسعه بازار اوراق قرضه به‌عنوان اولویت اصلی در نظر گرفته شود، زیرا این بازار به‌عنوان منبع جایگزین افزایش سرمایه مورد استفاده قرار می‌گیرد. دولت مالزی با در نظر گرفتن اهمیت این موضوع، کمیته‌ای برای تسریع در توسعه بازار اوراق قرضه ایجاد کرد.

نیز موفق بود. شرکت دانامودال، ۶/۴ میلیارد رینگیت را به ۱۰ مؤسسه بانکی تزریق کرد. در نتیجه، نسبت کفایت سرمایه سیستم بانکی به حدود ۱۳ درصد افزایش یافت. تزریق سرمایه به مؤسسات مالی، با جذب زیان‌ها توسط سهامداران از طریق کاهش سهامداری در مؤسسات، تغییر در ترکیب هیئت‌مدیره یا تغییر در مدیریت همراه بود. همچنین دانامودال نمایندگان خود را در مؤسساتی که ساختار سرمایه آن‌ها اصلاح شده بود، منصوب کرد تا اطمینان حاصل کند که این مؤسسات با احتیاط و به‌طور کارآمدی مدیریت می‌شوند و تغییرات بنیادی ایجادشده به تقویت مؤسسات منتهی خواهد شد. تأثیر شرکت دانامودال بر اصلاح ساختار سرمایه مؤسسات مالی، فرایند ادغام مؤسسات را سرعت بخشید. طرح ادغام ۵۸ مؤسسه مالی در ۶ گروه که در ۲۹ جولای اعلام شد، جزء مهمی در بازسازی بخش مالی بود. این ابتکار عمل مطابق با طرح قبلی ادغام مؤسسات مالی بود که در آغاز بحران اعلام شده بود. نوعی توافق کلی بر ضرورت ادغام بانک‌ها وجود داشت به‌طوری که بانک‌های داخلی را برای ارائه احتمالی خدمات مالی آماده می‌کرد. این شرکت در پایان سال ۲۰۰۵ میلادی منحل شد.

- کمیته تجدید ساختار بدهی شرکتی: دولت مالزی برای رسیدگی به مشکلات بخش شرکتی، کمیته تجدید ساختار بدهی شرکتی را در اکتبر سال ۱۹۹۹ میلادی به‌منظور تجدید ساختار بدهی

اصل پول و سودهای خود را در صورت نیاز به کشور اصلی خود برگردانند، اما می‌بایست مالیات مربوط به وجوهی که جهت سرمایه‌گذاری به مالزی آورده بودند به دولت مالزی پرداخت می‌کردند.

تصمیم مالزی برای اتخاذ کنترل سرمایه‌های گزینش‌شده در ابتدا با شک و تردید بین‌المللی روبه‌رو شد، اما بعد از اتخاذ این طرح، منتقدان تصدیق کردند که این کنترل‌ها فرصت لازم را برای پیاده‌سازی استراتژی‌های مربوط به بخش‌های مالی و شرکتی برای کشور فراهم کرد. بانک جهانی نیز که در ابتدا مخالف طرح کنترل سرمایه‌های گزینش‌شده کوتاه‌مدت در مالزی بود، بعد از اجرای طرح تغییر موضع داد و اعلام کرد که اجرای این طرح در مالزی موفقیت‌آمیز بوده است.

- **افزایش صادرات مالزی:** بازگشت به رشد اقتصادی مالزی ریشه در بخش خارجی داشت و عمدتاً ناشی از اقتصاد قوی ایالات متحده و همچنین بهبود وضعیت اقتصادهای آسیایی بود. بنابراین، حتی اگر نقاط ضعف بالقوه‌ای در اقتصاد ایالات متحده آمریکا وجود داشت، به احتمال زیاد، اقتصادهای آسیایی که احیا شده بودند هرگونه ضعف در تقاضای صادراتی بازار ایالات متحده را جبران می‌کردند. علاوه بر این، تجارت درون‌منطقه‌ای بخش قابل توجهی از صادرات مالزی را تشکیل می‌داد و بهبود اقتصاد ژاپن و سایر اقتصادهای آسیایی، به سود اقتصاد مالزی بود. بررسی عملکرد بخش خارجی در مالزی نشان داد که صادرات مالزی بسیار رقابتی بوده است. نرخ رشد صادرات مالزی خیلی بیشتر از سایر کشورهای آسیای شرقی بود.

- **کنترل سرمایه‌های گزینش‌شده:** طرح کنترل سرمایه‌های گزینش‌شده که اقدامی کوتاه‌مدت برای مقابله با وضعیت عدم اطمینان شدید بود، در ۱ سپتامبر سال ۱۹۹۸ میلادی وضع شد. اهداف اولیه این اقدام، ایجاد ثبات در بازار ارز و بازیابی کنترل سیاست‌های پولی بودند. این تصمیم به کاهش نرخ بهره کمک می‌کرد و از یک محرک مالی مانند نقدینگی که موجب تقویت اقتصاد داخلی می‌شد حمایت می‌کرد. این طرح همچنین پوششی برای انجام اصلاحات، به‌ویژه اصلاح ساختار سرمایه بانک‌ها، ارائه کرد. برخی از اقدامات صورت گرفته در چارچوب کنترل سرمایه‌ای و مبادلات ارزی شامل تثبیت رسمی رینگیت در نرخ ۳/۸ به دلار آمریکا، انجام اقداماتی در بازار سهام داخلی مانند بستن بازارهای ثانویه (به‌طوری که به‌منظور جلوگیری از سفته‌بازی یا دستکاری، معاملات صرفاً از طریق بورس اوراق بهادار کوالالامپور انجام شود) و الزام به نگهداری بیش از یک‌سال سهام خریداری شده یا عایدی دریافتی توسط سرمایه‌گذاران خارجی (با هدف جلوگیری از سفته‌بازی یا معاملات کوتاه‌مدت)، اقداماتی برای کاهش یا حذف رینگیت از معاملات بین‌المللی، تعیین حداکثر مبلغ قابل پرداخت به افراد خارجی توسط افراد مقیم مالزی (حداکثر ۱۰ هزار رینگیت یا معادل ارزی آن) به‌استثنای افراد واردکننده بود. باین‌حال، در ۱۵ فوریه سال ۱۹۹۹، قانون نگهداری یک‌سال سهام خریداری‌شده توسط سرمایه‌گذاران خارجی اصلاح شد و به سرمایه‌گذاران خارجی اجازه داده شد تا

شرکت‌ها به‌طور قاطع و محکم در برابر نقض قوانین و مقررات اقدام کردند و فعالیت‌های نظارت و اجرایی خود را افزایش دادند. کمیسیون اوراق بهادار به‌عنوان ناظر اصلی بازار سرمایه، عملکرد و قابلیت‌های بورس اوراق بهادار کوالامپور را به‌عنوان ناظر پیشرو (با توجه به حاکمیت، مدیریت و همچنین قابلیت‌های اجرایی بورس) مورد بررسی قرار داد. در تلاش برای افزایش یکپارچگی بازار، چارچوب‌های حمایتی جدیدی از دارایی‌های مشتری به اجرا گذاشته شدند که بورس سهام کوالامپور مسئول نظارت بر اجرای آن‌ها بود. سهامداران و مالکانی که در مدیریت شرکت‌های دولتی پذیرفته‌شده در بورس، با تقلب و دستکاری معاملات سهام منفعی به‌دست آورده بودند، در اسرع وقت تحت پیگرد قانونی قرار گرفتند.

دولت هنگ‌کنگ به‌منظور ایجاد ثبات در بازارهای مالی و بازگرداندن اعتماد سرمایه‌گذاران، گام‌های جدیدی برداشت که از آن جمله می‌توان به خرید ۴۰ هزار قرارداد مربوط به آتی‌های HS، صرف حدود ۵.۵ میلیارد دلار آمریکا برای خرید دلارهای هنگ‌کنگ در بازار ارز خارجی و تشکیل کمیته نظارت بر بازار متقاطع^۱ (شامل نمایندگان (HKMA)، بازار سهام هنگ‌کنگ (SEHK)، بازار آتی هنگ‌کنگ، و کمیته آتی‌ها و اوراق بهادار و تسویه اوراق بهادار هنگ‌کنگ) راه‌اندازی کرد.

- **تشکیل شورای اقدام اقتصاد ملی:** تشکیل این شورا رویکردی بود که توسط دولت مالزی به‌منظور غلبه بر بحران مالی انجام شد. شورای جنبش اقتصاد ملی در سال ۱۹۹۸ و به‌عنوان بدنه مشورتی برای مقابله با مسائل آتی ناشی از بحران مالی آسیا در سال ۱۹۹۷ تأسیس شد. برخی از اهداف شورای جنبش اقتصاد ملی عبارت بودند از: ایجاد ثبات در نرخ رینگیت، بازگرداندن اعتماد به بازار، حفظ ثبات مالی، تقویت بنیان‌های اقتصادی و احیای بخش‌هایی که به‌شدت تحت تأثیر بحران مالی قرار گرفته بودند.

- **طرح بازیابی اقتصاد ملی:** بازیابی اقتصاد ملی یکی دیگر از طرح‌هایی بود که توسط دولت مالزی و با پیشنهاد شورای جنبش اقتصاد ملی در ۲۳ جولای سال ۱۹۹۸ برای مواجهه با بحران مالی آسیا در سال ۱۹۹۷ صورت گرفت. طرح بازیابی اقتصاد ملی، فرصتی را برای بنیان‌های اقتصادی فراهم کرد تا دوباره احیا شوند. یکی از اقداماتی که برای حفظ ثبات بازارهای مالی انجام شد، بهبود بازار سرمایه از طریق تقویت چارچوب‌های نظارتی و پرداختن به ضعف فعالان بازار و فعالیت‌های موجود در بازار بود. برای تقویت چارچوب نظارتی، در میان‌مدت اقداماتی انجام شد که در این راستا، مؤسسه‌ای همچون بنیاد گزارش‌دهی مالی یک چارچوب جدید برای حاکمیت شرکتی ارائه و آن را به وزارت دارایی ارسال کرد. ناظران بازار، به‌ویژه بورس اوراق بهادار کوالامپور، کمیسیون اوراق بهادار و مرکز ثبت

اطمینان عمومی به بازار، مقابله با نوسانات شدید در بازار و همچنین سوءاستفاده‌های احتمالی از معاملات، سازوکار مدارشکن یا متوقف‌کننده‌های خودکار مورد استفاده قرار گرفت. طرح بازخرید سهام نیز مورد بررسی قرار گرفت که بر اساس آن هیچ شرکتی مجبور نبود بازخرید سهام را لغو کند و به شرکت‌ها اجازه داده شد اوراقی همچون اوراق خزانه را نگهداری کنند. همچنین قوانین مناسبی برای جلوگیری از دستکاری قیمت‌ها معرفی شد. محدودیت‌های موجود بر روی عرضه‌های اولیه، افزایش سرمایه و تجدید ساختار شرکت‌ها در آن زمان برداشته شد و به شرکت‌های پذیرفته‌شده دولتی اجازه داده شد در این بازار به تجدید ساختار و افزایش سرمایه بپردازند. همچنین به منظور بازگرداندن و تقویت بورس سهام کوالامپور به‌عنوان بازار معاملات سهام مالزی، به تقویت بازار بین‌المللی ثبت سفارش مرکزی در میان مدت پرداخته شد.

تعیین قیمت سهام توسط عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان یک رویه عادی در بورس کشورهای توسعه‌یافته است، اما یکی از تهدیداتی که در حال حاضر بورس ایران را به‌عنوان یک بازار مالی مورد تهدید قرار داده است، دخالت دولت و وزارت اقتصاد و دیگر بخش‌های دولتی در تعیین ارزش نمادهای بورسی است.

یکی دیگر از اقداماتی که برای بهبود بازار سرمایه صورت گرفت، پرداختن به ضعف فعالان بازار بود. شرکت‌های کارگزاری با مشکلات نقدینگی مواجه شدند که می‌توانست یکپارچگی معاملات صنعت کارگزاری را مورد تهدید قرار دهد. شیوه صنعت کارگزاری در مالزی در آن زمان به‌طور قابل توجهی ریسک نکول کارگزاران در انجام تعهدات‌شان را بالا برده بود. برای حل این مشکل آزادی بیشتری برای مشارکت و مالکیت خارجی در این صنعت اعمال شد. همچنین به شرکت‌های کارگزاری محلی که ساختار مالی مناسبی داشتند و به‌خوبی مدیریت می‌شدند اجازه داده شد شعبات بیشتری داشته باشند.

پرداختن به ضعف موجود در فعالیتهای بازار از دیگر اقداماتی بود که برای بهبود بازار سرمایه انجام شد. مدیران بخش خصوصی و صندوق‌ها، نگرانی‌های خود را در مورد تعلیق قرض‌دهی و قرض‌گرفتن اوراق بهادار و فروش استقراضی بیان کرده بودند. اگرچه تعلیق این فعالیت‌ها با توجه به شرایط بازار در آن زمان لازم به‌نظر می‌رسید، اما فعالیت دوباره آن‌ها نیز از نیازهای توسعه بلندمدت بازار سرمایه قلمداد می‌شد. به همین منظور و برای بهبود کارایی در تسویه اوراق بهادار و کمک به توسعه بازار مشتقات، در یک اقدام فوری، قرض‌دهی و قرض‌گرفتن اوراق بهادار و فروش استقراضی با هدف کمک به بورس آتی و اختیار معامله کوالامپور و مدیریت ریسک مشتقات، بار دیگر مجاز شمرده شد. از طرفی، برای بازگرداندن

مشورت‌هایی با مقامات دولتی و طیف گسترده‌ای از سازمان‌ها به نمایندگی از جامعه مدنی، در سال ۱۹۹۹ و توسط بانک جهانی به تصویب رسید.

- دریافت وام از صندوق میازاوا: صندوق میازاوا در اکتبر سال ۱۹۹۸ تأسیس شد و به افتخار وزیر دارایی ژاپن، کیچی میازاوا، به این اسم نام‌گذاری شد. طول عمر این صندوق دو سال بود و به‌عنوان راهی برای کمک به کشورهای آسیایی در جریان بحران مالی آسیا در نظر گرفته شد. با ابتکار جدید صندوق میازاوا، دولت ژاپن، تسهیلات تأمین مالی کوتاه‌مدت به ارزش ۲/۵ میلیارد دلار برای مالزی پرداخت کرد. این منابع به‌عنوان ابزاری آماده به‌کار در اختیار دولت قرار گرفت، به‌طوری که هر زمان دولت احساس نیاز داشت، می‌توانست از آن استفاده کند. هدف از این تسهیلات، حمایت از طرح‌های گسترش اعتباری بود که برای ترویج فعالیت‌های اقتصادی در مالزی، همچون تأمین مالی تجاری و خط اعتباری شرکت‌های کوچک و متوسط در نظر گرفته شده بود.

عوامل متعددی در بروز بحران مالی در سال ۱۹۹۷ برای کشور مالزی دخیل بوده‌اند که از آن جمله می‌توان به فعالیت‌های سفته‌بازانه، ناکارآمدی در مدیریت ریسک، شکل حاکمیت شرکتی و بازارهای سهام و ضعف زیرساخت‌های قانونی اشاره کرد.

- دریافت وام از بانک جهانی: منابع مختلف خارجی همچون صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی به‌عنوان ابزارهایی برای کمک به کشورهای بحران‌زده مورد استفاده قرار می‌گیرند. کشورهای همچون تایلند، اندونزی و کره جنوبی برای حل مشکلات مالی خود، از صندوق بین‌المللی پول کمک گرفتند. اگرچه همه آن‌ها از عواقب تکیه بر صندوق بین‌المللی پول آگاه بودند ولی راهی غیر از آن را پیش روی خود نیافتند. آن‌ها باید شرایط تعیین‌شده توسط صندوق بین‌المللی پول را می‌پذیرفتند و تا زمان بازپرداخت وام‌های اخذ شده از صندوق، تصمیم‌گیری درباره تأمین مالی در این سال‌ها را برعهده صندوق بین‌المللی پول قرار می‌دادند.

با این حال، مالزی راه‌حل‌های خود را داشت و اخذ وام از بانک جهانی را به‌جای صندوق بین‌المللی پول به‌عنوان منبع خارجی خود استفاده کرد. بانک جهانی به‌منظور بهبود اقتصاد مالزی، هیئت‌های مختلفی را روانه این کشور کرد. یکی از هیئت‌های بانک جهانی در ماه آگوست سال ۱۹۹۹، برای بروزرسانی کردن اطلاعات درباره فرایند بازبینی سیاست استراتژیک، از مالزی بازدید کرد. هیئت اعزامی قبلی در ماه می، پیشرفت‌های انجام‌شده در تجدید ساختار بخش مالی و شرکتی را بروزرسانی کرده بود و مسائل باقیمانده و فعلی در ارتباط با بازسازی را شناسایی و در مورد جنبه‌های تجدید ساختار شرکتی و مالی استراتژی مساعدت یا کمک کشوری فعلی بحث کرده بود. استراتژی مساعدت کشوری در مالزی، پس از

۲. ملاحظات امنیت اقتصادی

اقتصادی است و دخالت مسئولان در روند ارزش‌گذاری روزانه سهام در بازار سرمایه باعث می‌شود بورس به‌عنوان موتور محرک اقتصاد و پیشران اقتصاد غیرنفتی قادر به انجام وظیفه خود در خصوص رشد پایدار صنایع و شرکت‌های تولیدی یا خدماتی شاخص نباشد. طی یک سال اخیر دخالت دولت و دستگاه‌های اجرایی در بورس موجب شده است تا معاملات بازار سرمایه دچار اختلال شود. دخالت مستمر دولت در روند ارزش‌گذاری نمادهای بورسی در بازار سرمایه از رشد و توسعه اقتصادی کشور جلوگیری می‌کند و به ضرر تولید ناخالص داخلی است.

با افزایش تعداد سهامداران بازار سرمایه که براساس آخرین آمار با احتساب سهامداران عدالت تعداد کدهای بورسی کشور به نزدیک ۴۹ میلیون فقره می‌رسد، نزدیک به ۶۰ درصد ایرانیان سهامدار هستند. این رقم قابل توجه که در مقایسه با بسیاری از کشورها بالاتر است، حساسیت تصمیم‌گیری‌های اقتصادی را به میزان زیادی بالا برده است. برخلاف گذشته که تصمیمات اقتصادی به‌خصوص تصمیماتی که به فعالیت صنایع مختلف ارتباط داشت، به دلیل عمق کم و تعداد بازیگران محدود بازار سرمایه، آثار به نسبت کمی به‌همراه داشت، اکنون تمام تصمیم‌گیری‌ها و سیاست‌گذاری‌های اقتصادی با زندگی نزدیک به ۵۰ میلیون نفر به‌صورت مستقیم گره خورده است. با توجه به حضور ۴۵ صنعت مختلف با طیف گسترده‌ای از شرکت‌ها، سیاست‌های اقتصادی روی کسب‌وکار این صنایع و سهامداران آن‌ها تأثیر مستقیمی دارد.

نقش بورس اوراق بهادار در تجمیع نقدینگی راکد یا غیرمولد و هدایت آن‌ها به‌سوی مصارف سرمایه‌گذاری و تأمین منابع مالی فعالیت‌های اقتصادی مولد، جلب مشارکت عمومی در مسیر توسعه زیرساخت‌ها، گسترش مالکیت عمومی، جلوگیری از خروج سرمایه و شکل‌گیری اقتصاد زیرزمینی، جذب سرمایه‌های خارجی، کاهش فشار کسری بودجه دولت و کمک به رشد اقتصادی انکارناپذیر است، اما باید توجه داشت که بورس مشابه سایر بازارهای مالی در محیطی پویا قرار دارد، با این محیط در تعامل است، بر آن تأثیر می‌گذارد و از آن تأثیر می‌پذیرد. متغیرهای کلان اقتصادی، مسائل سیاسی و بحران‌های اقتصادی و مالی در سطوح ملی و بین‌المللی با تأثیرگذاری بر انتظارات فعالان بازار از بازدهی آتی سهام، بورس را نیز تحت تأثیر خود قرار می‌دهند و تغییرات در شاخص‌ها را سبب می‌شوند. نوسان قیمت اوراق بهادار نه تنها سود و زیان سرمایه‌گذاران را در پی دارد بلکه اثرات روانی در خور توجهی بر کل اقتصاد و جامعه می‌گذارد. تعیین قیمت سهام توسط عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان یک رویه عادی در بورس کشورهای توسعه‌یافته است، اما یکی از تهدیداتی که در حال حاضر بورس ایران را به‌عنوان یک بازار مالی مورد تهدید قرار داده است، دخالت دولت و وزارت اقتصاد و دیگر بخش‌های دولتی در تعیین ارزش نمادهای بورسی است. وظیفه بورس سوق دادن نقدینگی به سمت افزایش تولید کالا یا خدمات در بنگاه‌های

از نگاه سرمایه‌گذاران، افزایش پیوسته و سریع قیمت اوراق بهادار، به افزایش ثروت و رفاه آن‌ها منجر می‌شود، به همین دلیل اقدام به سرمایه‌گذاری بیشتر و تصمیمات جسورانه سرمایه‌گذاری در دوره رشد بازار می‌کردند، اما شرایط سرمایه‌گذاری و عکس‌العمل‌های بازیگران بازار در دوران سقوط قیمت‌ها کاملاً متفاوت خواهد بود. سقوط بازار، علاوه بر اثری که بر کل اقتصاد دارد، منجر به آشفتگی و سردرگمی فعالان بازار می‌شود و ضربه‌های روانی جبران‌ناپذیری به آنان وارد می‌کند و در نهایت اعتماد فعالان بازار را از میان می‌برد. در نتیجه منابع مالی از بورس خارج شده و کارکرد مهم این بازار در اقتصاد تضعیف می‌شود. در سال‌های گذشته نیز بازار سرمایه کشور از قواعد شکل‌گیری حباب و سقوط قیمت‌ها مستثنی نبوده و فراز و فرودهای کم‌سابقه‌ای را تجربه کرده است. گاه این فراز و فرود از شکل عادی خود خارج شده و جای خود را به صعودهای لجام‌گسیخته و سقوط‌های ناگهانی داده است. حباب قیمت اوراق بهادار به افزایش طولانی مدت قیمت‌ها بدون پشتوانه اقتصادی و بنیادی قابل اتکا اشاره دارد.

یکی از دلایل افزایش بدون پشتوانه قیمت‌ها، انتظارات بیش از اندازه مثبت نسبت به متغیرهای اقتصادی است که موجب جذب خریداران جدید، افزایش میزان سفته‌بازی و به دنبال آن، افزایش سریع‌تر قیمت‌ها می‌شود. از نگاه اقتصاددانان و ناظران بازارهای مالی، جلوگیری از تشکیل حباب قیمتی در دارایی‌ها از اهمیت در خور توجهی

از زمان شکل‌گیری بورس اوراق بهادار تهران، اکثر تحلیل‌گران مالی و اقتصادی، سرمایه‌گذاران و ناظران بازار در سال‌های افزایش پیوسته و شدید قیمت سهام، نسبت به احتمال شکل‌گیری حباب قیمتی در بازار هشدار جدی نداده یا حداقل برای جلوگیری از آن اقدامات عملی اتخاذ نکرده‌اند. بسیاری از تحلیل‌های ارائه‌شده از سوی تحلیل‌گران و صاحب‌نظران، رشد قابل‌توجه بازار را به عوامل بنیادی و متغیرهای اقتصادی داخلی و خارجی نسبت داده و به ندرت نسبت به شکل‌گیری حباب قیمت و احتمال سقوط بازار هشدار داده‌اند. علت این موضع‌گیری‌ها تا حدی قابل درک و مشابه با سایر بازارهای در حال توسعه است، زیرا از نگاه بازیگران بازار سرمایه، رشد و توسعه بازار با افزایش مشارکت سرمایه‌گذاران و جذب حجم زیادی از نقدینگی سیال جامعه، نشان‌دهنده عملکرد مناسب بازار بوده و سرمایه‌گذاران نیز برای کسب سود بالاتر، اقدام به سرمایه‌گذاری منابع مالی بیشتری می‌کنند.

بررسی‌ها نشان می‌دهد دلایل مختلفی برای شکل‌گیری حباب قیمتی یا سقوط بورس در کشورهای مختلف دنیا نقش داشته‌اند. از این رو، اقداماتی که نهادهای ناظر و مسئولان تصمیم‌ساز اقتصادی اتخاذ کرده‌اند، به شرایط اقتصادی و اجتماعی، میزان بین‌المللی بودن بازارها، میزان توسعه‌یافتگی بازارهای مالی کشورها و بستگی دارد.

بحران سال‌ها به طول انجامیده و اثرات آن بسیار وخیم باشد. در اکثر موارد پدیدهٔ حباب با بحران مالی همراه است و هزینه‌های گزافی را برای کشورها، به وجود می‌آورد. تئوری‌های علمی در مورد حباب‌ها، بر دو عنصر عوامل محیط کلان اقتصادی مانند نرخ بهره و سیاست‌های پولی و عوامل خرد اقتصادی مانند نقش کیفیت اطلاعات بر رفتار سرمایه‌گذاران و تأثیر رفتار آن‌ها بر قیمت‌ها تمرکز دارند.

در مورد سقوط قیمت‌ها در بازارهای اوراق بهادار، تحلیل‌گران و صاحب‌نظران مالی بررسی‌های تحلیلی و آماری متعددی را برای اثبات رخداد آن ارائه می‌کنند. عموماً سقوط بازار به معنای فروش سریع و ارزان ناشی از ترس سهام توسط سرمایه‌گذاران و به تبع آن کاهش شدید قیمت‌ها است. افزایش حجم فروش در بازارهای اوراق بهادار می‌تواند تابعی از متغیرهای متعدد داخلی و خارجی در بخش‌های اقتصادی، سیاسی و غیره باشد. به علاوه، تحلیل‌گران بازارهای مالی بر این عقیده هستند که قبل از آغاز سقوط بازار، تشکیل حباب قیمتی در دارایی‌ها ملموس است که پس از انعکاس خبرهای سیاسی یا اقتصادی منفی، به سقوط منجر می‌شود. کاهش شدید قیمت اوراق بهادار اثرات بسیار جبران‌ناپذیری بر اعتماد سرمایه‌گذاران نسبت به آیندهٔ بازار سرمایه و وضعیت کلی اقتصاد وارد می‌سازد. از همین رو در مواقع سقوط بازارها، ناظران و تصمیم‌سازان نسبت به کاهش ناگهانی بازار واکنش نشان داده و سعی می‌کنند با اتخاذ تصمیمات مناسب در حوزهٔ صلاحیت خویش، از زیان سرمایه‌گذاران جلوگیری کنند.

برخوردار است، زیرا تخلیه حباب قیمتی می‌تواند منجر به زیان‌های قابل توجه سرمایه‌گذاران، ورشکستگی مؤسسات بزرگ و اختلالات اجتماعی و اقتصادی شود. حباب قیمتی دارایی‌ها معمولاً دارای سه فاز مجزا است. فاز اول با آزادسازی منابع مالی، افزایش نقدینگی برای سرمایه‌گذاری یا تصمیم آگاهانه توسط بانک مرکزی برای افزایش اعطای وام یا برخی از رویدادهای مشابه دیگر شروع می‌شود. افزایش حجم نقدینگی در بازار سرمایه در قالب انبساط اعتباری به روش‌های مستقیم یا غیرمستقیم، به افزایش قیمت دارایی‌ها (اعم از املاک و مستغلات، سهام و غیره) منتهی می‌شود. فاز دوم، تخلیه حباب قیمتی و سقوط قیمت دارایی‌هاست که این موضوع با توجه به اقدامات نهادهای ناظر و محدودیت‌های معاملاتی ممکن است در یک دورهٔ زمانی کوتاه‌مدت (مثلاً چند روز یا چند ماه) و بعضی اوقات در یک دوره زمانی بلندمدت رخ دهد.

فاز سوم با ورشکستگی تعداد زیادی از فعالان بازار که تسهیلات اعتباری دریافت کرده‌اند، نمایان می‌شود. با افزایش حجم نکول در بازپرداخت تسهیلات اعتباری، بحران‌های مختلف مالی، بانکی و حتی ارزی می‌تواند بسیاری از بانک‌ها و مؤسسات پولی و اعتباری را تهدید کند. در اکثر موارد مشکلات مرتبط با نکول مشارکت‌کنندگان بازار اعم از بنگاه‌ها و سرمایه‌گذاران و احتمال بروز بحران‌های بانکی و ارزی، منجر به بروز مشکلات متعدد و اثرگذار بر بخش واقعی اقتصاد می‌شوند که ممکن است این

بااهمیت بازار سرمایه آن است که مبالغ هفتگی از سرمایه‌ها و نقدینگی سرگردان را به سمت بنگاه‌ها و پروژه‌های مولد و فعال اقتصادی هدایت می‌کند. بازار اوراق بهادار به‌عنوان منعکس‌کننده شرایط اقتصادی هر کشور، تحت تأثیر متغیرهای مختلفی مانند تحولات بین‌المللی اعم از اقتصادی، سیاسی و اجتماعی، روند متغیرهای کلان اقتصاد داخلی مانند رشد اقتصادی، حجم نقدینگی، تولید ناخالص داخلی و...، پیشرفت‌های تکنولوژیکی و امثال آن قرار دارد. این متغیرها می‌توانند به‌صورت مستقیم و غیرمستقیم بر کارکرد و سمت‌وسوی بازار سرمایه تأثیرگذار باشند. بورس اوراق بهادار در چارچوبی مشخص، ضمن سهیم کردن عموم مردم در مالکیت شرکت‌ها، به جذب نقدینگی سرگردان در اقتصاد کمک می‌کند. از طرف دیگر، با تخصیص این منابع به بنگاه‌ها و واحدهای مولد، میزان تولید افزایش یافته و کسب‌وکارها رونق می‌گیرد. هم‌چنین، بورس اوراق بهادار همواره شرایط سرمایه‌گذاری را برای سرمایه‌گذاران مختلف با انگیزه و درجه ریسک‌پذیری متفاوت فراهم می‌کند. در صورتی که بورس اوراق بهادار به وظیفه اصلی خود یعنی جریان سرمایه و تخصیص بهینه آن به واحدهای اقتصادی جامعه عمل ببوشاند، می‌تواند با جذب سرمایه‌های داخلی و خارجی به پیشرفت اقتصادی کشور کمک بزرگی کند. اما در برخی از مقاطع زمانی، شرایطی به‌وجود خواهد آمد که کارکرد اصلی بازار اوراق بهادار با مشکل مواجه می‌شود که از آن به‌عنوان شرایط

از نگاه سرمایه‌گذاران، افزایش پیوسته و سریع قیمت اوراق بهادار، به افزایش ثروت و رفاه آن‌ها منجر می‌شود، به همین دلیل اقدام به سرمایه‌گذاری بیشتر و تصمیمات جسورانه سرمایه‌گذاری در دوره رشد بازار می‌کردند، اما شرایط سرمایه‌گذاری و عکس‌العمل‌های بازیگران بازار در دوران سقوط قیمت‌ها کاملاً متفاوت خواهد بود.

نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادات

رونق بازار سرمایه دارای آثار مثبت کوتاه‌مدت و بلندمدت هم برای سرمایه‌گذاران و مشارکت‌کنندگان در بازار و هم برای دولت و اقتصاد کلان کشور است. از طرف دیگر ریزش بازار سهام نیز پیامدهای منفی مانند ازبین‌رفتن سرمایه‌های تعداد زیادی از مردم، خروج نقدینگی از بازار سرمایه و سرازیر شدن آن به سمت سایر بخش‌های اقتصادی مانند دلار و سکه و در نتیجه تشدید مشکلات تورمی و ازبین‌رفتن اعتماد مردم به بورس و سیاست‌های دولت به‌دنبال خواهد داشت. بازار سرمایه در میان بازارهای مالی که وظیفه تنظیم جریان منابع مالی متناسب با میزان فعالیت‌های اقتصادی را برعهده دارند، با انجام وظیفه مهم تأمین منابع مالی بلندمدت و میان‌مدت، نقش درخور توجهی در افزایش حجم سرمایه‌گذاری‌ها در اقتصاد دارد. از کارکردهای

نامتعارف نام برده می‌شود. در این وضعیت بازار عملکرد صحیح و مناسب از خود نشان نداده و دچار واکنش بیش از اندازه (مثبت یا منفی نسبت به اخبار، شایعات و رویدادهای تأثیرگذار بر محیط سرمایه‌گذاری) خواهد شد. در صورت تداوم این شرایط برای بازار اوراق بهادار، انتظار شکل‌گیری سقوط یا حباب قیمتی دور از ذهن نخواهد بود.

سقوط یا ریزش بازار سهام به معنای کاهش چشمگیر و ناگهانی قیمت اوراق بهادار در بخش‌های مهم و تأثیرگذار بازار است که منجر به کاهش قابل‌توجهی در ارزش اوراق بهادار و کل بازار می‌شود. ترس و هراس تقریباً به اندازه عوامل بنیادی اقتصاد بر سقوط بازار تأثیر می‌گذارد. سقوط‌های بازار اغلب از حباب اقتصادی بازار سهام پیروی می‌کنند. سقوط بازار سهام در واقع پدیده‌ای اجتماعی است که رخدادهای بیرونی اقتصادی با عوامل روانی و رفتاری سرمایه‌گذاران با یکدیگر ترکیب می‌شود. در این وضعیت، برخی از شرکت‌کنندگان بازار، شرکت‌کنندگان بیشتری را وادار به فروش می‌کنند و در واقع آن‌ها را نسبت به فروش تحریک می‌کنند. به‌طور کلی، سقوط بازار در شرایط خاصی مانند دوره‌های طولانی مدت افزایش قیمت سهام و خوش‌بینی بیش‌ازحد نسبت به بهبود متغیرهای اقتصادی، بازاری که در آن نسبت قیمت به درآمد بیشتر از میانگین بلندمدت می‌شود و استفاده گسترده از خرید اعتباری و اهرم بدهی توسط مشارکت‌کنندگان بازار شکل می‌گیرد. شکل‌گیری حباب قیمتی نیز یکی از شرایط

نامتعارف نام برده می‌شود. در این وضعیت بازار عملکرد صحیح و مناسب از خود نشان نداده و دچار واکنش بیش از اندازه (مثبت یا منفی نسبت به اخبار، شایعات و رویدادهای تأثیرگذار بر محیط سرمایه‌گذاری) خواهد شد. در صورت تداوم این شرایط برای بازار اوراق بهادار، انتظار شکل‌گیری سقوط یا حباب قیمتی دور از ذهن نخواهد بود.

سقوط یا ریزش بازار سهام به معنای کاهش چشمگیر و ناگهانی قیمت اوراق بهادار در بخش‌های مهم و تأثیرگذار بازار است که منجر به کاهش قابل‌توجهی در ارزش اوراق بهادار و کل بازار می‌شود. ترس و هراس تقریباً به اندازه عوامل بنیادی اقتصاد بر سقوط بازار تأثیر می‌گذارد. سقوط‌های بازار اغلب از حباب اقتصادی بازار سهام پیروی می‌کنند. سقوط بازار سهام در واقع پدیده‌ای اجتماعی است که رخدادهای بیرونی اقتصادی با عوامل روانی و رفتاری سرمایه‌گذاران با یکدیگر ترکیب می‌شود. در این وضعیت، برخی از شرکت‌کنندگان بازار، شرکت‌کنندگان بیشتری را وادار به فروش می‌کنند و در واقع آن‌ها را نسبت به فروش تحریک می‌کنند. به‌طور کلی، سقوط بازار در شرایط خاصی مانند دوره‌های طولانی مدت افزایش قیمت سهام و خوش‌بینی بیش‌ازحد نسبت به بهبود متغیرهای اقتصادی، بازاری که در آن نسبت قیمت به درآمد بیشتر از میانگین بلندمدت می‌شود و استفاده گسترده از خرید اعتباری و اهرم بدهی توسط مشارکت‌کنندگان بازار شکل می‌گیرد. شکل‌گیری حباب قیمتی نیز یکی از شرایط

نامتعارف نام برده می‌شود. در این وضعیت بازار عملکرد صحیح و مناسب از خود نشان نداده و دچار واکنش بیش از اندازه (مثبت یا منفی نسبت به اخبار، شایعات و رویدادهای تأثیرگذار بر محیط سرمایه‌گذاری) خواهد شد. در صورت تداوم این شرایط برای بازار اوراق بهادار، انتظار شکل‌گیری سقوط یا حباب قیمتی دور از ذهن نخواهد بود.

سقوط یا ریزش بازار سهام به معنای کاهش چشمگیر و ناگهانی قیمت اوراق بهادار در بخش‌های مهم و تأثیرگذار بازار است که منجر به کاهش قابل‌توجهی در ارزش اوراق بهادار و کل بازار می‌شود. ترس و هراس تقریباً به اندازه عوامل بنیادی اقتصاد بر سقوط بازار تأثیر می‌گذارد. سقوط‌های بازار اغلب از حباب اقتصادی بازار سهام پیروی می‌کنند. سقوط بازار سهام در واقع پدیده‌ای اجتماعی است که رخدادهای بیرونی اقتصادی با عوامل روانی و رفتاری سرمایه‌گذاران با یکدیگر ترکیب می‌شود. در این وضعیت، برخی از شرکت‌کنندگان بازار، شرکت‌کنندگان بیشتری را وادار به فروش می‌کنند و در واقع آن‌ها را نسبت به فروش تحریک می‌کنند. به‌طور کلی، سقوط بازار در شرایط خاصی مانند دوره‌های طولانی مدت افزایش قیمت سهام و خوش‌بینی بیش‌ازحد نسبت به بهبود متغیرهای اقتصادی، بازاری که در آن نسبت قیمت به درآمد بیشتر از میانگین بلندمدت می‌شود و استفاده گسترده از خرید اعتباری و اهرم بدهی توسط مشارکت‌کنندگان بازار شکل می‌گیرد. شکل‌گیری حباب قیمتی نیز یکی از شرایط

بحران‌های شدید در بازار اوراق بهادار جلوگیری کرده یا از شدت آن‌ها کاسته‌اند. به‌عنوان مثال، در بحران مالی سال ۲۰۰۷-۲۰۰۸ میلادی، بانک فدرال رزرو آمریکا اقدام به کاهش نرخ‌های بهره کرد. از ماه دسامبر سال ۲۰۰۸ میلادی نرخ وجوه فدرال در ۱۰ مرحله از ۵/۲۵ درصد به ۰/۲۵ درصد کاهش یافت. همچنین، در سقوط بازارهای سهام چین در سال ۲۰۱۵ میلادی، بانک مرکزی چین در چندین مورد اقدام به کاهش نرخ بهره کرد.

بنابراین سیاست‌های بانک مرکزی همچون کل اقتصاد بر بازار سرمایه نیاز تأثیرگذار است و مسئولان آن معمولاً مطابق با شرایط و مقتضیات بازار، سیاست‌های ویژه‌ای در پیش می‌گیرند. به‌عنوان نمونه، در زمان رشد قیمت‌ها و سرازیر شدن منابع مالی به‌سوی بازار سرمایه و احتمال شکل‌گیری حباب قیمتی، انتظار می‌رود بانک مرکزی با اتخاذ برخی سیاست‌ها مانند انتشار اوراق بهادار با درآمد ثابت، اصلاح نرخ سود بانکی، افزایش نرخ ذخیره قانونی و امثال آن از هجوم نقدینگی به بازار اوراق بهادار جلوگیری کرده و از شکل‌گیری حباب جلوگیری کند.

بدون شک مناسب‌ترین اقدام دولت
هنگ‌کنگ برای تضمین بازار و احیای
اقتصاد، کاهش دادن نرخ بهره بود.

متفاوت از سایر کشورها باشد. در این میان نکته بااهمیت ماهیت روش‌ها و ابزارهای به‌کار گرفته‌شده برای مواجهه با شرایط نامتعارف با هدف برقراری ثبات در بازار و حمایت از سرمایه‌گذاران است. در این بخش برخی از اقدامات مناسب برای مواجهه با شرایط نامتعارف ارائه می‌شود:

- افزایش تعامل بانک مرکزی با بازار سرمایه

بانک‌های مرکزی در اکثر کشورهای دنیا برای جلوگیری از وقوع یا تشدید بحران‌های مالی در بازارهای اوراق بهادار از انواع سیاست‌های پولی و مالی بهره می‌برند. از جمله این سیاست‌ها، تغییر در نرخ سود بانکی، نرخ ذخیره قانونی، حد نصاب نقدینگی بانک‌ها و غیره است که اثرات درخور توجهی بر بازار سرمایه دارد.

بررسی‌ها نشان می‌دهد در کشورهای توسعه‌یافته، بانک‌های مرکزی در تعامل کامل با بازار سرمایه بوده و در شرایط ضروری از آن حمایت می‌کنند. به‌طور مثال، بانک‌های مرکزی در شرایط سقوط بازار اوراق بهادار سعی می‌کنند با تغییر در نرخ‌های بهره و سایر متغیرهای تأثیرگذار، بخشی از منابع مالی را از بازار پول به بازار سرمایه هدایت کنند. کاهش نرخ‌ها موجب می‌شود هزینه‌های وام‌گیری برای خرید اعتباری در بازار اوراق بهادار کاهش یابد و منابع بیشتری به‌سوی بازار سرمایه سرازیر شود. نکته بااهمیت آن است که در بیشتر بازارها، فقدان نقدینگی برای سرمایه‌گذاری بیشتر، یکی از دلایل اصلی کاهش سریع و ناگهانی قیمت‌ها در بازار سهام بوده و بانک‌های مرکزی با اتخاذ سیاست‌های منطقی و صحیح، از بروز



- بازنگری دوره‌ای در سازوکار خرید اعتباری متناسب با شرایط کلی بازار

در خرید اعتباری، این امکان برای سرمایه‌گذاران وجود دارد که با پرداخت درصدی از ارزش سرمایه‌گذاری، بخش بزرگ‌تری از ارزش خرید خود را از کارگزار اعتبار دریافت کنند. با ایجاد سازوکار خرید اعتباری، سرمایه‌گذاران پول بیشتری برای سرمایه‌گذاری در اختیار دارند و با افزایش قیمت سهام در بازار، اشتیاق آن‌ها برای کسب سود بیشتر می‌شود و تلاش می‌کنند از طریق این سازوکار منابع بیشتری را وارد بازار کنند.

افزایش حجم اعتباردهی به دلیل خاصیت اهرمی، تقاضای سهام موجود در بازار را افزایش داده و به شکل‌گیری حباب قیمتی کمک کند. از سوی دیگر، در روند نزولی بازار دو رویداد قابل تصور است. اول این که سرمایه‌گذارانی که اعتبار دریافت می‌کنند به دلیل کاهش قیمت‌ها و خاصیت اهرمی این سازوکار، متحمل زیان سنگین شده و حتی از بازپرداخت اعتبارات اخذشده عاجز می‌شوند که می‌تواند کارگزاران را نیاز تحت‌تأثیر قرار دهد. دوم، در شرایط نزولی بازار، افزایش حجم اعتبارات برای خرید اوراق بهادار می‌تواند به تقویت تقاضا و ایجاد شرایط ثبات نسبی در بازار کمک کند. بنابراین بازنگری دوره‌ای شرایط و الزامات خرید اعتباری در زمان رونق یا رکود بازار می‌تواند این سازوکار را به‌عنوان ابزاری کارآمد و مناسب در جهات ثبات بازار معرفی کند.

- بهره‌گیری از نرم‌افزارهای پیشرفته نظارت بر معاملات

استفاده از سیستم‌های نظارتی با تکنولوژی پیشرفته می‌تواند با کنترل و نظارت فعالیت‌های مشارکت‌کنندگان و فعالان بازار، اشتباهات و تقلب (که می‌تواند سرآغاز بحران مالی باشد) را شناسایی کند. این سیستم‌های نظارتی بر اساس معاملات الگوریتمی نیز طراحی شده‌اند و به اجرای ایمن و سریع معاملات کمک می‌کند. اگر الگوهای معاملاتی فریبکارانه و یا فعالیت‌های ناشناخته ثبات بازار را تهدید کند، این سیستم به‌طور خودکار معاملات را متوقف کرده و ناظر بازار را از وجود تخلف یا اشتباه آگاه می‌کند. بنابراین، با وجود چنین سیستم‌هایی می‌توان هرگونه سوءاستفاده از سازوکارهای معاملاتی با هدف ایجاد رونق یا سقوط کاذب در سهام خاص یا کل بازار را شناسایی کرد. ضرورت استقرار و بهره‌مندی از چنین سیستم‌هایی در بازار سرمایه زمانی افزایش می‌یابد که بحث حضور سرمایه‌گذاران خارجی و بزرگ شدن بازار اوراق بهادار کشور مطرح می‌شود.

یکی از دلایل افزایش بدون پشتوانه قیمت‌ها، انتظارات بیش از اندازه مثبت نسبت به متغیرهای اقتصادی است که موجب جذب خریداران جدید، افزایش میزان سفته‌بازی و به‌دنبال آن، افزایش سریع‌تر قیمت‌ها می‌شود.

صورت نرخ سود سپرده‌ها جذابیت بیشتری در مقایسه با سهام دارد زیرا ریسک کمتری را برای پرتفوی افراد به دنبال دارد.

بررسی اجمالی محصولات و ابزارهای معاملاتی بورس‌های توسعه‌یافته نشان می‌دهد که این بورس‌ها برای جذب و حفظ طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران، انواع ابزارهای مالی با ویژگی‌های مشارکت بازار سرمایه و بازار پول را به مشتریان عرضه می‌کنند. برخی از این ابزارهای مالی برای دوران رکود و برخی دیگر برای دوران رونق طراحی شده‌اند که نشان‌دهنده نوآوری‌های مالی برای مقابله با شرایط نامتعارف است. علاوه بر این، حضور انواع نهادهای مالی برای ارائه خدمات تخصصی در بازار سرمایه می‌تواند در شرایط نامتعارف به حفظ ثبات بازار کمک کند. شرکت‌های مدیریت پرتفوی، بانک‌های سرمایه‌گذاری فعال، بازارگردانان، مؤسسات رتبه‌بندی و سایر نهادهای مالی متخصص می‌توانند با مشارکت یکدیگر، انواع ابزارهای مالی و طرح‌های سرمایه‌گذاری را در شرایط مختلف به طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران با سطوح مختلف پذیرش ریسک ارائه دهند.

- تأسیس شرکت‌های حمایتی با هدف ارائه پاسخ‌های مناسب و به موقع در شرایط بحرانی

مقامات تصمیم‌ساز اقتصادی و ناظران بازارهای مالی می‌توانند برای مواجهه با شرایط بحرانی در بازارهای مالی، نهادهای مالی با اهداف خاص تأسیس کنند تا در مواقع بروز بحران، از بازارها و فعالان آن حمایت کنند. به عنوان مثال، بعد از سقوط بازار سهام آمریکا

- تقویت دانش سرمایه‌گذاری فعالان بازار سرمایه
یکی از ابعاد توسعه‌یافتگی بازارهای مالی، افزایش سطح دانش و آگاهی فعالان و مشارکت‌کنندگان آن است. بررسی‌ها نشان می‌دهد در اکثر موارد، یکی از دلایل اصلی تداوم شرایط نامتعارف اعم از شکل‌گیری حباب قیمتی یا سقوط بازار، رفتارهای هیجانی و غیرمنطقی سرمایه‌گذاران بوده است. این نوع رفتارهای هیجانی در اغلب موارد از سوی سرمایه‌گذارانی مشاهده می‌شود که بر مبنای هیجان‌ات و شایعات اقدام به خرید و فروش سهام می‌کنند. برخی ویژگی‌های روانی سرمایه‌گذاران مانند اشتیاق برای کسب ثروت، حسادت و سفته‌بازی می‌تواند زمینه‌ساز ایجاد حباب قیمتی بازار سهام در شرایط رونق باشد. از سوی دیگر، ترس و وحشت سرمایه‌گذاران که عمدتاً ناشی از احتمال کاهش بیشتر قیمت‌ها و افزایش میزان زیان است، می‌تواند شرایط بازار را از کاهش قیمت‌ها به سوی سقوط بازار هدایت کند.

- توسعه نهادهای مالی و ابزارهای سرمایه‌گذاری
یکی از عمده‌ترین مشکلات پیش‌روی بورس‌های کمتر توسعه‌یافته در زمان بروز شرایط نامتعارف بازار، عدم تنوع کافی ابزارهای مالی برای حفظ سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه است. شواهد نشان می‌دهد در زمان رونق بازار اوراق بهادار منابع مالی از بانک‌ها به سوی بازار سرمایه سرازیر می‌شوند تا از بازدهی بیشتری در مقایسه با نرخ سود سپرده‌ها بهره‌مند شوند. این جریان منابع در زمان رکود یا کاهش قیمت‌ها برعکس می‌شود، زیرا در این

بازار سرمایه در میان بازارهای مالی که وظیفه تنظیم جریان منابع مالی متناسب با میزان فعالیت‌های اقتصادی را برعهده دارند، با انجام وظیفه مهم تأمین منابع مالی بلندمدت و میان‌مدت، نقش درخور توجهی در افزایش حجم سرمایه‌گذاری‌ها در اقتصاد دارد. از کارکردهای بااهمیت بازار سرمایه آن است که مبالغ هفتگی از سرمایه‌ها و نقدینگی سرگردان را به سمت بنگاه‌ها و پروژه‌های مولد و فعال اقتصادی هدایت می‌کند.

در سال ۱۹۲۹ میلادی، کمیسیون بورس و اوراق بهادار با هدف نظارت بر رفتارهای بازار و پشتیبانی از سرمایه‌گذاران در برابر رفتارهای متقلبانانه تأسیس شد. از طرفی شرکت بیمه فدرال رزرو و شرکت بیمه محصول فدرال به ترتیب با اهداف تضمین سپرده‌های مشتریان و بیمه محصولات زراعی کشاورزان و نهادهای کشاورزی ایجاد شدند. همچنین طی بحران مالی در مالزی در سال ۱۹۹۷ میلادی، دولت مالزی اقدام به تأسیس دو شرکت داناهاارتا و دانامودال کرد. شرکت داناهاارتا با هدف خرید وام‌های معوقه ایجاد شد و شرکت دانامودال با هدف تجدید ساختار سرمایه مؤسسات مالی تأسیس شد.

منابع

- The 1997-98 Financial Crisis In Malaysia: Causes, Response And Results, Zubair Hasan, Islamic Economic Studies Vol. 9, No. 2, March 2002.
- Chinese Stock Market Bubble: Inevitable or Incidental?, Shujie YAO and Dan LUO, University of Nottingham, August 2008.
- The financial crisis in the US: key events, causes and responses, John Marshall, House Of Commons Library, April 2009.
- Japan's Financial Crisis and Economic Stagnation, Hoshi, Takeo, and Anil K. Kashyap, Journal of Economic Perspectives 18.1: 3-26, 2004.