

بحران مالی جهانی و تاثیر آن بر بازار سرمایه ایران

بورس اوراق بهادار تهران

معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار

آبان ۱۳۸۷

۱ - مقدمه

بحران مالی اخیر آمریکا که به عقیده بسیاری از کارشناسان، یکی از بزرگترین بحران‌های ایجاد شده در اقتصاد این کشور بعد از بحران دهه ۱۹۳۰ است را دیگر نمی‌توان بحران اقتصاد آمریکا نامید. بعضی تحلیل‌گران این بحران را به سونامی عظیمی تشبیه کرده‌اند که از آمریکا شروع شده و رفته رفته با گسترش دامنه خود به کشورهای اروپایی و سپس سایر نقاط دنیا سرایت کرده است و در این میان، حتی اقتصاد کشورهای کوچک را نیز بی‌نصیب نگذاشته است و مهم‌تر آن که هنوز نشانه‌ای از کنترل و تثبیت شرایط دیده نمی‌شود. هر روزه شاهد بودیم که موسسه‌های مالی اعلام ورشکستگی کرده یا توسط دولت یا موسسه رقیب خریداری شده است. شاخص‌های قیمت در بورس‌های بزرگ و کوچک دنیا با کاهش قابل توجه روبرو شده‌اند، قدرت وام‌دهی و به عبارت دیگر نقدینگی در اختیار موسسات مالی، به مرزهای خطرناکی رسیده است و فراتر از آن بحران به بخش واقعی اقتصاد جهانی سرایت کرده است که شاهد آن کاهش رشد اقتصادی و افزایش نرخ بیکاری در دنیا است.

گزارش پیشرو، تلاش می‌کند با بررسی دلایل ظهور بحران و اثرات آن بر اقتصاد جهانی و همچنین اقتصاد ایران و به‌ویژه بازار سرمایه کشور و اجرای اصل ۴۴، راه‌کارهای موثری برای مقابله با تهدیدات بحران و استفاده از فرصت‌های ایجادشده ارائه کند.

۲ - دلایل ظهور بحران

تقریباً تمام بررسی‌ها و مطالعات حاکی از آن است که بحران مالی اخیر که از تابستان ۲۰۰۷ آغاز شده است، ریشه در بحران وام‌های رهنی پرریسک یا درجه دو (Subprime mortgages) در بازار مسکن آمریکا دارد. این وام‌ها به دلیل آن‌که به افراد کم درآمد و دارای سابقه اعتباری ناکافی پرداخت می‌شوند، دارای ریسک بیشتری نسبت به وام‌های رهنی معمول هستند.

طی سال‌های مختلف و به‌ویژه با کاهش نرخ بهره از سوی فدرال رزرو به عنوان سیاست پولی انبساطی و با هدف تشویق رشد اقتصادی آمریکا پس از حادثه ۱۱ سپتامبر سال ۲۰۰۱، تعداد وام‌های رهنی پرریسک تعهدشده در آمریکا، به‌طور قابل‌ملاحظه‌ای افزایش پیدا کردند که توأم با رشد قیمت مسکن هم بود. شرکت‌های تامین سرمایه آمریکایی هم بخش عمده‌ای از این وام‌های رهنی را به اوراق بهادار تبدیل کرده و به صورت اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی به مردم واگذار کردند. به‌رحال، ترکیبی از پرداخت وام‌های رهنی با شرایط آسان و اهمال در رعایت استانداردهای وام‌دهی، تعدیلات نرخ بهره روی وام‌های انعطاف‌پذیر و همچنین کاهش قیمت مسکن در آمریکا باعث شد که تعداد وام‌های رهنی معوق با افزایش قابل‌توجهی روبرو شود. بنابراین معلوم شد که وام‌های رهنی درجه دو، بسیار پرریسک‌تر از آنی هستند که بازار انتظار داشت و در نتیجه، بسیاری از موسسات مالی، صندوق‌های پوشش‌خطر و همچنین سایر اشخاصی که در این اوراق سرمایه‌گذاری کرده بودند، متحمل زیان سنگینی شدند.

به عبارت دیگر، اگرچه بحران وام‌های رهنی پرریسک، یک بحران منطقه‌ای در آمریکا بود، اما به کمک ابزاری به نام "تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها" به بازارهای جهانی سرایت کرد و تقریباً همه دنیا را تحت شعاع این ریسک قرار داد. علاوه بر بحران وام‌های رهنی آمریکا، عوامل متعدد دیگری در شکل‌گیری بحران مالی اخیر موثر بودند که در ادامه به مهمترین آن‌ها اشاره می‌شود:

- **عدم توجه کافی به ریسک در مدل بانک‌داری ایجاد تا توزیع اوراق بهادار**

با تبدیل وام‌ها به اوراق بهادار و فروش آن‌ها از طریق نهادهای واسطه مستقل (SPV)، بانی (Originator) یا موسسه

مالی مالک اصلی دارایی‌ها، ریسک قصور قراردادهای را تحمل نمی‌کرد. این مدل بانک‌داری موجب کاهش انگیزه وام‌دهندگان برای بررسی و ارزیابی دقیق اعتبار وام‌گیرندگان شد و به نوعی استانداردها و سخت‌گیری‌های معمول بانک‌های تجاری برای اعطای وام را نادیده گرفت. از طرف دیگر، ساختار جبران خدمات تعریف شده برای این مدل که بر اساس حق‌الزحمه و کارمزد بود، موسسات مالی واسطه در فرایند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها را به حداکثر کردن منافع کوتاه مدت بدون توجه به ریسک‌های بلندمدت تشویق می‌کرد و از این‌رو این موسسات با کاهش سطح استانداردهای نظارتی، در تلاش برای کسب درآمد بیشتر از محل ایجاد و فروش اوراق بهادار با پشتوانه این وام‌ها بودند.

● **نقش موسسات رتبه‌بندی**
بسیاری از سرمایه‌گذاران با اعتماد به رتبه‌بندی انجام شده توسط موسسات رتبه‌بندی، اقدام به خرید اوراق بهادار با پشتوانه دارایی و همچنین اوراق بهادار مشتقه کردند. بعضی از بررسی‌ها حاکی از نقش این موسسات و همچنین بعضی رتبه‌بندی‌های انجام شده توسط آنان در کمک به ایجاد بحران مالی اخیر است که در این ارتباط، می‌توان به دلایل زیر اشاره کرد:

■ عدم اطمینان در مورد استفاده از روش‌های به‌روز و دقیق توسط موسسات رتبه‌بندی برای رتبه‌بندی اوراق بهادار ساختاری

■ درک نادرست سرمایه‌گذاران از رتبه‌بندی اعتباری. رتبه‌بندی معیاری برای اندازه‌گیری ریسک اعتباری و به عبارت دیگر، اندازه‌گیری توانایی دارایی مالی برای برگرداندن اصل و سود سرمایه‌گذاری در شرایط تعیین‌شده است نه ریسک نقدشوندگی و ریسک بازار. این معیار نقدشوندگی اوراق بهادار یا قیمتی که در آن، اوراق بهادار در بازار قابل فروش است را نشان نمی‌دهد. بسیاری از سرمایه‌گذاران درک درستی از رتبه‌بندی و همچنین ارتباط بین ریسک اعتباری، ریسک نقدشوندگی و ریسک بازار ندارند.

■ **تضاد منافع در موسسات رتبه‌بندی**

✓ هزینه موسسات رتبه‌بندی توسط ناشران اوراق بهادار رتبه‌بندی شده پرداخت می‌شود.
✓ هزینه موسسات رتبه‌بندی عموماً پس از انجام رتبه‌بندی پرداخت می‌شود. این موضوع می‌تواند باعث ارائه رتبه بهتر و به عبارت دیگر خرید رتبه گردد.
✓ موسسات رتبه‌بندی در کنار رتبه‌بندی اوراق بهادار، خدمات جنبی دیگری هم به ناشران ارائه می‌کنند.

بر این اساس، نیاز است که این موسسات، از رویه‌های مناسبی برای مدیریت تضاد منافع در فعالیت‌های خود بهره‌گیرند.

● **اتکای بیش از حد سرمایه‌گذاران و واسطه‌های مالی بر رتبه‌بندی اعتباری**
توجه بسیاری از سرمایه‌گذاران و واسطه‌های مالی در زمان اخذ تصمیم برای سرمایه‌گذاری در محصولات ساختاری، به رتبه‌های اعتباری، بیش از حد نیاز است. از این‌رو این سرمایه‌گذاران، تحقیق و بررسی کافی در مورد ریسک محصولات ساختاری انجام نمی‌دهند و ریسک این محصولات پیچیده را کمتر از واقعیت ارزیابی می‌کند.

- **شفافیت و افشای اطلاعات دارایی‌های پایه**

ایجادکنندگان محصولات ساختاری، اغلب اطلاعات کافی در مورد ساختار و همچنین دارایی پایه این محصولات ارائه نمی‌کنند یا این که سرمایه‌گذاران تمایلی به دریافت آن‌ها ندارند. این عدم شفافیت، تشخیص محصولات ساختاری با پشتوانه دارایی‌های پرریسک یا ترکیب دارایی‌های پشتوانه هر محصول را برای سرمایه‌گذاران با مشکل روبرو کرده است و در نهایت به ایجاد بحران اعتماد و همچنین گرایش سرمایه‌گذاران به سمت دارایی‌های مطمئن کمک کرده است.

- **نقش واسطه‌های مالی**

- **شناسایی مشتری**

وقوع بحران اعتباری، نگرانی‌هایی را در مورد اجرای صحیح فرآیندهای شناسایی مشتری و همچنین الزامات شایستگی از سوی معامله‌گران و مشاوران مالی در هنگام پیشنهاد محصولات اوراق تجاری با پشتوانه دارایی ایجاد نموده است. برای ارائه پیشنهاد خرید یک دارایی، واسطه‌های مالی باید شرایط و ریسک مرتبط به هر محصول را در نظر گیرند. برخی بیان می‌دارند که این واسطه‌ها اوراق بهادار با پشتوانه دارایی را به عنوان دارایی‌هایی همچون بدهی‌های دولتی و با همان اطمینان معرفی نموده‌اند. این موضوع سؤالاتی را در خصوص فرآیند تأیید محصولات جدید توسط واسطه‌ها ایجاد نموده است.

- **تضاد منافع**

برخی از واسطه‌های مالی به علت ایفای نقش توأمان در ایجاد و فروش محصولات ساختاری با تضاد منافع روبه‌رو هستند. این مؤسسات ممکن است برای توصیه به خرید دارایی‌ها منتشر شده از سوی ناشری که با آن رابطه‌ی کاری دارند تحت فشار قرار گیرند.

- **مدیریت ریسک ضعیف**

ابهامات بسیاری در مورد رشد و توسعه ابزارهای مدیریت ریسک در بانک‌ها و مؤسسات مالی در قیاس با رشد و نوآوری ایجاد شده در قرض‌دهی و معاملات اوراق بهادار وجود دارد. به‌طور

مشخص، برخی از بانک‌ها بدون توجه به ریسک ابزارهای ساختاری، بخش بزرگی از پرتفوی خود را به آن اختصاص دادند.

زیان‌های وارد شده به این شرکت‌ها از محل این سرمایه‌گذاری‌ها، اثر نامطلوبی بر سرمایه و توانایی آنان در اجرای کسب و کارهای جدید داشته است و این موضوع منجر به احتیاط بیش‌تر بانک‌ها در وام‌دهی شده که خود بحران مالی را تشدید نموده است.

- **مسائل مرتبط با حسابداری**

- **حسابداری خارج از ترازنامه**

در طی فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها، بانک‌ها توانستند پرتفوی وام خود را از طریق نهادهای واسط از ترازنامه خود خارج کنند. این موضوع به آنان اجازه داد تا با رهایی از الزامات کیفیت سرمایه برای ایجاد بدهی، سرمایه‌بیش‌تری را برای سایر فرصت‌های وام‌دهی آزاد نمایند. البته در مواردی که این نهادهای واسط با قصور(نکول) روبرو شدند، بانک‌های پشتیبان به منظور حمایت از مشتریان خود دارایی‌های آنان را مجدداً به ترازنامه‌های خود وارد کردند.

در این صورت، بانک‌ها باید بخشی از سرمایه خود را به پشتیبانی از دارایی‌های فوق اختصاص دهند و از این‌رو مشارکت آن‌ها در بازارهای اعتباری کاهش می‌یابد. به عبارت دیگر، بانک‌ها به منظور حفاظت از ترازنامه‌های در حال کاهش خود، در فعالیت‌های قرض‌دهی خود بسیار محافظه‌کارانه‌تر عمل خواهند کرد.

- **ارزشیابی**

بر اساس استانداردهای حسابداری، دارایی‌های مالی باید بر اساس ارزش عادلانه ثبت شوند. ارزش عادلانه دارایی‌هایی که دارای قیمت بازار نیستند و مدل استاندارد برای تعیین قیمت آن وجود ندارد (مانند اوراق تجاری با پشتوانه دارایی و محصولات ساختاری) هم باید بر اساس روش‌های ارزش‌گذاری مناسب، مشخص گردند.

نتایج غیر یکسان روش‌های ارزش‌گذاری که بر اثر تفاوت در انتظارات بازار و همچنین فاکتورهای بازده - ریسک ابزارهای مالی است، می‌تواند باعث ایجاد عدم توافق میان مدیریت و حسابرسان و همچنین میان قرض‌گیرندگان و بانک‌های در مورد ودیعه‌ها گردد.

علاوه بر آن، فروش شتابزده دارایی‌ها که در پاسخ به دستور افزایش ودیعه روی می‌دهد منجر به تعدیل منفی ارزش عادلانه می‌شود. فرآیند استفاده از ارزش بازار باعث می‌شود که ارزش بسیاری از محصولات ساختاری قبل از آن که تغییر واقعی ارزش مشخص شود، بسیار کاهش یابد و این موضوع باعث می‌شود که مؤسسات مالی حدود دستور افزایش ودیعه را بالاتر ببرند که خود باعث وخامت بیش‌تر اوضاع می‌شود. زیرا سطح بالاتر دستور افزایش ودیعه باعث می‌شود نهادهای واسط، صندوق‌های پوشش ریسک و سایر بانک‌ها با فروش دارایی‌های خود نقدینگی لازم را فراهم آورند که خود باعث کاهش بیش‌تر قیمت‌ها و کاهش ارزش عادلانه دارایی‌ها می‌گردد.

۳ - تاثیرات عمومی بحران مالی

۱ - تاثیر بر مؤسسات مالی

بحران مالی از طریق فرآیندهای زیر، شرکت‌های تامین سرمایه و بانک‌های تجاری را در سراسر جهان تحت تاثیر قرار داده است:

نخست، بعضی از ناشران اوراق بهادار رهنی، نتوانستند اوراق بهادار خود را در سررسید بازخرید کنند و از این‌رو تعدادی از بانک‌های ضامن مجبور به بازخرید این اوراق از سرمایه‌گذاران و ثبت آن‌ها در ترازنامه‌های خود شدند و این عامل قدرت وام‌دهی بانک‌های تجاری را کاهش داد. چرا که این بانک‌ها ملزم به رعایت الزامات مربوط به کفایت سرمایه برای تعهد بدهی‌های خود بودند.

دوم، ریسک طرف مقابل، عامل تعیین‌کننده‌ای در تصمیمات مربوط به پرداخت وام شد. استقراض بین بانکی کاهش یافت و در مقابل نرخ این نوع استقراض‌ها افزایش پیدا کرد. تمایل مؤسسات مالی به همکاری با موسساتی که درگیر وام‌های رهنی پریسک یا دیگر دارایی‌های معیوب بودند یا ارزیابی اندازه درگیری آن‌ها با این دارایی‌ها قابل ارزیابی نبود، به شدت کاهش یافت. در نتیجه عدم دسترسی به استقراض بین بانکی به عنوان یکی از منابع مهم سرمایه، مؤسسات مالی با عدم نقدینگی مواجه شدند.

سوم، کمبود نقدینگی بانک‌ها موجب کاهش قدرت اعتباردهی آن‌ها برای تصاحب بنگاه‌های دیگر از طریق سازوکار خرید اهرمی (LBO) شد. به طور معمول، بانک‌ها به پشتوانه اوراق قرضه در وثیقه، اوراق بهادار یا پشتوانه دارایی منتشر می‌کنند و آن را به سرمایه‌گذاران می‌فروشند. اما در شرایط

فعلی و با توجه به باقی ماندن این وام‌ها در ترازنامه بانک، آن‌ها تمایل چندانی به پرداخت این نوع وام از خود نشان نمی‌دهند.

و در نهایت این‌که، پرتفوی تعدادی زیادی از بانک‌هایی که در اوراق بهادار با پشتوانه دارایی سرمایه‌گذاری کرده بودند، با کاهش ارزش روبرو شد و از این طریق مشکلات آنان را دو چندان کرد. نتیجه این‌که تعدادی زیادی از شرکت‌های تامین سرمایه و بانک‌های تجاری اعلام ورشکستگی کردند یا توسط دولت یا رقبا خریداری گردیدند که از معروف‌ترین آن‌ها می‌توان به فردی مک، فانی می، لیمن برادرز، واشنگتن میچوال، بیمه ای‌آی‌جی، بانک اچ‌باس انگلیس، بانک فورتیس بلژیک، بانک هیپو آلمان و لندزبانک ایسلند اشاره کرد.

۴ - تاثیر بر بازار سرمایه

اگرچه بازار سرمایه و به‌ویژه بورس‌های اوراق بهادار نقشی در شروع بحران مالی نداشتند اما بیشترین تاثیر را از آن پذیرفتند. همچنان که در پیشتر اشاره شد، این بحران بیشتر یک بحران اعتباری بود و در ابتدا از طریق بازارهای خارج از بورس که از نظارت و ضابطه‌مندی کمتر برخوردار هستند، گسترش پیدا کرد و سپس با تاثیر گذاری بر پرتفوی موسسات مالی، به بازار سرمایه و بورس‌های اوراق بهادار سرایت کرد. با کاهش ارزش پرتفوی شرکت‌های تامین سرمایه و دیگر موسسات مالی، قیمت سهام آن‌ها در بورس‌های اوراق بهادار با افت شدیدی روبرو شد و در نتیجه آن، سرمایه‌گذاران اعتماد خود را به این بازارها از دست دادند و منابع مالی خود را که با کاهش ارزش سهام، بخشی از ارزش خود را از دست داده بودند، به بازارهای کم ریسک‌تر منتقل کردند. این عامل باعث شد، بازارهای اوراق بهادار در بعضی از کشورها به با مشکل جدی مواجه شوند به‌گونه‌ای که نیاز به دخالت دولت برای کمک به آن‌ها احساس شد.

نمودارهای زیر، کاهش شاخص در بعضی از بورس‌های بزرگ دنیا را در ۳ ماه گذشته و همچنین درصد تغییرات آن‌ها را از ابتدای سپتامبر سال جاری نشان می‌دهند. با افت بازارهای سهام در سراسر دنیا، میلیاردها دلار از ثروت جهان و بخشی از درآمدهای سرمایه‌گذاری در ۵ سال گذشته، نابود شد و سرمایه‌ها و پس‌اندازهای بازنشستگی عده‌ی بسیاری از مردم جهان از بین رفت.

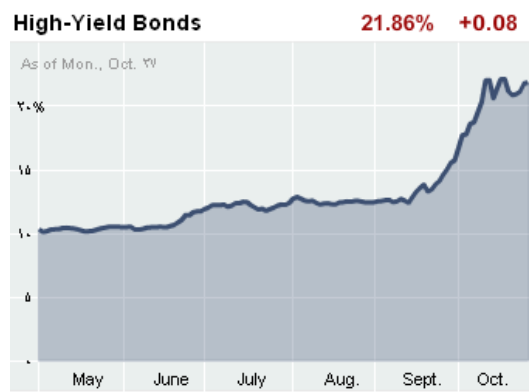
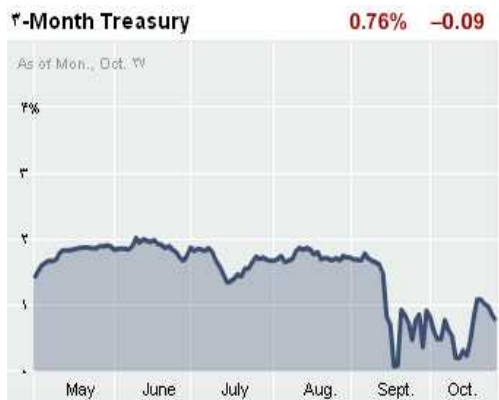
بررسی اطلاعات نشان می‌دهد که کم و بیش تمام بورس‌های اوراق بهادار دنیا با افت قیمت اوراق بهادار و کاهش شاخص‌ها مواجه شدند و این افت در بعضی از بورس‌ها نزدیک به ۵۰ درصد بوده است.

البته این کاهش‌ها وقتی ملموس‌تر می‌شود که آن‌ها را به صورت دلاری اندازه‌گیری کنیم. در این صورت، افت ۳۵ درصدی شاخص بورس نیویورک به معنای از دست رفتن نزدیک به هزار میلیارد دلار از ارزش بازار این بورس در طی ۲ ماه است. این بحران قیمت سهام خود بورس‌های اوراق را هم بی‌نصیب نگذاشته و باعث کاهش شدید آن‌ها شده است:

قیمت سهام بورس‌های اوراق بهادار

		September.	29 October
NYSE Euronext	Us \$	۴۰	۲۵
NASDAQ OMX Group	Us \$	۳۳	۲۹
Deutsche Borse	Euro	۷۰	۵۴
BME (Spanish)	Euro	۲۲	۱۸
Toronto TSX Group	CAD \$	۳۴/۵	۲۵
Australia (ASX)	AU \$	۳۵	۲۹
Osaka Security Exchange	Yen	۳۹۱	۲۷۵
Singapore SE	SGD	۶/۴	۴/۹
Johannesburg SE	ZAR	۵۳۰۰	۴۲۰۰

البته از آن جا که این بحران از بازار اعتبار نشات گرفته است و به عنوان بحران اعتباری شناخته می‌شود، بررسی وضعیت بازار اعتبار، اطلاعات بهتری برای درک ابعاد بحران ارائه می‌کند. اندازه‌گیری و پایش متغیرهای بازار اعتبار نسبت به بازار سرمایه از پیچیدگی بیشتری برخوردار است و متغیرهای کمی هم برای این منظور طراحی شده‌اند که از آن جمله می‌توان به نرخ بازده اسناد خزانه کوتاه‌مدت، نرخ بهره بین بانکی لندن، اختلاف بین نرخ بازده اسناد خزانه کوتاه‌مدت و نرخ بهره بین بانکی ۳ ماهه، و نرخ بازده اوراق قرضه پربازده اشاره کرد. بررسی متغیرهای فوق، همگی دلالت بر عدم وجود شرایط مطمئن و با ثبات در بازار اعتباری دارند.



نرخ بهره بین بانکی، نرخى است که بر اساس آن بانکها به یکدیگر قرض می‌دهند. نرخ بهره بین بانکی لندن (LIBOR) مبنای بسیاری از قراردادهای مالی کوتاه‌مدت و همچنین وام‌های مسکن است و به نوعی اعتماد بانکها به یکدیگر را نشان می‌دهد. افزایش این نرخ طی ماه‌های اخیر بدان معنی است که بانکها تمایل کمتری به قرض‌دادن به یکدیگر دارند.

خروج سرمایه‌گذاران از بازار سهام، اوراق قرضه و صندوق‌های بازار پول و حرکت به سمت فرصت‌های سرمایه‌گذاری کم ریسک‌تر از جمله خرید اسناد خزانه سه ماهه، منجر به کاهش بازده این اوراق می‌شود. کاهش نرخ بازده اسناد خزانه کوتاه مدت بیانگر افزایش نگرانی در سیستم مالی است. همچنان که ملاحظه می‌شود، این نرخ از آگوست سال جاری رو به کاهش گذاشته است.

بازدهی بالاتر اوراق قرضه بیانگر تمایل کمتر سرمایه‌گذاران برای قرض‌دادن به بخش کسب و کار است. نرخ بازده اوراق قرضه بنجل به شدت افزایش پیدا کرده است و این موضوع نشان‌دهنده‌ی عدم تحمل ریسک توسط سرمایه‌گذاران در شرایط بحرانی است.

اختلاف میان نرخ بهره بین بانکی ۳ ماهه و بازدهی اسناد خزانه، معیاری برای اندازه‌گیری نگرانی در بازارهای اعتباری است. متوسط اختلاف این دو طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۶، ۰٫۲۵٪ بوده است و افزایش این اختلاف بیانگر آشفتگی بیشتر در بازار اعتبار است.

اوراق تجاری یک ابزار بدهی کوتاه مدت است که توسط بانکها و موسسات تجاری بزرگ برای مدت بسیار کوتاه منتشر می‌گردد. نرخ بالاتر این اوراق، بخش تجاری را در بدست آوردن منابع مالی مورد نیاز با مشکل روبرو می‌کند. به عبارت دیگر، بالا بودن این نرخ به معنی عدم وجود شرایط مناسب در بازار اعتبار است.