



# اشتباهات ۱۰ گانه دولت در مدیریت بورس

«فرهیختگان» بررسی کرد:



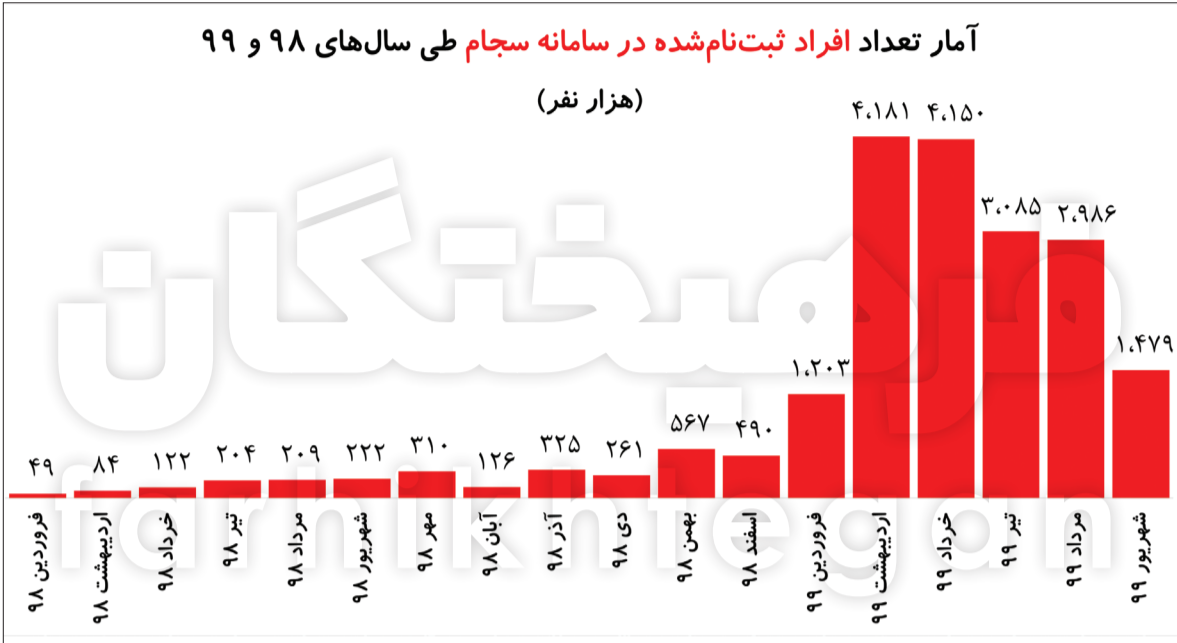
مر ترضی عبدالحسینی

روزنامه‌نگار

شاخص کل بازار سهام از ابتدای سال ۹۷ تا به‌حال بازدهی حدود ۱۲۵۰ درصد را ثبت کرده است. این بازدهی درحالی است که اگر تمامی بازارهای دارایی اعم از سهام، مسکن، طلا و ارز را از آبان ۹۶ تا اکنون رصد کنیم به بازدهی ۱۶ برابری بورس خواهیم رسید که حتی با فرودهای سه‌ماهه اخیر باز هم از دیگر دارایی‌ها جلوتر است. با همه اینها اما افت ۳۷ درصدی بازار سهام از اواخر مرداد ضررهای بسیاری را مخصوصاً متوجه تازه‌واردان و مبتدی‌ها کرده است. همین مسائل تصاویر ناراحت‌کننده‌ای را از تجمع برخی زیان‌دیدگان بازار سهام درجلوی مجلس در روزهای اخیر مخابره کرده است. اگرچه مسئولیت زیان هر فرد ناشی از سرمایه‌گذاری یا عدم سرمایه‌گذاری در بازاری مثل بورس، متوجه خود اوست (کمابینکه سود حاصله نیز متعلق به‌خود اوست) اما مسئولیت تصمیماتی که تعادل بازار را بر هم بزند، قطعاً متوجه دولت است. تعادل بازار سهام از اسفند ۹۸ به بعد با پنج اقدام تاخیر در سیاست‌های پولی و مالی، عدم عرضه دارایی‌ها، عدم‌فروش سهام‌های دولتی، برخورد شدید با منتقدان روند صعودی بازار سهام و بیمه‌گری سهام به‌هم خورد. دولت در ادامه و پس از ریزش بازار نیز با چهار اقدام قوانین خلق الساعه ازسوی دولت و سازمان بورس، اجازه به پول‌پاشی بانک‌ها بین شرکت‌های زیرمجموعه خودی، تزریق منابع پولی و اختلافات هیات دولت و مخابره سیگنال ترس به سهامداران؛ به تخریب اقتصادی خود چه درسطح کلان و چه در سطح بازار سهام ادامه داد. درتمامی مراحل بالا دولت همانند سیگنال‌فروشان‌ی که منتفع حضور مبتدی‌ها در بازار سهام بودند، اقدام به تخریب منتقدان (برخورد وزیر اقتصاد با نامه ۲۵ اقتصاددانان) و نادیده گرفتن توصیه‌های آنان می‌کرد. اما درشرایط فعلی و با ایجاد اعتراضات اجتماعی به‌بازار سهام، چگونگی برخورد دولت با این بازار بیش از پیش اهمیت پیدا می‌کند. در این گزارش پس از بررسی‌های اولیه به پنج اقدامی که دولت باید انجام دهد، پرداخته‌ایم و درنهایت سناریوهای بازگشت بورس را نیز مطرح کرده‌ایم، فارغ از اینکه بازار بورس امروز در کدام مرحله قرار دارد، امید است در آینده مجدداً بابت آنچه باید و آنچه نباید درمورد بورس این روزها انجام می‌گرفته است، افسوس نخوریم.

## بورس ایران؛ جهشی‌ترین بورس دنیا به‌قیمت ضرر ۱۰ میلیون نفر

شاخص کل بازار سهام از ابتدای سال ۹۷ تا به‌حال بازدهی حدود ۱۲۵۰ درصد را ثبت کرده است؛ بازدهی‌ای که بسیار بالاتر از دیگر بازارها بوده و به‌پشتوانه نقدینگی واردشده و انتظارات تورمی ایجادشده، محقق شده است. این بازدهی درحالی است که اگر تمامی بازارهای دارایی اعم از سهام، مسکن، طلا و ارز را از آبان ۹۶ که پیش از شروع موج‌های تورمی چندسال اخیر بوده است، رصد کنیم به بازدهی ۱۶ برابری بورس خواهیم رسید که حتی با فرودهای سه‌ماهه اخیر باز هم از دیگر دارایی‌ها جلوتر است. بزرگ‌ترین جهش بورس‌های حقیقی دنیا درحالی در کشور رقم خورد که افت ۳۷ درصدی آن همچنان جزء سقوط‌های کوچک در بین بورس‌های جهان به‌حساب می‌آید. اما آیا تعبیر رویای سود همگانی در بورس و ورود خیل عظیمی از علاقه‌مندان بدون اطلاع به آن صرفاً یک جهت‌گیری اجتماعی \_ اقتصادی معمولی بود یا پروژه‌ای عظیمی که ازسوی دولت کلید خورد و با همراهی خواه یا ناخواه رسانه‌ها و دیگر دستگاه‌ها همراهِ شد؟ براساس آمارهای سازمان بورس تهران تعداد کل کدهای حقیقی صادرشده در بازار سهام کشور در پایان شهریور ۹۹ حدود ۲۲ میلیون نفر یعنی یک‌چهارم جمعیت کشور است. از این میزان ۹ میلیون کد معاملاتی در نیمه اول سال ۹۹، دومیلیون در سال ۹۸ و تقریباً ۹۰۰ هزار نفر در سال ۹۷ صادر شده است. بورس ایران درمقایسه با کشورهای دیگر نشان می‌دهد علی‌رغم آنکه ۲۶ درصد از جمعیت ایران دارای کد معاملاتی و سهامداری حقیقی هستند، در کشورهای بازارهای توسعه‌یافته مالی مانند چین و آمریکا این رقم حدود ۱۰ تا ۱۵ درصد از جمعیت آنهاست. روند غیرعادی بورس ایران که از بهمن‌ماه ۹۸ آغاز شده و با تشویق و ترویج دولت تا به‌حال چیزی حدود ۱۰ میلیون فعال را به‌خود دیده است از ۱۹ مرداد فاز نزولی گرفته و تا روز گذشته ۳۷ درصد از سقف قبلی‌اش دور شده است. افراد تازه‌وارد که عمدتاً خریدوفروش‌های خود را با توجه به جو بازار و اظهارنظرهای انگیزشی رئیس‌جمهور، معاونان و وزرای ایشان انجام می‌دادند، جذب سهام شرکت‌های بزرگ؛ خودرویی، شیمیایی، نفتی و... می‌شدند که براساس محاسبات، بازدهی ۳۰۰ شرکت بزرگ، بازار سهام در سه‌ماهه اخیر حدود منفی ۳۳ درصد ثبت شده است. با توجه به ثبت‌نام در سامانه سجام که تعداد آن در خرداد، تیر و مرداد در حدود ۱۰ میلیون نفر بوده است (بخشی از این افراد اقدام به دریافت کد معاملاتی کرده‌اند و باقی صرفاً احراز و ثبت‌نام سجام را برای معامله سهام عدالت انجام داده‌اند) می‌توان حدس زد که بسیاری از تازه‌واردها بخش زیادی از سرمایه خود در بورس را در سه‌ماهه اخیر از دست داده‌اند و اینها عمدتاً سرمایه‌گذارانی هستند که از سودهای رویایی فروردین و اردیبهشت جا مانده بودند. روند نزولی بورس در ماه‌های اخیر علاوه‌بر مغلوب کردن سرمایه‌گذاران، حس خیانت دولت به مردم در این بازار را نیز در نگاه مردم تقویت کرده است. گواه این مدعا کشیده شدن ترمز ورود سرمایه‌گذاران جدید است، چراکه ثبت‌نام افراد جدید در سامانه سجام در شهریور پایین‌ترین رقم خود در پنج‌ماه اخیر را ثبت کرده و حدود ۶۴ درصد کاهش یافته است. این حتی می‌تواند نشان دهد که سهامداران سهام عدالت هم بی‌بیلی نسبت به فروش سهام‌های خود که



چندین میلیون از ارزشش را از دست داده، مواجه شده‌اند.

## دولت به‌نحو احسن ۱۰ «نباید» را انجام داد

اگر چه مسئولیت زیان هر فرد ناشی از سرمایه‌گذاری یا عدم سرمایه‌گذاری در بازاری مثل بورس، متوجه خود اوست (کمابینکه سود حاصله نیز متعلق به‌خود اوست) اما مسئولیت تصمیماتی که تعادل بازار را بر هم بزند، قطعاً متوجه دولت است. داستان بر هم زدن تعادل بازار ازسوی دولت بسیار ساده بود. دولت، به‌ویژه شخص رئیس‌جمهور و معاونان ایشان با کمک مشاوران اقتصادی خود، رسانه و جلسات رسانه‌ای‌شان را تبدیل به صحنه‌ای کرده بودند که در آن بدون واهمه مردم را به بازار سهام دعوت می‌کردند. در واقع نقش دولت درسطح سیگنال‌فروشان اینترنتی بود که از بورس برای مردم، بازاری ساخته بود که همه رویاهای تعبیرشده آنها که ناشی از معضلات اقتصادی بود، قرار بود آنجا تعبیر شود. هرچند اضافه شدن سرمایه‌گذاری در بورس به سید سرمایه‌گذاری خانوارها اتفاق خوبی بود که در هدف اول می‌توانست ضربه‌گیری برای شوک‌های تورمی و ارزی محسوب شود و در هدف دوم نیز با کمک به جذب مستقیم نقدینگی برای تقویت تولید شرکت‌های عضو بازار، به سودآوری و سرمایه‌گذاری درسطح اقتصاد کلان و به بازدهی مناسب درسطح خرد (سرمایه‌گذاران خرد و حقیقی) منتهی شود اما افسوس و دوصد افسوس که این اتفاق نیفتاد. تهج بی‌اساس همه افشار مردم، ایجاد وسوسه سود همگانی و نقش بیمه‌گری دولت باعث شده بود که روند معاملات در بازار ثانویه که منبعی برای تولید محسوب نمی‌شد و فقط موتور گردش سرعت پول و سفته‌بازی را تقویت می‌کرد روزافزون شود و به اعدادی چون ۳۰ هزار میلیارد تومان برسد. عدم تعادل بازار سهام و بیکه‌تازی آن خلاف جهت همه بازارها و اقتصاد کشور به‌حدی مقبول برخی سرمایه‌گذاران ضرر ندیده و البته دولت بود که هر کارشناسی صحبت از حبابی بودن بورس به‌میان می‌آورد، در نگاه مسئولان و فعالان بازار متهم به مقابله با بزرگ شدن بازار سرمایه کشور و سود مردم می‌شد. لذا انتقاد به چنین فضایی سودآوری که در آن همه درصدد فروش سایر دارایی‌های خود و خرید سهام و کسب سود از آن بودند، گناهی نابخشودنی محسوب می‌شد. دولت که پس از انباشت نقدینگی در خند فاضل سال‌های ۹۳ تا ۹۶ در سیستم بانکی آن هم به‌واسطه بالا بودن نرخ حقیقی سود بانکی (نرخ سود بانکی منهای تورم) تنها ماوای نقدینگی را بازار بورس می‌دانست، مسیر درست خود از نیمه‌های سال ۹۷ را که احتمالاً ناخواسته در آن قرار گرفته بود، با اقدامات زیر به‌ماجرای اعتراض‌زبان دیدگان درجلوی مجلس تبدیل کرد: ۱. تاخیر در سیاست‌های مالی و پولی جهت کنترل بازار سهام، ۲. عدم عرضه دارایی‌های دولت در قالب عرضه اولیه‌ها، ۳. عدم فروش گسترده سهام‌های دولتی در بازار، ۴. برخورد شدید با منتقدان روند صعودی بازار سهام و دلسوزان آینده بازار (مشابه برخورد وزیر اقتصاد با نامه ۲۵ اقتصاددانان) و ۵. تضمین مستقیم و غیرمستقیم دولت از سود آتی سهامداران و ایجاد این نگاه که بازار سرمایه «بیمه دولت» شده است.

همه اینها بخشی از اشتباهات دولت در روند صعودی بازار و فرصت‌سوزی او از این موقعیت استثنایی بود اما جالب است که این اشتباهات در روند نزولی نیز به‌نحو دیگری تکرار شد: ۱. تصویب قوانین خلق الساعه‌ای ازسوی سازمان بورس که سیگنال ترس به سهامداران را می‌داد، ۲. اجازه به بانک‌ها برای وام به شرکت‌های زیرمجموعه خود با هدف خرید سهام (این سیاست معنایی جز خلق نقدینگی و ایجاد تورم ندارد)، ۴. درخواست برداشت یک درصد از منابع صندوق توسعه ملی که به‌معنی افزایش پایه پولی بانک مرکزی (با تکیه بر افزایش دارایی‌های خارجی ناخالص بانک مرکزی) و به‌طور قطع ایجاد تورم است و ۵. اختلافات واضح وزارتخانه‌های دولت که سیگنال بی‌اعتمادی و ترس را به بازار سهام مخابره می‌کردند.

## ۵ «باید» دولت برای جلوگیری از ضرر سهامداران

دولت نمی‌تواند خودش یا مردم را گول بزند، چراکه مساله در عین پیچیدگی، ساده نیز هست. بورس پس از رشد معقولی که درحد تورم و بازده دیگر دارایی‌ها داشته، نخواهد توانست به‌صورت مستمر و در خلاف جهت پارامترهای اقتصادی رشد کند و به اتفاق همه مردم را بر اساس وعده‌های رئیس‌جمهور سوار بر بنز و پورشه کند. دلیل آن نیز ساده است. همه اقتصادها در اصطلاح «بازی جمع صفری» هستند که نمی‌توان با خرید و فروش در یک قسمتی از آن (مثل

بازار سهام) برای همه مردم «قدرت خرید» یا «سود واقعی» ایجاد کرد، چراکه درنهایت آن قدرت خرید یا سود یا با تورم یا با ریزش قیمتی (مثل بازار سهام) از بین خواهد رفت. دیدن صحنه‌هایی مثل تجمع زیان‌دیدگان افت بازار سهام در جلوی مجلس شورای اسلامی هرچند خلوت و موقتی به‌نظر می‌آید، اما چیزی از آثار منفی این واقعه کم نمی‌کند. در واقع اهمیت نگاه جامعه به بازار بورس بسی فراتر از منافع کوتاه‌مدت اقتصادی خواهد بود. به‌عنوان مثال، برخی از فعالان سابق بازار سهام در سال‌های دورتر (احتمالاً ۹۲ و ۹۷) هریک به‌نحوی بخشی از سرمایه خود در بورس را از دست داده‌اند. این افراد نه‌تنها هیچ‌گاه تمایلی به بازگشت به بازار سهام نداشته، بلکه هریک افراد دیگری را نیز سفارش به عدم سرمایه‌گذاری در آن می‌کنند. به‌طور کلی برای جلوگیری از ادامه وضعیت فعلی و برخورد منطقی با بازار، دولت باید موارد زیر را درنظر داشته باشد: ۱.

قطع حمایت‌های تصنعی از بازار و تکرار نشدن سیگنال‌هایی ازسوی مقامات مانند؛ «همه بازارها ریسک دارند» و «مردم پول هایشان را به بازار بورس بسپارند». این گونه حمایت‌ها که به‌طور قطع ازطریق مداخلات مستقیمی مانند برداشت از صندوق توسعه ملی، تقویت شرکت‌های حقوقی برای خرید سهام و وام‌دهی به شرکت‌های بانکی برای خرید سهام انجام می‌شود، نهایتاً تاثیری موقتی داشته که با تخلیه تورمی در همه اقتصاد روبه‌رو خواهد بود، ۲. قطع قیمت‌گذاری کالاهایی مثل خودرو، فولاد و سیمان و... (مانند تفاوت قیمت خودرو در کارخانه و بازار) که به‌وضوح به محلی برای ایجاد رانت و سود برای عده‌ای خاص تبدیل شده است. عدم قیمت‌گذاری این کالاها منجر به کشف قیمت واقعی آنها در بازار خواهد شد و ظرف مدت کوتاهی قیمت سهام شرکت‌های تولیدکننده و مربوطه به این کالاها را به قیمت واقعی نزدیک خواهد کرد، ۳. استفاده از ابزارهای پولی، مالی و مالیاتی (به‌جای مداخله) برای کنترل انتظارات تورمی، انباشت نقدینگی و معاملات دلالی در بازارهای دارایی، ۴. هرچند سازمان بورس با قوانینی مثل لغو خرید و فروش‌های روزانه در بازار به جان نقدشوندگی بازار افتاده، اما بازار سهام در وضعیت فعلی به افزایش نقدینگی از مکانیسم‌هایی مثل حذف دامنه‌نوسانات نیازمند است. همچنین می‌توان برای جلوگیری از سوءاستفاده برخی ارفش کل بازار سهام ژاپن بود و سرمایه‌گذاران خارجی خودسوم گردش مالی بازار سهام ژاپن را تشکیل می‌دادند. در نتیجه خروج سرمایه‌گذاران خارجی از بازار سهام و تغییرات سرمایه‌ای بین‌المللی، بورس سهام ژاپن کاملاً تحت‌تأثیر قرار گرفت به‌طوری که شاخص سهام نیکی که در اواسط سال ۲۰۰۷ میلادی بیش از ۱۸ هزار واحد بود به حدود ۷ هزار واحد در ماه مارس سال ۲۰۰۹ میلادی سقوط کرد و به این ترتیب بورس سهام ژاپن در مدت ۲۰ ماه نزدیک به ۶۱ درصد کاهش یافت. بانک مرکزی ژاپن در سپتامبر سال ۲۰۰۸ میلادی برای توسعه بازارهای مالی واکنش نشان داد و به‌عنوان بخشی از واکنش جهانی، محرک‌های پولی وسیعی را برای مهار بحران ارائه کرد. همچنین بانک مرکزی ژاپن در چندین مرحله، چارچوب سیاست‌های پولی خود را نیز تعدیل کرد.

هدف از این اقدامات اطمینان از ثبات در بازارهای مالی و تسهیل تأمین مالی شرکتی بود. بلافاصله پس از ورشکستگی شرکت لیمن برادرز، بانک مرکزی ژاپن، به‌منظور اطمینان از ثبات بازار مالی، با بانک فدرال رزرو آمریکا توافقنامه نقدینگی ارزی دو جانبه یا امکان معاوضه امضا کرد این توافق اجازه می‌داد بانک مرکزی ژاپن با وثیقه قرار دادن دارایی‌های داخلی خود، از بانک فدرال رزرو آمریکا دلار قرض بگیرد و آن را به مؤسسات مالی داخلی قرض دهد. این اولین بار بود که بانک مرکزی ژاپن از دارایی‌های داخلی به‌عنوان وثیقه برای دریافت اعتبارات دلار آمریکا استفاده می‌کرد. علاوه‌بر این بانک مرکزی ژاپن به‌منظور بهبود ثبات بازار سهام و ارزیابی تحولات بازار، در ۱۴ اکتبر سال ۲۰۰۸ میلادی تصمیم گرفت فروش سهام خریداری شده از مؤسسات مالی در بورس اوراق بهادار را به‌حالت تعلیق درآورد و در ۳ فوریه سال ۲۰۰۹ میلادی، بانک مرکزی ژاپن تصمیم به‌از سرگیری خرید سهام خریداری شده توسط مؤسسات مالی کرد. در نهایت ژاپن به‌دلیل ساختار سرمایه‌ای مناسب تا مدتی از بحران مالی نسبتاً مصون ماند ولی در نهایت با گسترش بحران، تدابیر و اقدامات بیشتری از سوی مقامات اقتصادی ژاپن برای تقویت نهاد‌های مالی و جلوگیری از ورشکستگی احتمالی انجام گرفت. در نتیجه این اقدامات بود که روند نزولی شاخص‌های بازار سهام ژاپن متوقف شده و پس از طی مدتی کوتاه، مجدداً به مدار رشد بازگشت.

## چگونگی روبه‌رو شدن آمریکا

### با سقوط شاخص بازار سهام خود در سال ۲۰۰۷

اکثر اقتصاددانان بر این موضوع توافق دارند که بحران در صنعت

بازار سهام) برای همه مردم «قدرت خرید» یا «سود واقعی» ایجاد کرد، چراکه درنهایت آن قدرت خرید یا سود یا با تورم یا با ریزش قیمتی (مثل بازار سهام) از بین خواهد رفت. دیدن صحنه‌هایی مثل تجمع زیان‌دیدگان افت بازار سهام در جلوی مجلس شورای اسلامی هرچند خلوت و موقتی به‌نظر می‌آید، اما چیزی از آثار منفی این واقعه کم نمی‌کند. در واقع اهمیت نگاه جامعه به بازار بورس بسی فراتر از منافع کوتاه‌مدت اقتصادی خواهد بود. به‌عنوان مثال، برخی از فعالان سابق بازار سهام در سال‌های دورتر (احتمالاً ۹۲ و ۹۷) هریک به‌نحوی بخشی از سرمایه خود در بورس را از دست داده‌اند. این افراد نه‌تنها هیچ‌گاه تمایلی به بازگشت به بازار سهام نداشته، بلکه هریک افراد دیگری را نیز سفارش به عدم سرمایه‌گذاری در آن می‌کنند. به‌طور کلی برای جلوگیری از ادامه وضعیت فعلی و برخورد منطقی با بازار، دولت باید موارد زیر را درنظر داشته باشد: ۱.

قطع حمایت‌های تصنعی از بازار و تکرار نشدن سیگنال‌هایی ازسوی مقامات مانند؛ «همه بازارها ریسک دارند» و «مردم پول هایشان را به بازار بورس بسپارند». این گونه حمایت‌ها که به‌طور قطع ازطریق مداخلات مستقیمی مانند برداشت از صندوق توسعه ملی، تقویت شرکت‌های حقوقی برای خرید سهام و وام‌دهی به شرکت‌های بانکی برای خرید سهام انجام می‌شود، نهایتاً تاثیری موقتی داشته که با تخلیه تورمی در همه اقتصاد روبه‌رو خواهد بود، ۲. قطع قیمت‌گذاری کالاهایی مثل خودرو، فولاد و سیمان و... (مانند تفاوت قیمت خودرو در کارخانه و بازار) که به‌وضوح به محلی برای ایجاد رانت و سود برای عده‌ای خاص تبدیل شده است. عدم قیمت‌گذاری این کالاها منجر به کشف قیمت واقعی آنها در بازار خواهد شد و ظرف مدت کوتاهی قیمت سهام شرکت‌های تولیدکننده و مربوطه به این کالاها را به قیمت واقعی نزدیک خواهد کرد، ۳. استفاده از ابزارهای پولی، مالی و مالیاتی (به‌جای مداخله) برای کنترل انتظارات تورمی، انباشت نقدینگی و معاملات دلالی در بازارهای دارایی، ۴. هرچند سازمان بورس با قوانینی مثل لغو خرید و فروش‌های روزانه در بازار به جان نقدشوندگی بازار افتاده، اما بازار سهام در وضعیت فعلی به افزایش نقدینگی از مکانیسم‌هایی مثل حذف دامنه‌نوسانات نیازمند است. همچنین می‌توان برای جلوگیری از سوءاستفاده برخی ارفش کل بازار سهام ژاپن بود و سرمایه‌گذاران خارجی خودسوم گردش مالی بازار سهام ژاپن را تشکیل می‌دادند. در نتیجه خروج سرمایه‌گذاران خارجی از بازار سهام و تغییرات سرمایه‌ای بین‌المللی، بورس سهام ژاپن کاملاً تحت‌تأثیر قرار گرفت به‌طوری که شاخص سهام نیکی که در اواسط سال ۲۰۰۷ میلادی بیش از ۱۸ هزار واحد بود به حدود ۷ هزار واحد در ماه مارس سال ۲۰۰۹ میلادی سقوط کرد و به این ترتیب بورس سهام ژاپن در مدت ۲۰ ماه نزدیک به ۶۱ درصد کاهش یافت. بانک مرکزی ژاپن در سپتامبر سال ۲۰۰۸ میلادی برای توسعه بازارهای مالی واکنش نشان داد و به‌عنوان بخشی از واکنش جهانی، محرک‌های پولی وسیعی را برای مهار بحران ارائه کرد. همچنین بانک مرکزی ژاپن در چندین مرحله، چارچوب سیاست‌های پولی خود را نیز تعدیل کرد.

هدف از این اقدامات اطمینان از ثبات در بازارهای مالی و تسهیل تأمین مالی شرکتی بود. بلافاصله پس از ورشکستگی شرکت لیمن برادرز، بانک مرکزی ژاپن، به‌منظور اطمینان از ثبات بازار مالی، با بانک فدرال رزرو آمریکا توافقنامه نقدینگی ارزی دو جانبه یا امکان معاوضه امضا کرد این توافق اجازه می‌داد بانک مرکزی ژاپن با وثیقه قرار دادن دارایی‌های داخلی خود، از بانک فدرال رزرو آمریکا دلار قرض بگیرد و آن را به مؤسسات مالی داخلی قرض دهد. این اولین بار بود که بانک مرکزی ژاپن از دارایی‌های داخلی به‌عنوان وثیقه برای دریافت اعتبارات دلار آمریکا استفاده می‌کرد. علاوه‌بر این بانک مرکزی ژاپن به‌منظور بهبود ثبات بازار سهام و ارزیابی تحولات بازار، در ۱۴ اکتبر سال ۲۰۰۸ میلادی تصمیم گرفت فروش سهام خریداری شده از مؤسسات مالی در بورس اوراق بهادار را به‌حالت تعلیق درآورد و در ۳ فوریه سال ۲۰۰۹ میلادی، بانک مرکزی ژاپن تصمیم به‌از سرگیری خرید سهام خریداری شده توسط مؤسسات مالی کرد. در نهایت ژاپن به‌دلیل ساختار سرمایه‌ای مناسب تا مدتی از بحران مالی نسبتاً مصون ماند ولی در نهایت با گسترش بحران، تدابیر و اقدامات بیشتری از سوی مقامات اقتصادی ژاپن برای تقویت نهاد‌های مالی و جلوگیری از ورشکستگی احتمالی انجام گرفت. در نتیجه این اقدامات بود که روند نزولی شاخص‌های بازار سهام ژاپن متوقف شده و پس از طی مدتی کوتاه، مجدداً به مدار رشد بازگشت.

## ۵ «باید» دولت برای جلوگیری از ضرر سهامداران

دولت نمی‌تواند خودش یا مردم را گول بزند، چراکه مساله در عین پیچیدگی، ساده نیز هست. بورس پس از رشد معقولی که درحد تورم و بازده دیگر دارایی‌ها داشته، نخواهد توانست به‌صورت مستمر و در خلاف جهت پارامترهای اقتصادی رشد کند و به اتفاق همه مردم را بر اساس وعده‌های رئیس‌جمهور سوار بر بنز و پورشه کند. دلیل آن نیز ساده است. همه اقتصادها در اصطلاح «بازی جمع صفری» هستند که نمی‌توان با خرید و فروش در یک قسمتی از آن (مثل

بازار سهام) برای همه مردم «قدرت خرید» یا «سود واقعی» ایجاد کرد، چراکه درنهایت آن قدرت خرید یا سود یا با تورم یا با ریزش قیمتی (مثل بازار سهام) از بین خواهد رفت. دیدن صحنه‌هایی مثل تجمع زیان‌دیدگان افت بازار سهام در جلوی مجلس شورای اسلامی هرچند خلوت و موقتی به‌نظر می‌آید، اما چیزی از آثار منفی این واقعه کم نمی‌کند. در واقع اهمیت نگاه جامعه به بازار بورس بسی فراتر از منافع کوتاه‌مدت اقتصادی خواهد بود. به‌عنوان مثال، برخی از فعالان سابق بازار سهام در سال‌های دورتر (احتمالاً ۹۲ و ۹۷) هریک به‌نحوی بخشی از سرمایه خود در بورس را از دست داده‌اند. این افراد نه‌تنها هیچ‌گاه تمایلی به بازگشت به بازار سهام نداشته، بلکه هریک افراد دیگری را نیز سفارش به عدم سرمایه‌گذاری در آن می‌کنند. به‌طور کلی برای جلوگیری از ادامه وضعیت فعلی و برخورد منطقی با بازار، دولت باید موارد زیر را درنظر داشته باشد: ۱.

قطع حمایت‌های تصنعی از بازار و تکرار نشدن سیگنال‌هایی ازسوی مقامات مانند؛ «همه بازارها ریسک دارند» و «مردم پول هایشان را به بازار بورس بسپارند». این گونه حمایت‌ها که به‌طور قطع ازطریق مداخلات مستقیمی مانند برداشت از صندوق توسعه ملی، تقویت شرکت‌های حقوقی برای خرید سهام و وام‌دهی به شرکت‌های بانکی برای خرید سهام انجام می‌شود، نهایتاً تاثیری موقتی داشته که با تخلیه تورمی در همه اقتصاد روبه‌رو خواهد بود، ۲. قطع قیمت‌گذاری کالاهایی مثل خودرو، فولاد و سیمان و... (مانند تفاوت قیمت خودرو در کارخانه و بازار) که به‌وضوح به محلی برای ایجاد رانت و سود برای عده‌ای خاص تبدیل شده است. عدم قیمت‌گذاری این کالاها منجر به کشف قیمت واقعی آنها در بازار خواهد شد و ظرف مدت کوتاهی قیمت سهام شرکت‌های تولیدکننده و مربوطه به این کالاها را به قیمت واقعی نزدیک خواهد کرد، ۳. استفاده از ابزارهای پولی، مالی و مالیاتی (به‌جای مداخله) برای کنترل انتظارات تورمی، انباشت نقدینگی و معاملات دلالی در بازارهای دارایی، ۴. هرچند سازمان بورس با قوانینی مثل لغو خرید و فروش‌های روزانه در بازار به جان نقدشوندگی بازار افتاده، اما بازار سهام در وضعیت فعلی به افزایش نقدینگی از مکانیسم‌هایی مثل حذف دامنه‌نوسانات نیازمند است. همچنین می‌توان برای جلوگیری از سوءاستفاده برخی ارفش کل بازار سهام ژاپن بود و سرمایه‌گذاران خارجی خودسوم گردش مالی بازار سهام ژاپن را تشکیل می‌دادند. در نتیجه خروج سرمایه‌گذاران خارجی از بازار سهام و تغییرات سرمایه‌ای بین‌المللی، بورس سهام ژاپن کاملاً تحت‌تأثیر قرار گرفت به‌طوری که شاخص سهام نیکی که در اواسط سال ۲۰۰۷ میلادی بیش از ۱۸ هزار واحد بود به حدود ۷ هزار واحد در ماه مارس سال ۲۰۰۹ میلادی سقوط کرد و به این ترتیب بورس سهام ژاپن در مدت ۲۰ ماه نزدیک به ۶۱ درصد کاهش یافت. بانک مرکزی ژاپن در سپتامبر سال ۲۰۰۸ میلادی برای توسعه بازارهای مالی واکنش نشان داد و به‌عنوان بخشی از واکنش جهانی، محرک‌های پولی وسیعی را برای مهار بحران ارائه کرد. همچنین بانک مرکزی ژاپن در چندین مرحله، چارچوب سیاست‌های پولی خود را نیز تعدیل کرد.

هدف از این اقدامات اطمینان از ثبات در بازارهای مالی و تسهیل تأمین مالی شرکتی بود. بلافاصله پس از ورشکستگی شرکت لیمن برادرز، بانک مرکزی ژاپن، به‌منظور اطمینان از ثبات بازار مالی، با بانک فدرال رزرو آمریکا توافقنامه نقدینگی ارزی دو جانبه یا امکان معاوضه امضا کرد این توافق اجازه می‌داد بانک مرکزی ژاپن با وثیقه قرار دادن دارایی‌های داخلی خود، از بانک فدرال رزرو آمریکا دلار قرض بگیرد و آن را به مؤسسات مالی داخلی قرض دهد. این اولین بار بود که بانک مرکزی ژاپن از دارایی‌های داخلی به‌عنوان وثیقه برای دریافت اعتبارات دلار آمریکا استفاده می‌کرد. علاوه‌بر این بانک مرکزی ژاپن به‌منظور بهبود ثبات بازار سهام و ارزیابی تحولات بازار، در ۱۴ اکتبر سال ۲۰۰۸ میلادی تصمیم گرفت فروش سهام خریداری شده از مؤسسات مالی در بورس اوراق بهادار را به‌حالت تعلیق درآورد و در ۳ فوریه سال ۲۰۰۹ میلادی، بانک مرکزی ژاپن تصمیم به‌از سرگیری خرید سهام خریداری شده توسط مؤسسات مالی کرد. در نهایت ژاپن به‌دلیل ساختار سرمایه‌ای مناسب تا مدتی از بحران مالی نسبتاً مصون ماند ولی در نهایت با گسترش بحران، تدابیر و اقدامات بیشتری از سوی مقامات اقتصادی ژاپن برای تقویت نهاد‌های مالی و جلوگیری از ورشکستگی احتمالی انجام گرفت. در نتیجه این اقدامات بود که روند نزولی شاخص‌های بازار سهام ژاپن متوقف شده و پس از طی مدتی کوتاه، مجدداً به مدار رشد بازگشت.

## ۵ «باید» دولت برای جلوگیری از ضرر سهامداران

دولت نمی‌تواند خودش یا مردم را گول بزند، چراکه مساله در عین پیچیدگی، ساده نیز هست. بورس پس از رشد معقولی که درحد تورم و بازده دیگر دارایی‌ها داشته، نخواهد توانست به‌صورت مستمر و در خلاف جهت پارامترهای اقتصادی رشد کند و به اتفاق همه مردم را بر اساس وعده‌های رئیس‌جمهور سوار بر بنز و پورشه کند. دلیل آن نیز ساده است. همه اقتصادها در اصطلاح «بازی جمع صفری» هستند که نمی‌توان با خرید و فروش در یک قسمتی از آن (مثل

بازار سهام) برای همه مردم «قدرت خرید» یا «سود واقعی» ایجاد کرد، چراکه درنهایت آن قدرت خرید یا سود یا با تورم یا با ریزش قیمتی (مثل بازار سهام) از بین خواهد رفت. دیدن صحنه‌هایی مثل تجمع زیان‌دیدگان افت بازار سهام در جلوی مجلس شورای اسلامی هرچند خلوت و موقتی به‌نظر می‌آید، اما چیزی از آثار منفی این واقعه کم نمی‌کند. در واقع اهمیت نگاه جامعه به بازار بورس بسی فراتر از منافع کوتاه‌مدت اقتصادی خواهد بود. به‌عنوان مثال، برخی از فعالان سابق بازار سهام در سال‌های دورتر (احتمالاً ۹۲ و ۹۷) هریک به‌نحوی بخشی از سرمایه خود در بورس را از دست داده‌اند. این افراد نه‌تنها هیچ‌گاه تمایلی به بازگشت به بازار سهام نداشته، بلکه هریک افراد دیگری را نیز سفارش به عدم سرمایه‌گذاری در آن می‌کنند. به‌طور کلی برای جلوگیری از ادامه وضعیت فعلی و برخورد منطقی با بازار، دولت باید موارد زیر را درنظر داشته باشد: ۱.

قطع حمایت‌های تصنعی از بازار و تکرار نشدن سیگنال‌هایی ازسوی مقامات مانند؛ «همه بازارها ریسک دارند» و «مردم پول هایشان را به بازار بورس بسپارند». این گونه حمایت‌ها که به‌طور قطع ازطریق مداخلات مستقیمی مانند برداشت از صندوق توسعه ملی، تقویت شرکت‌های حقوقی برای خرید سهام و وام‌دهی به شرکت‌های بانکی برای خرید سهام انجام می‌شود، نهایتاً تاثیری موقتی داشته که با تخلیه تورمی در همه اقتصاد روبه‌رو خواهد بود، ۲. قطع قیمت‌گذاری کالاهایی مثل خودرو، فولاد و سیمان و... (مانند تفاوت قیمت خودرو در کارخانه و بازار) که به‌وضوح به محلی برای ایجاد رانت و سود برای عده‌ای خاص تبدیل شده است. عدم قیمت‌گذاری این کالاها منجر به کشف قیمت واقعی آنها در بازار خواهد شد و ظرف مدت کوتاهی قیمت سهام شرکت‌های تولیدکننده و مربوطه به این کالاها را به قیمت واقعی نزدیک خواهد کرد، ۳. استفاده از ابزارهای پولی، مالی و مالیاتی (به‌جای مداخله) برای کنترل انتظارات تورمی، انباشت نقدینگی و معاملات دلالی در بازارهای دارایی، ۴. هرچند سازمان بورس با قوانینی مثل لغو خرید و فروش‌های روزانه در بازار به جان نقدشوندگی بازار افتاده، اما بازار سهام در وضعیت فعلی به افزایش نقدینگی از مکانیسم‌هایی مثل حذف دامنه‌نوسانات نیازمند است. همچنین می‌توان برای جلوگیری از سوءاستفاده برخی ارفش کل بازار سهام ژاپن بود و سرمایه‌گذاران خارجی خودسوم گردش مالی بازار سهام ژاپن را تشکیل می‌دادند. در نتیجه خروج سرمایه‌گذاران خارجی از بازار سهام و تغییرات سرمایه‌ای بین‌المللی، بورس سهام ژاپن کاملاً تحت‌تأثیر قرار گرفت به‌طوری که شاخص سهام نیکی که در اواسط سال ۲۰۰۷ میلادی بیش از ۱۸ هزار واحد بود به حدود ۷ هزار واحد در ماه مارس سال ۲۰۰۹ میلادی سقوط کرد و به این ترتیب بورس سهام ژاپن در مدت ۲۰ ماه نزدیک به ۶۱ درصد کاهش یافت. بانک مرکزی ژاپن در سپتامبر سال ۲۰۰۸ میلادی برای توسعه بازارهای مالی واکنش نشان داد و به‌عنوان بخشی از واکنش جهانی، محرک‌های پولی وسیعی را برای مهار بحران ارائه کرد. همچنین بانک مرکزی ژاپن در چندین مرحله، چارچوب سیاست‌های پولی خود را نیز تعدیل کرد.

هدف از این اقدامات اطمینان از ثبات در بازارهای مالی و تسهیل تأمین مالی شرکتی بود. بلافاصله پس از ورشکستگی شرکت لیمن برادرز، بانک مرکزی ژاپن، به‌منظور اطمینان از ثبات بازار مالی، با بانک فدرال رزرو آمریکا توافقنامه نقدینگی ارزی دو جانبه یا امکان معاوضه امضا کرد این توافق اجازه می‌داد بانک مرکزی ژاپن با وثیقه قرار دادن دارایی‌های داخلی خود، از بانک فدرال رزرو آمریکا دلار قرض بگیرد و آن را به مؤسسات مالی داخلی قرض دهد. این اولین بار بود که بانک مرکزی ژاپن از دارایی‌های داخلی به‌عنوان وثیقه برای دریافت اعتبارات دلار آمریکا استفاده می‌کرد. علاوه‌بر این بانک مرکزی ژاپن به‌منظور بهبود ثبات بازار سهام و ارزیابی تحولات بازار، در ۱۴ اکتبر سال ۲۰۰۸ میلادی تصمیم گرفت فروش سهام خریداری شده از مؤسسات مالی در بورس اوراق بهادار را به‌حالت تعلیق درآورد و در ۳ فوریه سال ۲۰۰۹ میلادی، بانک مرکزی ژاپن تصمیم به‌از سرگیری خرید سهام خریداری شده توسط مؤسسات مالی کرد. در نهایت ژاپن به‌دلیل ساختار سرمایه‌ای مناسب تا مدتی از بحران مالی نسبتاً مصون ماند ولی در نهایت با گسترش بحران، تدابیر و اقدامات بیشتری از سوی مقامات اقتصادی ژاپن برای تقویت نهاد‌های مالی و جلوگیری از ورشکستگی احتمالی انجام گرفت. در نتیجه این اقدامات بود که روند نزولی شاخص‌های بازار سهام ژاپن متوقف شده و پس از طی مدتی کوتاه، مجدداً به مدار رشد بازگشت.

## ۵ «باید» دولت برای جلوگیری از ضرر سهامداران

دولت نمی‌تواند خودش یا مردم را گول بزند، چراکه مساله در عین پیچیدگی، ساده نیز هست. بورس پس از رشد معقولی که درحد تورم و بازده دیگر دارایی‌ها داشته، نخواهد توانست به‌صورت مستمر و در خلاف جهت پارامترهای اقتصادی رشد کند و به اتفاق همه مردم را بر اساس وعده‌های رئیس‌جمهور سوار بر بنز و پورشه کند. دلیل آن نیز ساده است. همه اقتصادها در اصطلاح «بازی جمع صفری» هستند که نمی‌توان با خرید و فروش در یک قسمتی از آن (مثل

بازار سهام) برای همه مردم «قدرت خرید» یا «سود واقعی» ایجاد کرد، چراکه درنهایت آن قدرت خرید یا سود یا با تورم یا با ریزش قیمتی (مثل بازار سهام) از بین خواهد رفت. دیدن صحنه‌هایی مثل تجمع زیان‌دیدگان افت بازار سهام در جلوی مجلس شورای اسلامی هرچند خلوت و موقتی به‌نظر می‌آید، اما چیزی از آثار منفی این واقعه کم نمی‌کند. در واقع اهمیت نگاه جامعه به بازار بورس بسی فراتر از منافع کوتاه‌مدت اقتصادی خواهد بود. به‌عنوان مثال، برخی از فعالان سابق بازار سهام در سال‌های دورتر (احتمالاً ۹۲ و ۹۷) هریک به‌نحوی بخشی از سرمایه خود در بورس را از دست داده‌اند. این افراد نه‌تنها هیچ‌گاه تمایلی به بازگشت به بازار سهام نداشته، بلکه هریک افراد دیگری را نیز سفارش به عدم سرمایه‌گذاری در آن می‌کنند. به‌طور کلی برای جلوگیری از ادامه وضعیت فعلی و برخورد منطقی با بازار، دولت باید موارد زیر را درنظر داشته باشد: ۱.

قطع حمایت‌های تصنعی از بازار و تکرار نشدن سیگنال‌هایی ازسوی مقامات مانند؛ «همه بازارها ریسک دارند» و «مردم پول هایشان را به بازار بورس بسپارند». این گونه حمایت‌ها که به‌طور قطع ازطریق مداخلات مستقیمی مانند برداشت از صندوق توسعه ملی، تقویت شرکت‌های حقوقی برای خرید سهام و وام‌دهی به شرکت‌های بانکی برای خرید سهام انجام می‌شود، نهایتاً تاثیری موقتی داشته که با تخلیه تورمی در همه اقتصاد روبه‌رو خواهد بود، ۲. قطع قیمت‌گذاری کالاهایی مثل خودرو، فولاد و سیمان و... (مانند تفاوت قیمت خودرو در کارخانه و بازار) که به‌وضوح به محلی برای ایجاد رانت و سود برای عده‌ای خاص تبدیل شده است. عدم قیمت‌گذاری این کالاها منجر به کشف قیمت واقعی آنها در بازار خواهد شد و ظرف مدت کوتاهی قیمت سهام شرکت‌های تولیدکننده و مربوطه به این کالاها را به قیمت واقعی نزدیک خواهد کرد، ۳. استفاده از ابزارهای پولی، مالی و مالیاتی (به‌جای مداخله) برای کنترل انتظارات تورمی، انباشت نقدینگی و معاملات دلالی در بازارهای دارایی، ۴. هرچند سازمان بورس با قوانینی مثل لغو خرید و فروش‌های روزانه در بازار به جان نقدشوندگی بازار افتاده، اما بازار سهام در وضعیت فعلی به افزایش نقدینگی از مکانیسم‌هایی مثل حذف دامنه‌نوسانات نیازمند است. همچنین می‌توان برای جلوگیری از سوءاستفاده برخی ارفش کل بازار سهام ژاپن بود و سرمایه‌گذاران خارجی خودسوم گردش مالی بازار سهام ژاپن را تشکیل می‌دادند. در نتیجه خروج سرمایه‌گذاران خارجی از بازار سهام و تغییرات سرمایه‌ای بین‌المللی، بورس سهام ژاپن کاملاً تحت‌تأثیر قرار گرفت به‌طوری که شاخص سهام نیکی که در اواسط سال ۲۰۰۷ میلادی بیش از ۱۸ هزار واحد بود به حدود ۷ هزار واحد در ماه مارس سال ۲۰۰۹ میلادی سقوط کرد و به این ترتیب بورس سهام ژاپن در مدت ۲۰ ماه نزدیک به ۶۱ درصد کاهش یافت. بانک مرکزی ژاپن در سپتامبر سال ۲۰۰۸ میلادی برای توسعه بازارهای مالی واکنش نشان داد و به‌عنوان بخشی از واکنش جهانی، محرک‌های پولی وسیعی را برای مهار بحران ارائه کرد. همچنین بانک مرکزی ژاپن در چندین مرحله، چارچوب سیاست‌های پولی خود را نیز تعدیل کرد.

هدف از این اقدامات اطمینان از ثبات در بازارهای مالی و تسهیل تأمین مالی شرکتی بود. بلافاصله پس از ورشکستگی شرکت لیمن برادرز، بانک مرکزی ژاپن، به‌منظور اطمینان از ثبات بازار مالی، با بانک فدرال رزرو آمریکا توافقنامه نقدینگی ارزی دو جانبه یا امکان معاوضه امضا کرد این توافق اجازه می‌داد بانک مرکزی ژاپن با وثیقه قرار دادن دارایی‌های داخلی خود، از بانک فدرال رزرو آمریکا دلار قرض بگیرد و آن را به مؤسسات مالی داخلی قرض دهد. این اولین بار بود که بانک مرکزی ژاپن از دارایی‌های داخلی به‌عنوان وثیقه برای دریافت اعتبارات دلار آمریکا استفاده می‌کرد. علاوه‌بر این بانک مرکزی ژاپن به‌منظور بهبود ثبات بازار سهام و ارزیابی تحولات بازار، در ۱۴ اکتبر سال ۲۰۰۸ میلادی تصمیم گرفت فروش سهام خریداری شده از مؤسسات مالی در بورس اوراق بهادار را به‌حالت تعلیق درآورد و در ۳ فوریه سال ۲۰۰۹ میلادی، بانک مرکزی ژاپن تصمیم به‌از سرگیری خرید سهام خریداری شده توسط مؤسسات مالی کرد. در نهایت ژاپن به‌دلیل ساختار سرمایه‌ای مناسب تا مدتی از بحران مالی نسبتاً مصون ماند ولی در نهایت با گسترش بحران، تدابیر و اقدامات بیشتری از سوی مقامات اقتصادی ژاپن برای تقویت نهاد‌های مالی و جلوگیری از ورشکستگی احتمالی انجام گرفت. در نتیجه این اقدامات بود که روند نزولی شاخص‌های بازار سهام ژاپن متوقف شده و پس از طی مدتی کوتاه، مجدداً به مدار رشد بازگشت.

## ۵ «باید» دولت برای جلوگیری از ضرر سهامداران

دولت نمی‌تواند خودش یا مردم را گول بزند، چراکه مساله در عین پیچیدگی، ساده نیز هست. بورس پس از رشد معقولی که درحد تورم و بازده دیگر دارایی‌ها داشته، نخواهد توانست به‌صورت مستمر و در خلاف جهت پارامترهای اقتصادی رشد کند و به اتفاق همه مردم را بر اساس وعده‌های رئیس‌جمهور سوار بر بنز و پورشه کند. دلیل آن نیز ساده است. همه اقتصادها در اصطلاح «بازی جمع صفری» هستند که نمی‌توان با خرید و فروش در یک قسمتی از آن (مثل</