

08.00.10 Молия, муомилоти пул ва қарз  
08.00.10 Финансы, денежное обращение и кредит  
08.00.10 Finance, money circulation and credit

УДК 330.1  
ББК 65.9(5Т)  
М20

**«ҲУБОБҲОИ МОЛИЯВӢ»: САБАБҲО,  
ШАКЛҲО, ОҚИБАТҲО**

*Мамадов Сайидмуродхон Валиевич - номзади илмҳои иқтисодӣ, дотсент, мудири кафедраи молия ва андозаи МДТ «ДДХ ба номи академик Б.Гафуров» (Ҷумҳурии Тоҷикистон, ш. Хуҷанд), e-mail: [mamadov-sv@mail.ru](mailto:mamadov-sv@mail.ru)*

**«ФИНАНСОВЫЕ ПУЗЫРИ»: ПРИЧИНЫ,  
ФОРМЫ, ПОСЛЕДСТВИЯ**

*Мамадов Сайидмуродхон Валиевич - кандидат экономических наук, доцент, заведующий кафедрой финансы и налоги ХГУ имени академика Б.Гафурова (Республика Таджикистан, г. Худжанд), e-mail: [mamadov-sv@mail.ru](mailto:mamadov-sv@mail.ru)*

**"FINANCIAL BUBBLES": CAUSES,  
FORMS, CONSEQUENCES**

*Mamadov Sayidmurodkhon Valievich - PhD in Economic Sciences, Assoc.Prof., Head of Finance and Tax Department under Khujand State University named after academician B.G.Gafurov (Tajikistan Republic, Khujand), e-mail: [mamadov-sv@mail.ru](mailto:mamadov-sv@mail.ru)*

**Вожаҳои калидӣ:** ҳубоби молиявӣ, ҳубоби тахминӣ, ҳубобҳои раціоналӣ, ҳубобҳои комиссияӣ, ҳубобҳои дохилӣ, бӯҳрони иқтисодӣ.

*Дар замони мо назарияи ба таври умум эътирофшудаи пайдоиши ҳубобҳои молиявӣ вучуд надорад. Яке аз сабабҳои эҳтимолии ҳубобӣ ин пардохтпазирии аз ҳад зиёди пулӣ дар низоми молиявӣ мебошад, ки боиси стандартҳои нокифояи қарздиҳии бонкӣ барои бонкҳо, бозорҳои дороиҳо мегардад, ки баъдан ба гиперинфлятсияи ноустувор, ки дар натиҷаи фишангҳои кӯтоҳмуддати спекулятсионии молиявӣ ба вучуд омадааст, осебпазир мешаванд. Вақте ки меъёрҳои фоизӣ паст мешаванд, сармоягузoron майл надоранд, ки сармояи худро дар суратҳисобҳои пасандоз нигоҳдоранд. Ба ҷойи ин, сармоягузoron мекӯшанд, ки фишангҳоро истифода баранд ва ба дороиҳои молиявӣ, аз қабилӣ сахмияҳо ва амволи гайриманқул сармоягузорӣ кунанд.*

**Ключевые слова:** финансовый пузырь, спекулятивный пузырь, рациональный пузырь, комиссионный пузырь, внутренний пузырь, экономический кризис.

*Общепринятой теории возникновения финансовых пузырей в наше время нет. Одной из возможных причин возникновения пузырей является чрезмерная денежная ликвидность в финансовой системе, вызывающая ненадлежащие стандарты банковского кредитования банков, рынки активов, которые затем становятся уязвимыми для волатильной гиперинфляции, которая вызывается краткосрочными спекулятивными финансовыми рычагами. Когда процентные ставки падают, инвесторы, как правило, не хотят хранить свой капитал на сберегательных счетах. Вместо этого, инвесторы стремятся использовать финансовый рычаг за счет заемных средств и инвестировать капитал в финансовые активы, такие как акции и недвижимость.*

**Key words:** financial bubble, speculative bubble, rational bubble, commission bubble, inner bubble, economic crisis.

*There is no generally accepted theory of the emergence of financial bubbles in our time. One of the possible causes of bubbles is excessive monetary liquidity in the financial system, causing inadequate bank lending standards for banks, asset markets, which then become vulnerable to volatile hyperinflation caused*

*by short-term speculative financial leverage. When interest rates fall, investors tend to be reluctant to keep their capital in savings accounts. Instead, investors seek to leverage leverage and invest in financial assets such as stocks and real estate.*

Аввалин хубобҳои молиявӣ дар Нидерландия дар соли 1636 ба вуқӯъ пайваст ва ба тичорати тухмиҳои лола, бахусус тухмиҳои нодир пахн шуд. Гулпарварони бомуваффақият даромади калон гирифтанд. Барои ба даст овардани ғоидаи зиёд хона, замин, ҷавохирот, хайвонҳои худро ба гарав мегузоштанд ва инчунин ба қарз пул мегирфтанд.

Сармоягузорӣ аз он сабаб осон гардид, ки маблағгузорони ҳолландӣ ба таври васеъ истифода бурдани абзорҳои молиявӣ нав, яъне, «опсионҳо» - ҳуқуқи анҷом додани амалиёт дар муддати муайян бо нархи пешакӣ оғоз карданд.

Баландшавии нархи тухмиҳои қиматбаҳо чунон шиддат гирифт, ки дар соли 1636 арзиши як лола ба арзиши як хонаи хурд баробар шуд. Бо вучуди ин, пешниҳод зуд аз талабот зиёд шуд, дар соли 1637 нархи лола зуд паст шуд, шумораи зиёди сармоягузорони бадбахт бе молу мулк ва қарздор монданд. Опсионҳо дар ин ҷо нақши манфӣ бозиданд - истифодаи васеи онҳо танҳо бӯҳронро шадидтар кард. Бисёре аз сармоягузoron хариди худро танҳо ба тахминҳо ва ваъдаҳои фӯрӯшандагон асос кардаанд - ин як аломати асосии ҳама гуна хубобҳои молиявӣ дар иқтисодиёт маҳсуб меёбад. Мисоли навбатии хубобҳои молиявӣ нархи саҳмияҳои «Ширкати баҳрҳои ҷанубӣ» дар соли 1720 мебошад.

Дар давраи таъсисёбии он тартиби зерин ба қор бурда шуд: дорандагони вомбаргҳои давлатӣ бар ивази он ба маблағи қариб 9 млн. фунт стерлинг саҳмияҳои «Ширкати баҳрҳои ҷанубӣ»-ро соҳиб шуданд. Бо санади парламент ба «Ширкати баҳрҳои ҷанубӣ» ҳуқуқи мутлақи савдо бо Америкаи Ҷанубӣ ва Америкаи Марказӣ дода шуд. «Ширкати баҳрҳои ҷанубӣ» эълон намуд, ки омода аст қариб ҳамаи қарзи давлатиро бар ивази саҳмияҳои худ дар бозори қоғазҳои қиматнок бо нархи зерин мубодила намояд (саҳмияи ширкат бо арзиши 100 фунт стерлинг бо нархи 125—130 фунт ва вомбаргҳои давлатӣ бо нархи 100 фунт стерлинг мубодила мегардид).

Баъди пахн шудани овоза, ки порлумон дар бораи иваз кардани вомбаргҳои давлатӣ ба саҳмияҳои ширкати мазкур қонун қабул мекунад, қурби он хеле афзоиш ёфт. Раёсати ширкат эмиссияи навро бо арзиши 300 фунт барои як саҳмия эълон кард. Ба ҷои як миллион ба маблағи ду миллион фунт стерлинг саҳмияҳои ширкат фӯрӯхта шуд, дере нагузашта як саҳмияи ширкат бо нархи 400 фунт стерлинг ба фӯрӯш бароварда шуд. Ҳирси девонавори сарватмандӣ мардумро фаро гирифт. Минбаъд, баландшавии қурби саҳмия давом ёфта, тобистони соли 1720 ба 900 фунт ва моҳи август саҳмия 1000 фунт арзиш дошт. «Хубоби молиявӣ» ба ҳадди ниҳой расид. «Ширкати баҳрҳои ҷанубӣ» то давраи мазкур дар низоми молиявӣ мамлакат чунон нуфуз пайдо кард, ки тибқи шартномаи тарафайн, Бонки Англия барои ба ширкати мазкур расонидани кӯмаки бегаразонаи молиявӣ ўҳдадор шуда буд. Бонки Англия вомбаргҳои 5%-ӣ ба маблағи 3 миллион фунт стерлинг интишор намуда, ба «Ширкати баҳрҳои ҷанубӣ» ба мўҳлати як сол қарз дод. Дар оғоз амали зерин муваффақият дошт, аммо дар як мўҳлати кӯтоҳ интишори вомбаргҳо қатъ гашт.

Ин ҳодиса ҷомеаро чунон ба ҳарос овард, ки одамон на танҳо ба фӯрӯши саҳмияҳо, балки барои бозхонди пасандозҳои хеш аз Бонки Англия шитофтанд. Дар натиҷа, нархи аксияҳо 8 маротиба арзон шуда ба 130—135 фунт стерлинг баробар шуд. Баъдан Бонки Англия аз иҷрои ўҳдадорихои худ дар асоси шартнома даст кашид ва нархи аксия боз қоҳиш ёфт. Қоҳиши арзиши саҳмияҳои ширкат, пардохти қарзҳо дар назди бонкҳо аз ҷониби қарздорон имконнопазир намуд.

Оқибатҳои он на танҳо ба паст шудани арзиши саҳмияҳои як ширкати калонтарин ва бонуфуз, балки ба бӯҳрони қарзӣ оварда, ба тамоми иқтисодиёти мамлакат зарба зад.

Таҷрибаи талхи «хубобҳои молиявӣ» «Ширкати баҳрҳои ҷанубӣ» боиси таҳияи қонунгузорӣ гардид, ки қоидаҳои муносибатҳои пулӣ-қарзиро ба танзим дароварда, эътимоди мизочонро ба ташкилотҳои қарзӣ ва ҷамъиятҳои саҳномӣ қавӣ гардонад. Аз ҷумла, моҳи июни соли 1720 қонун қабул гардид, ки бо ном «Санад дар бораи хубобҳо» (Bubble Act) шўҳрат ёфт.

Дар оғози асри XVIII аз иштибоҳи қорҷалонони тахмингаро на танҳо Британия Кабир зарар ёфт. Пас аз вафоти Людовиқи XIV дар натиҷаи ҷангҳои тўлонӣ иқтисодиёти Фаронса пурра хароб гашта буд. Хазинадор барои сикказании тангаҳои нав ҳатто тилло надошт. Иқтисоддони ҳукумати Фаронса Ҷон Ло пешниҳод намуд, ки бояд бонке таъсис дода шавад, ки ҷопи пулҳои қоғазиро ба роҳ монад. Давлат он қадар пул ҷоп кард, ки он аз сарвати Фаронса панҷ маротиба зиёд гашт.

Барои ҳалли мушкилот ва наҷот додани иқтисодиёт аз бӯҳрон, Чон Ло эълон дошт, ки колонияи нави Фаронса – музофоти Луизиана аз тилло хеле бой аст ва барои сармоягузoron имкониятҳои хуб фароҳам меорад. Чон Ло умед дошт, ки чунин сармоягузорӣ ба ҳукумат дар беҳбудии вазъи молиявӣ ва ҳалли мушкилот бо пулҳои қоғазини бефоида кӯмак мерасонад.

Соли 1720 вақте, ки кӯҳҳои ваъдашудаи тилло дар Луизиана пайдо нашуданд, ҳубоб «кафид» ва саҳмияҳои сармоягузор беқурб шуданд. Бо таҳлука бозхонди пасандозҳои бонкӣ пули Чон Ло-ро беқурб намуд ва таварруми харобиовар ба иқтисодиёти Фаронса зарбаи сахт зад.

Дар Иёлоти Муттаҳидаи Амрико, яке аз аввалин ва машҳуртарин нақшаҳои қаллобӣ дар солҳои 1920 аз ҷониби Чарлз Понси таҳия ва амалӣ гардид. Дар ҳоле, ки меъёри қарз тақрибан 5% қарор дошт, Понси ба сармоягузoronи худ 60% дар як сол ваъда меод. Ҳамин тавр, ӯ тавонист дар як муддати нисбатан кӯтоҳ тақрибан 8 миллион доллар ҷамъоварӣ ва беш аз ҳазор нафарро ба нақшаи қаллобиаш ҷалб намояд. Муттасифона, маблағҳои сармоягузoron аз ҷониби қаллобон ба яғмо бурда шуд.

Воқеаҳои муҳиме, ки дар бозори қоғазҳои қиматнок ва дар муассисаҳои молиявии корпоративӣ ба вуқӯъ пайваст, бӯҳрони соли 1929-ро бевосита замина гузоштанд.

Дар нимаи дууми солҳои 20-ум асри XX нархи саҳмияҳо хеле баланд шуданд, даромади аҳоли ва истеҳсолот афзоиш ёфт, бекорӣ кам шуд. Аз соли 1927 то январи соли 1929, индекси нархҳои саҳмияҳо ду баробар афзоиш ёфт ва то тирамоҳи соли 1929 бар замми он 20% қимат гашт. Дар охири солҳои 1920 саҳмияе, ки брокерҳо ба мизочони худ қарз меоданд, ба 90% арзиши умумӣ расид, яъне харидор танҳо 10% арзиши қоғазҳои қиматнокро бо пули нақд пардохт менамуд.

Чунин нақша ба ҳарисон фоидаи калон овард. Брокерҳо барои қарз додан ба мизочони худ сармояи кофӣ надоштанд, аз бонкҳои гуногун бо ғарави ҳамон қоғазҳои қиматнок, ки воқеан ба мизочонашон тааллуқ дошт, қарз мегирифтанд. Даромаднокии баланди қарзҳои брокерӣ ба бозор на танҳо бонкҳои амрикоӣ, балки қарздиҳандагони хориҷиро низ ҷалб кард. То он даме, ки нархи саҳмияҳо боло мерафт, ҳама фоидаи калон ба даст меоварданд ва ҳатто фикр намекарданд, ки нархи саҳмияҳо абадан боло рафта наметавонанд. Афзоиши беназорати трестҳои инвеститсионӣ ҳамчун муҳаррик ба фаъолияти биржа суръат мебахшид. Трестҳо аз сармоягузoronи хурд тавассути барориши қоғазҳои қиматноки худ пул ҷамъоварӣ мекарданд.

Нақшаи зеринро тасаввур мекунем: як ширкати инвеститсионӣ қоғазҳои қиматноки худро ба маблағи 300 млн. доллари ИМА бо таносуби зерин мебарорад: 2/3 ҳиссаи маблағро вомбаргҳо (қоғазҳои қиматнок бо фоизи муқарраршуда) ташкил медиҳанд ва 1/3 ҳиссаи он бевосита саҳмияҳо мебошанд. Тамоми маблағ ба сандуки сармоягузории ширкатҳои саноатӣ маблағгузорӣ карда мешавад. Фарз мекунем, ки нархи бозоргирии сандуқ ду маротиба боло рафт ва арзиши он дигар на 300 млн. доллар, балки 600 млн. долларро ташкил дод. Азбаски нархи сандуқ ду баробар афзоиш ёбад, мутаносибан нархи қоғазҳои қиматноки ширкати сармоягузорӣ ду маротиба боло меравад. Аммо аз рӯи вомбаргҳо маблағи мутлақ бо фоизи муқарраршуда дода мешуд, ки маънои онро дошт, ки нархи вомбаргҳо тағйир наёфтаанд.

Қариб ҳамаи фоида аз саҳмияҳо, ки аз ҷониби ширкати сармоягузорӣ баровардашуда буд, ба даст меомаданд. Ҳамин тариқ, ин саҳмияҳо на 100 млн. доллар (1/3 арзиши умумӣ), балки тақрибан 400 млн. доллар арзиш пайдо мекарданд, яъне, зимни принсипи фишанг қариб чор маротиба афзоиш меёфт.

Фарз мекунем, ки саҳмияҳои ширкати сармоягузории дар боло зикршуда ба як ширкати сармоягузории дорoi сохтори сармояи он комилан якхела тааллуқ доранд (1/3 саҳмияҳо, 2/3 вомбаргҳо), аз ин бармеояд, ки саҳмияҳои ширкати дуум дорoi фишанги дукарата мешаванд ва он тақрибан ҳашт маротиба афзун мегардад. Шахсоне, ки ширкати мазкурро роҳбарӣ мекунанд, воқеан фоидаи калон ба даст меоранд. Аз ин лиҳоз, дар марҳилаи зикршуда силсила-занҷири чунин трестҳои инвеститсионӣ бо нақшаҳои мураккаби ҳамкориҳои мутақобила таъсис ёфтанд.

Саҳмияҳои ширкатҳои истеҳсолӣ, ки инъикоскунандаи сармояи воқеӣ маҳсубанд, афзоиши сармояи қалбакӣ ва қоғазиро дарбар мегирифтанд, ки воқеан арзиш надоштанд. Тасаввур кунед, ки нархҳои саҳмияҳои корхонаҳои саноатӣ ба коҳиши шадид дучор мешаванд. Дар ин ҳолат, саҳмияҳои ширкатҳои сармоягузор, ки дар ин силсила-занҷир иштирок мекунанд, ҳамон қадар беқурб мешаванд, ки қаблан афзоиш ёфта буданд.

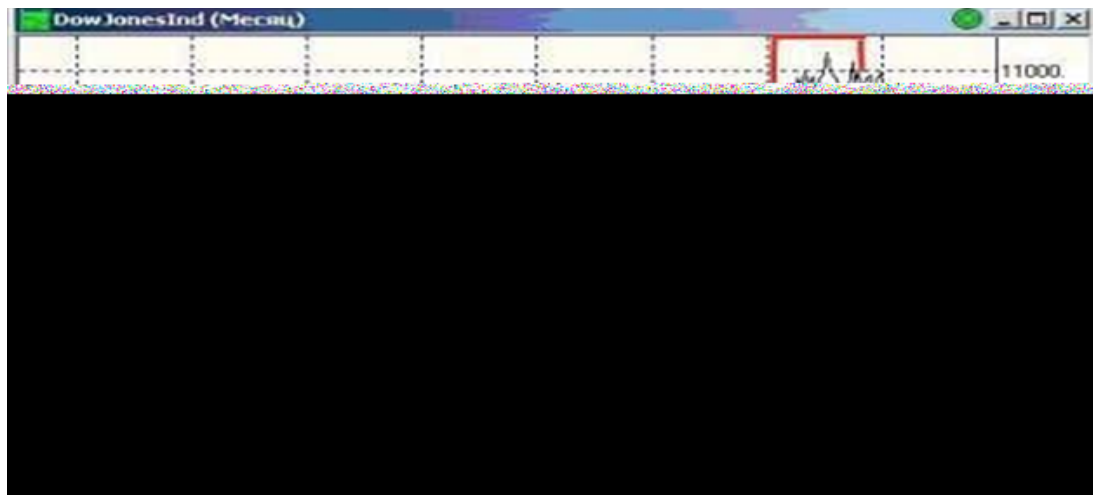
Агар нархи саҳмияҳои ширкатҳо бештар на аз ҳисоби истеҳсоли воқеӣ, на аз ҳисоби афзоиши иқтисодии воқеӣ, на аз ҳисоби рушди соҳаҳо ва ғайра таъмин карда шавад, пас ин танҳо ҳубобӣ буда, шикаст ё ба ибораи дигар «кафидани» он ногузир аст.

Намунаи классикии пошхӯрии «иктисодиёти хубобӣ» - иктисодиёти Чопон, ки солҳои 90-ум бо мушкilotи чиддии марбут ба пошхӯрии бозори саҳҳомӣ ва бозори амволи ғайриманқул ба вуқӯъ пайваст, маҳсуб меёбад.

Маъмул аст, ки оғози бӯҳрон зимни шукуфой ва осоиштагии давраи гузашта ибтидо мегирад.

Нимаи дуоми солҳои 1980-уми асри ХХ барои Чопон бо афзоиши босуръати арзиши бозоргири дороиҳо сабт гардид.

Индекси Доу Чонс

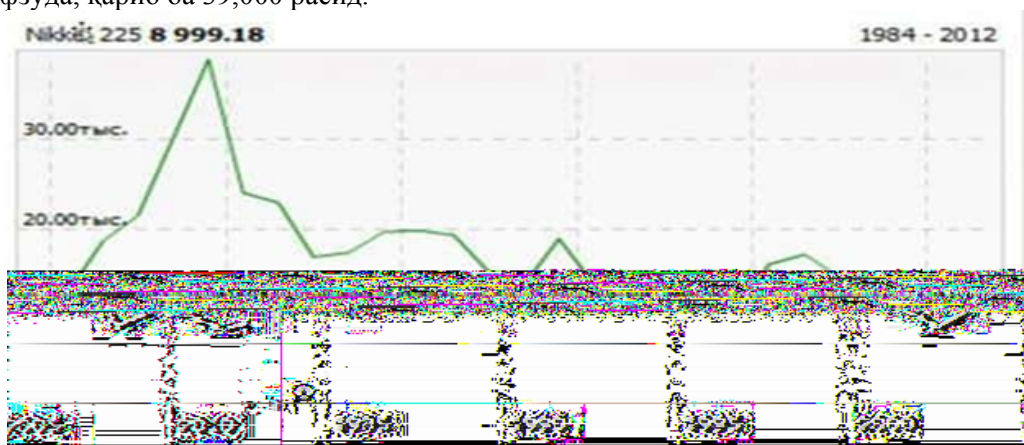


Афзоиши арзиши саҳҳмияҳо ва нархи замин асосан тахминӣ буда, бо омилҳои зерин ба вуҷуд омад:

Якум, ҳаҷми пасандозҳо ва андӯшти аҳоли тадриҷан афзоиш гашта буд. Оилаҳои Чопон ба ҳисоби миёна тақрибан 30 %-и даромади солонии худро пасандоз менамуданд. Сатҳи баланди пасандозҳо, зимни талаботи маҳдуди истеъмолӣ ташаккули сармоияи изофаи доимӣ ба вуҷуд овард.

Дуум, қомебиҳои иктисодиёти Чопон дар бозорҳои беруна нақши худро бозиданд. Аз оғози солҳои 1980-уми асри ХХ, Чопон мунтазам тавозуни фаъоли ҳисоби қорӣ дошт. Сармоияи воридшаванда дар Чопон пардохтпазирии зиёдатино ба вуҷуд овард, ки аз ӯҳдаи азхудкунии он ҳукумати кишвар набаромад.

Афзоиши тӯлонии содирот ва андӯхтҳои шаҳрвандон, боиси зиёд шудани пасандозҳо дар бонкҳои Чопон гардид. Дороиҳои пардохтпазири бонкҳо на барои қарздиҳӣ ба истеҳсолот, балки ба муомилот бо саҳҳмияҳо ва амволи ғайриманқул сармоиягузорӣ қарда мешуданд. Фоизҳои паст ва интизориҳои беасос дар бобати идомаи афзоиши иктисодиёти Чопон конъюнктураро дар сатҳи муайян нигоҳ медошт. Дар натиҷа, индекси Nikkei дар давоми панҷ сол (1984-1989) бештар аз қор баробар афзуда, қариб ба 39,000 расид.

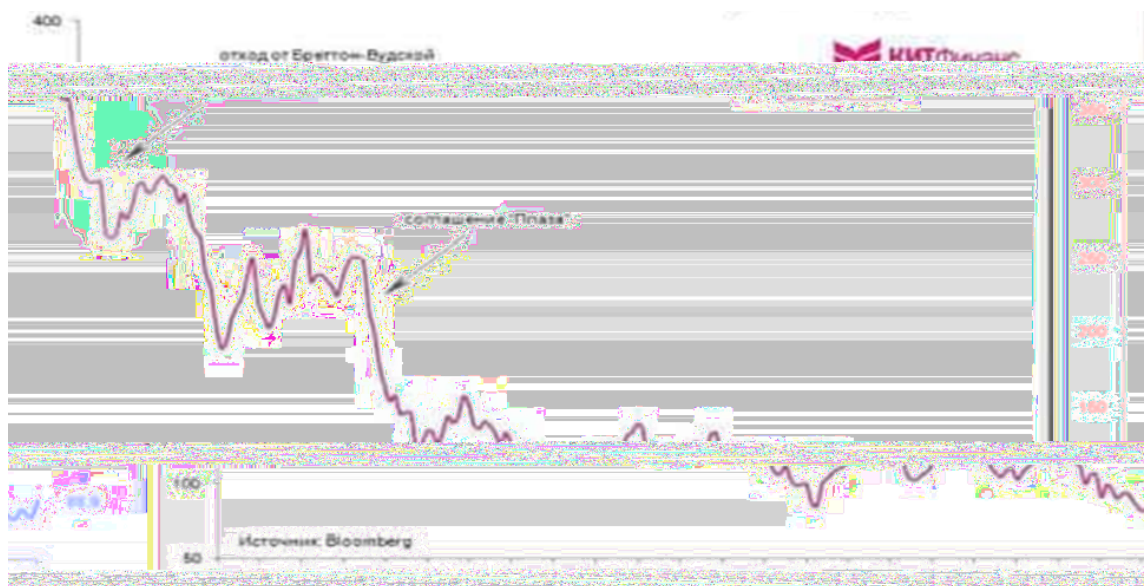


Арзиши замин дар Чопон дар солҳои 1980 ду маротиба боло рафт. Дар остонаи соли 1990 хубоб «кафид». Бӯҳронро афзоиши фоизҳои Бонки Чопон оғоз бахшид, аммо таназзул ногузир буд.

Солҳои 1990-1994 нархи бозори дороиҳои молиявии кишвар беш аз 1000 трлн. иен арзон шуд, ки 2-сола Маҷмӯи маҳсулоти дохилаи Чопонро ташкил медод. Индекси Nikkei дар соли 1992 то



14,000 коҳиш ёфт. Иқтисодиёти Чопон ба давраи рукуди тӯлонӣ ворид шуд, ки бо оқибатҳои он то имрӯз мубориза бурда истодааст.



Аввал, ширкатҳое, ки ба спекулятсияи молиявӣ машғул буданд, шикаст хӯрданд, сипас риэлторҳои бонуфуз, ки барои ширкатҳои сохтмонӣ бо қарзи бонкӣ қитъаҳои замин мехариданд, зарар دیدанд. Тақрибан ду маротиба паст шудани нархи замин ва қоғазҳои қиматнок боиси афзудани қарзҳои бестимод дар суратҳисобҳои бонкҳои Чопон гардид. Ин, дар навбати худ, боиси кам шудани сармоягузорӣ ва барҳамхӯрии ташкилотҳои молиявӣ гардид. Таназули иқтисодӣ зимни коҳиши нархи саҳмияҳо, замин ва молу мулки ғайриманқул ба заифии бонкҳо вузъат бахшид.

Дар миёнаҳои солҳои 90-ум якҷанд бонкҳои калони бонуфуз муфлис эълон шуданд. Дефлятсия ба иқтисодиёти Чопон муаммои ҷиддӣ ба миён овард. Сабаби асосии он салдои мусбии мувозинати савдои Чопон гардид, яъне дар марҳилаи мазкур Чопон нисбати воридот бештар содирот мекард. Дар натиҷаи мувозинати мусбии тичоратӣ, қурби иена мунтазам афзуда, мавқеи худро мустаҳкам гардонид. Дар шароити дефлятсияи нархҳо талаботи дохила тадриҷан кам гардид. Дефлятсия ва бӯҳрон дар бозори молиявӣ ба таназули истеҳсолот оварда расонид.

Иқтисодиёти Чопон, ки бо намунаи рушди ҳайратовар дар таърихи муосир нақш баста буд, ба рукуди овард: афзоиши миёнаи солони дар солҳои 90-ум ва оғози асри XXI тақрибан 1,5 фоизро ташкил мекард. Аввалин афзоиши арзиши замин дар Чопон пас аз бӯҳрон танҳо дар соли 2005 ба қайд гирифта шуд - замин дар Токио ҳамагӣ 1% боло рафт.

Хубобҳои иқтисодӣ замоне ба вучуд меоянд, ки дар муомилот пули аз ҳад зиёд мавҷуда дороиҳои хеле камро таъмин намояд. Ҳолати мазкур боиси он мегардад, ки ҳам дороиҳои бозоргир, ҳам дороиҳои пардохтпазир арзиши аслии худро гум мекунанд ва баҳодиҳии онҳо аз ҳад зиёд сурат мегирад.

Вақте ки хубоб «мекафад», бонки танзимгар (бонки марказӣ) маҷбур мешавад, ки сиёсати пулиро қарзиро тағйир дода, пардохтпазирро дар низомии молиявӣ коҳиш диҳад, то хатари фурӯрагии асъори худро ба эътидол орад.

Дар ҳоле, ки бонки танзимгар меъёрҳои фоизро баланд мекунанд, сармоягузoron баҳри пешгирӣ ва кам кардани хавфҳо, аз ҷалби сармояи қарзии аз ҳад зиёд худдорӣ мекунанд. Ба ақидаи як зумра коршиносон, пайдоиши хубобҳо фосилаи таваррум буда, сабабҳои таваррум ва пайдоиши хубобҳо як реша дорад. Ба андешаи дигар коршиносон, «нархҳои фундаменталӣ» барои дороиҳо вучуд доранд. Мӯҳтавои хубобҳо – ин фарқияти манфӣ мобайни «нархҳои фундаменталӣ» ва нархҳои воқеӣ, ки дар бозор тавассути тахмин ва ғайривоқеӣ аз ҷониби корчалонҳо пешниҳод мегардад. Дар интиҳо, баъди пош хӯрдани хубоб нархҳо бояд ба он «нархҳои фундаменталӣ» ё нархҳои воқеӣ баргарданд.

Ба ақидаи онҳо, хубобҳои молиявӣ маҳсули ногузирӣ арзёбии ғайримантиқии дороиҳо буда, омилҳои «нархҳои фундаменталӣ»-ро дарбар намегирад.

Зимни назарияи хубобҳои бетартиб, хубобҳои молиявӣ дар ҳамбастагии якҷанд омилҳои иқтисодӣ ва ҳолати вазнини қабл аз бӯҳрони бозор ба вучуд меоянд.

Ғайр аз он, назарияи «аҳмақи калон» вучуд дорад. Назарияи мазкур шарҳ медиҳад, ки афзоиши хубоб бо рафтори иштирокчиёни ҳамеша хушбинии бозор (аҳмақон) вобастагӣ дорад. Дороиҳои аз ҳад

гаронарзишро харидорӣ карда, умедворанд онҳоро ба дигар иштирокчиёни ҳарис (аҳмакони калон) бо нархи баландтар фурӯшанд.

Хубобҳо дар ҳоле меафзоянд, ки як зумра «аҳмақон» гурӯҳи дигари «аҳмақон»-ро пайдо карда, дороиҳои аз ҳад зиёд қиматшударо ба онҳо бозфурӯшанд. Иштирокчӣ, ки қимати баландтаринро пардохт карда дигар касеро намеёбад, ки онро фурӯшад, «аҳмақи калон» меноманд. Ба ақидаи мактаби австриягии иқтисодӣ, омезиши сатҳи баланди таваррум ва мизони пасти фоизҳо барои афзоиши «хубобҳои молиявӣ» замина мегузорад.

Хубобҳои молиявӣ мухталифанд, дар баробари он хусусиятҳои умумӣ ҳам доранд. Болоравии нархи молҳо, амволи ғайриманқул, саҳмияҳо ба баландшавии неқўаҳолии оилаҳо ва зиёдшавии хароҷоти онҳо оварда, дар қалби инсон як эҳсосоти фарогири қаноатмандӣ аз ғаболият ва муносибатҳои иқтисодӣ, яъне ҳиссиёти эйфорияро ба вучуд меорад. Вақте, ки нархи дороиҳо ба нуқтаи баландтарин ва ниҳой мерасанд, пас ба пастшавӣ шурӯъ мекунанд. Коҳиши бошиддати нархи молҳо, амволи ғайриманқул ва саҳмияҳо бо «кафидани» хубобҳо, сарнагуншавии бозорҳо ва оқибат бо бӯҳрони молиявӣ анҷом меёбад.

Баъзе аз бӯҳронҳои молиявӣ на афзоиши босуръати нархи дороиҳо, балки бо афзоиши муфлисшавии як ё якчанд гурӯҳи қарзгирандагон оғоз ёфтааст. Хубоби молиявӣ болоравии нархи амволи ғайриманқул, саҳмияҳо, асёр ё маҳсулотро дар фосилаи кӯтоҳмуддат ифода намуда, дар фосилаи дарозмуддат нархи дороиҳои зеринро дарбар намегирад.

Яке аз мисолҳои он бозори ашёи нафтӣ дар солҳои 70-уми асри ХХ шуда метавонад. Тамоюли болоравии нархи нафт аз \$2,50 то \$36 барои як баррел, ба пешгӯӣ ва тахмини ҳаёлии расидани нархи нафт то \$80 барои як баррел, ба тавлиди хубоб замина гузошт.

Рушди иқтисодӣ сармоягузoronро хушбин мегардонад. Онҳо ба хотири гирифтани фоидаи бештар аз имкониятҳои мавҷуда, ки амалишавии он тахминӣ аст, майл пайдо мекунанд. Дар баробари он, қарздиҳандагон низ хавфҳои бештарро ба дӯш мегиранд. Бо афзоиши эйфорияи иқтисодӣ, зиёдтании оқилона ба зиёдравии ғайримантиқӣ табдил ёфта, хароҷоти сармоягузорӣ ва истеъмолӣ меафзояд. Бо умеди фоидаи зуд дороиҳо аксарият аз ҳисоби маблағҳои қарзӣ харидорӣ карда мешаванд.

Айни замон, хубобҳои молиявӣ бо вучуди шарту шароити ташаккул ва тамоюли инкишоф ба се намуд чудо гардида, ба таври зайл тасниф шудаанд:

1. Хубобҳои тахминӣ (спекулятивӣ) ё анъанавӣ;
2. Хубобҳои ратсионалӣ;
3. Хубобҳои комиссияӣ ва дохилӣ

Намунаи таҳлили хубобҳои тахминӣ (спекулятивӣ) таҳқиқотҳои Гамилтон маҳсуб меёбанд, ки дар он хубобҳои худтаъминкунандаи тахминии (спекулятивии) Сигел баррасӣ мешаванд, ки дар он таърифи функционалии хубобҳо пешниҳод карда мешавад.

Фарзияи интизориҳои ратсионалии Лукас ба инкишофи назарияи хубобҳои ратсионалӣ замина гузошт. Дар доираи фарзияи мазкур имконият пайдо шуд, ки хубоб ҳамчун бузургии ченшаванда муайян карда шавад. Зимни назарияи интизориҳои ратсионалӣ, кайд карда мешавад, ки хубоб - ин фарқияти байни нархи бозор ва нархи воқеии дорой мебошад.

Дар баробари он, хубобҳои комиссияӣ (churning bubble) ва хубобҳои дохилӣ (intrinsic bubble) мавҷуданд.

Хубобҳои комиссияӣ бо мавҷудияти асимметрияи иттилоотӣ байни мизочон ва менечерони қарзӣ вобастагӣ дорад. Азбаски музди меҳнати менечер бевосита аз шумораи амалиётҳои қарздиҳӣ муқаррар карда мешавад, эшон барои зиёдтар ба даст овардани мукофотҳои комиссияӣ, бар хилофи маҳдудияти сандуқи қарзӣ, сайю талаш меварзад, ки бештар амалиётҳои спекулятивиро анҷом диҳад. Бино ба он, нархҳо нишондиҳандаҳои дороии ширкати эмитентро инъикос карда наметавонанд.

Хубобҳои дохилӣ фосилаи хубобҳои ратсионалӣ буда, хубобҳои дохилӣ бо ҳаҷми пардохтҳои дивидендҳо иртиботи бевосита дорад. Хусусияти чунин хубобҳо аз он иборат аст, ки агар нишондиҳандаҳои асосии ширкат бо гузашти замон устувор боқӣ монанд, пас ҳар гуна тағйирёбии арзиши саҳмияҳо (пастшавӣ ё гароншавӣ) низ бо гузашти замон устувор хоҳанд буд. Хусусияти мазкур ба чандирии нархҳо нисбати тағйирёбии нишондиҳандаҳои асосӣ оварда мерасонад. Ҳамин тариқ, ҳулоса кардан мумкин аст, ки хубоби молиявӣ - ин инҳирофи шиддатноки арзиши бозорӣ дороиҳо аз арзиши асосӣ ё воқеии он мебошад.

АДАБИЁТ

1. Веселов Д.А., Пекарский С.Э. Макроэкономические аспекты финансовых пузырей. HSE (2012). Санаи мурочиат: 03.05.2020.
2. Майк Дэш. "Тюльпаномания". <http://turtle-table.com/economic-bubbles/tulpenmanie/>. Санаи мурочиат: 12.01.2019
3. Чиркова Е. Анатомия хубоби молиявӣ. — М.: Кейс, 2010. — 630 с.
4. Шиллер, Р. Оптимизми иррационалӣ. Чӣ гуна рафтори беэҳтиётна бозорхоро идора мекунад.— М.: Алпина Паблишер, 2013. — 422 с. — ISBN 978-5-9614-1845-3.
5. [http://economic-efinition.com/Finance/Finansovyy\\_puzyr\\_\\_The\\_financial\\_bubble\\_\\_eto.htm](http://economic-efinition.com/Finance/Finansovyy_puzyr__The_financial_bubble__eto.htm). Санаи мурочиат: 12.01.2019
6. [http://kapital-rus.ru/articles/article/kak\\_finansovye\\_puzyri\\_svyazany\\_s\\_novymi\\_tehnologiyami\\_i\\_kogda\\_naduetsya\\_och/](http://kapital-rus.ru/articles/article/kak_finansovye_puzyri_svyazany_s_novymi_tehnologiyami_i_kogda_naduetsya_och/). Санаи мурочиат: 12.01.2019
7. <http://ru-trade.info/finansovyy-puzyr-i-prichiny-ego-vozniknoveniya/>. Санаи мурочиат: 12.01.2019
8. <https://cyberleninka.ru/article/n/finansovye-puzyri-i-finansovye-krizisy>. Санаи мурочиат: 12.01.2019
9. <https://investor100.ru/puzyri-na-finansovyx-rynках/>. Санаи мурочиат: 12.01.2019

LITERATURE

1. Veselov D.A., Pekarsky S.E. Macroeconomics of financial markets. HSE (2012).
2. Mike Dash. "Tulipmania". <http://turtle-table.com/economic-bubbles/tulpenmanie/>. Date of the application: 12.01.2019
3. Chirkova E. Anatomy of financial bubble. — М.: Case, 2010. — 630 p.
4. Schiller, R. Irrational optimism. How Opportunistic Behavior Governs Markets. Moscow: Alpina Publisher, 2013. 422 p. — ISBN 978-5-9614-1845-3.
5. [http://economic-efinition.com/Finance/Finansovyy\\_puzyr\\_\\_The\\_financial\\_bubble\\_\\_eto.htm](http://economic-efinition.com/Finance/Finansovyy_puzyr__The_financial_bubble__eto.htm). Date of the application: 12.01.2019
6. [http://kapital-rus.ru/articles/article/kak\\_finansovye\\_puzyri\\_svyazany\\_s\\_novymi\\_tehnologiyami\\_i\\_kogda\\_naduetsya\\_och/](http://kapital-rus.ru/articles/article/kak_finansovye_puzyri_svyazany_s_novymi_tehnologiyami_i_kogda_naduetsya_och/). Date of the application: 12.01.2019
7. <http://ru-trade.info/finansovyy-puzyr-i-prichiny-ego-vozniknoveniya/>. Date of the application: 12.01.2019
8. <https://cyberleninka.ru/article/n/finansovye-puzyri-i-finansovye-krizisy>. Date of the application: 12.01.2019
9. <https://investor100.ru/puzyri-na-finansovyx-rynках/>. Date of the application: 12.01.2019