



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

حفظ ثبات مالی و ضرورت آن پس از بحران مالی ۲۰۰۷-۲۰۰۹

تألیف

مجید کریمی
میثم حامدی

سازمان بورس و اوراق بهادار

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

عنوان: حفظ ثبات مالی و ضرورت آن پس از بحران مالی ۲۰۰۷-۲۰۰۹

تهیه کنندگان: مجید کریمی، میثم حامدی

کد گزارش: ۹۵-۰۵-۲۰۱۶

تاریخ گزارش: آبان ۹۵

رنگ زرد روی جلد حاکی از نگارش این تحقیق در حوزه مالی متعارف است.

این اثر در مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این مرکز می‌باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

حفظ ثبات مالی و ضرورت آن پس از بحران مالی ۲۰۰۷-۲۰۰۹

مجید کریمی، میثم حامدی

چکیده:

گرچه موضوع ثبات مالی از دیرباز در نظام و بازارهای مالی مطرح بوده است اما نقطه عطف اقدامات و توجه به این موضوع، پس از بحران مالی ۲۰۰۷-۲۰۰۹ بوده است. پس از بحران، نهادهای بسیاری از جمله بازل و IOSCO به این مقوله توجه ویژه‌ای نمودند و نهادهای ملی و بین‌المللی بسیاری نیز برای رصد ثبات مالی تشکیل گردیدند. از این میان می‌توان به هیئت ثبات مالی (FSB) و هیئت ریسک سیستمی اروپا (ESRB) به‌عنوان نهادهای بین‌المللی اشاره کرد. اما مهم‌تر از تشکیل نهادهای بین‌المللی و ملی برای ثبات مالی، تغییرات محتوایی در اصول و رهنمودهای بازل و سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (IOSCO) است. بازل در حوزه بانکی، با مطرح نمودن نظارت احتیاطی خرد و نظارت احتیاطی کلان و همچنین ارائه رهنمودهایی درخصوص اقدامات ضدچرخه‌ای (Countercyclical) نهادهای ناظر بانکی و IOSCO با گنجاندن مدیریت ریسک سیستمی در بازار سرمایه به‌عنوان یکی از اهداف تنظیمی نهادهای ناظر در کنار دو هدف حمایت از سرمایه‌گذاران و حفظ شفافیت و کارایی بازار، توجه خود را معطوف به حفظ ثبات مالی نمودند. در کنار این دو نهاد، صندوق بین‌المللی پول (IMF) نیز به‌طور متناوب گزارش‌هایی درخصوص ثبات مالی ارائه نموده است. در مجموع، براساس نظرات نهادهای بین‌المللی، ثبات مالی در بازارهای مالی (با تمرکز بر بازار سرمایه) از طریق چهار مؤلفه زیر حاصل می‌شود:

- ۱- رصد و مدیریت ریسک سیستمی؛
- ۲- رعایت حاکمیت شرکتی؛
- ۳- حمایت از سرمایه‌گذاران؛ و
- ۴- رعایت استانداردهای شفافیت و افشای اطلاعات.

کلمات کلیدی: ثبات مالی، ریسک سیستمی، حمایت از سرمایه‌گذاران، سیاست‌های احتیاطی کلان.

بحران جهانی ۲۰۰۷-۲۰۰۹ و پیامدهای مضر اقتصادی و اجتماعی آن و همچنین شکست اقدامات سیاسی برای یافتن پاسخ مسئله بحران، شواهد کافی برای آنکه بگوییم مشخصه‌های بحران مالی جهانی در تطابق با مشخصه‌های یک سیستم مالی پیچیده است را فراهم آورد.^۱ عدم ثبات مالی، علاوه بر رخدادهای تکراری در سیستم، افزایش فقر و عدم توزیع مناسب ثروت در این نظام که مشخصه آن نااطمینانی است را در پی خواهد داشت. این پدیده، که ساز و کار مالی موجود منجر به بی ثباتی می‌شود را اولین بار در سال ۱۹۳۰ توسط کینز و بعد از آن توسط موريس مطرح گردید. بر اساس نظریه کینز، تمرکز بر مکانیزم نرخ بهره موجب دو مسئله مهم در نارسایی سیستم مالی می‌گردد که عبارتند از:

۱- فقیر شدن فقیر و عدم توزیع عادلانه ثروت؛

۲- عدم توانایی سیستم در ایجاد اشتغال کامل.

کینز معتقد است که مکانیزم نرخ بهره عامل ایجاد یک تغییر هولناک در کل سیستم است. حقیقتی که می‌توان از بررسی و تحلیل داده‌های تاریخی مربوط به بحران‌های اخیر به دست آورد این است که پتانسیل بی‌ثباتی در مکانیزم نرخ بهره و سیستم موجود، در کل اقتصاد مشهود است. از این رو، نیاز است تا خارج از سیستم، قواعد و قوانینی برای کنترل حرکت سینوسی چرخه اعتبار ایجاد کرد که این همان مفهوم «ثبات بخشی به نظام مالی» است.

عبارت «ثبات مالی»^۲ در نیمه دوم دهه ۹۰ و به دنبال بحران آسیای جنوب شرقی در ادبیات اقتصادی مجامع سیاستگذاری گسترش یافت. سرعت انتقال اطلاعات و وسعت پوشش‌های آماری، وجود آربیتراژ در بازارهای مالی را در گستره جغرافیایی جهان و نیز بازارهای مختلف، پیش روی سفته‌بازان قرار می‌داد. از سوی دیگر تنوع ابزارهای مالی، عمق بازارها، وجود زیرساخت‌های فنی (سخت افزاری و نرم افزاری)، چارچوب حقوقی منسجم و قابل اعتماد و مهارت‌های انسانی که نقل و انتقال سریع سرمایه را در مقیاس‌های عظیم میسر می‌کرد، امکان بهره‌مندی از فرصت‌ها را فراهم می‌نمود و آزادی انتقال سرمایه در سراسر جهان را فراهم آورد. این مسئله

^۱ سیستم‌ها سه نوع هستند:

- ۱- سیستم ساده: کاملاً قابل پیش بینی است؛ زیرا قوانین عملیاتی آن سهل و ساده است.
- ۲- سیستم ترکیبی: از مجموع چند زیر سیستم ساده تشکیل شده است. طبیعت یک سیستم ترکیبی فقط به اندازه سیستم مرتبط نیست بلکه به ترکیب مهارت‌های تخصصی نیز توصیف می‌شود. این نوع سیستم نیز قابل پیش‌بینی است.
- ۳- سیستم پیچیده: از مجموع سیستم‌های ساده و ترکیبی ساخته شده است که البته غیر قابل تجزیه هستند و یک تغییر کوچک در بخشی از سیستم، اثر پروانه‌ای داشته و کل سیستم را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به طور خلاصه سیستم پیچیده دارای ویژگی‌های زیر است:
 - اجزاء دارای استقلال هستند، سازگارند و تعامل با هم دارند و فرایند بازخورد در کل کار در اختیار دارند.
 - مشخصه این سیستم‌ها غیر قابل پیش‌بینی بودن و الگوی رفتاری بی‌نهایت پیچیده است.
 - این الگوهای رفتاری با نقاط انشعابی شناخته می‌شوند که تغییر در آن می‌تواند منجر به ثبات یا هرج و مرج در سیستم گردد. در چنین سیستمی یک تغییر کوچک، باعث ایجاد تغییری در مقیاس بزرگ در کل سیستم می‌گردد. توانایی ذهنی انسان برای فهم، شرح، توصیف و کنترل رفتار چنین سیستم‌هایی محدود است.

^۲ Financial Stability

که انتقال سرمایه به راحتی صورت می‌گرفت باعث می‌شد تا یک شوک کوچک، فرار سرمایه و انباشت و ازدیاد سرمایه را به همراه داشته باشد و همین امر موجب شکل‌گیری بحران‌های مالی از جمله بحران جنوب شرق آسیا می‌شد.

تعاریف و مفاهیم

بر خلاف ثبات قیمت‌ها، تعریف و اندازه‌گیری ثبات مالی کار ساده‌ای نیست؛ زیرا وابستگی متقابل و فعل و انفعالات پیچیده‌ای بین عناصر مختلف نظام مالی در میان خود و در ارتباط با اقتصاد واقعی وجود دارد. با این حال محققان تلاش کرده‌اند تا شرایط ثبات مالی را از طریق شاخص‌های آسیب‌پذیری نظام مالی بیان کنند.

در حالت کلی، چنانچه در یک سیستم مالی زمانی که نوسانات، استرس و در نهایت بحران وجود نداشته باشد، دارای ثبات است. این یک تعریف ساده از ثبات مالی است. در یک تعریف وسیع‌تر می‌توان ثبات مالی را اینگونه تعریف نمود: «عملکرد آرام مجموعه بازارهای مالی، زیرساخت‌ها و نهادها، تحت قوانین واحد و مشخص، در یک ساختار مالی را ثبات مالی می‌گویند». حسن این تعریف در این است که ابعاد کلان سیستم مالی را نیز در نظر می‌گیرد و واسطه‌های مالی، بازار و زیرساخت بازار را نیز شامل می‌شود. از نظر این تعریف، سیستم مالی توانایی مقاومت در برابر شوک‌های مختلف را دارد و قادر به حل عدم توازن‌های مالی است. در این صورت واسطه‌گری مالی به اندازه‌ای قوی است که خللی در تخصیص منابع به فرصت‌های خوب سرمایه‌گذاری به وجود نمی‌آید.

محققان بانک مرکزی در گزارش‌های ثبات مالی سعی در بررسی ریسک‌های ثبات مالی به وسیله شاخص‌های کلیدی داشته‌اند و تلاش‌های حال حاضر آنها برای دستیابی به معیارهایی است که بتواند میزان شکنندگی و تنش مالی را نشان دهد. تلاش امروزه محققان در رابطه با ثبات مالی حول سه محور است:

۱. رصد بهتر میزان ثبات مالی در نظام مالی؛
۲. پیش‌بینی دلایل و تنش مالی^۱ در نظام مالی؛
۳. برقراری ارتباط مؤثر در مواجهه با برهم خوردن ثبات مالی.

در سال‌های اخیر توجه کلان در کنار نگاه‌های خرد با اهمیت بیشتر، مطرح گردیده است و ثبات مالی را از این بعد در نظر می‌گیرند. برای نمونه به جای بررسی ریسک نکول نهادهای مالی به صورت انفرادی به سمت بررسی ریسک بازار سرمایه و نهادها و همچنین زیرساخت‌ها سوق پیدا کرده‌اند. تحلیل‌ها حول پویایی رفتار، انتقال شوک و مواردی از این قبیل اهمیت بیشتری نسبت به شاخص‌های خرد پیدا کرده است.

به دلیل ماهیت مبهم ثبات مالی، بیشتر تحلیل‌ها بر روی ریسک (به‌خصوص ریسک سیستمی) و آسیب‌پذیری سیستم مالی تمرکز دارند و دلیل آن فهم بهتر و قابلیت کمی شدن شاخص‌های مربوطه است. سیاستمداران و محققان دانشگاهی بر یک سری از معیارهای کمی برای بررسی ثبات مالی تمرکز کرده‌اند: شاخص‌های سلامت مالی^۲ که توسط صندوق بین‌المللی پول توسعه پیدا کرده‌اند نمونه‌هایی از این شاخص‌ها می‌باشد (گرچه این شاخص نیز سال‌هاست که منتشر نمی‌شود).

¹ Financial Stress

² Financial soundness

این شاخص‌ها در ۶ بخش طبقه بندی می شود:

- **بخش واقعی**

این بخش توسط نرخ رشد تولید ناخالص داخلی، وضعیت مالی دولت و تورم توصیف می‌شود. رشد تولید ناخالص ملی انعکاس دهنده توانایی یک اقتصاد در تولید ثروت است. وضعیت مالی دولت نشان دهنده توانایی دولت در تأمین مالی هزینه‌های دولتی است و تورم نیز نشان از مشکلات ساختاری در اقتصاد است که نارضایتی عمومی و عدم ثبات سیاسی را به همراه دارد.

- **ریسک بخش شرکتی**

ریسک بخش شرکتی به وسیله نسبت های اهرم و هزینه های شرکت شناخته می شود.

- **ریسک بخش خانوار**

سلامت بخش خانوار را با محاسبه دارایی خالص (دارایی منهای بدهی) و درآمد قابل تصرف (درآمد منهای تسهیلات اخذ شده منهای پرداختی سرمایه) محاسبه می کنند. دارایی خالص و درآمد قابل تصرف توانایی پیش بینی از رکود انتظاری را برای ما ایجاد می کند.

- **شرایط بخش خارجی**

شرایط بخش خارجی اقتصاد توسط نرخ ارز واقعی، ذخایر ارزی خارجی، حساب جاری، جریان سرمایه و عدم تطابق سررسیدها منعکس می گردد.

- **بخش مالی**

بخش مالی با میزان تقاضای پول برای یک اقتصاد، نرخ بهره واقعی، معیار ریسک برای بخش بانکی، نسبت نقدینگی و سرمایه بانک، میزان وام، استقلال رتبه بندی ها، و فعالیت های وام دهی مشخص می گردد. همه این موارد می تواند مشکلاتی را در بخش مالی و بانکی به وجود آورد.

- **متغیرهای وابسته به شرایط بازارهای مالی**

متغیرهای وابسته به شرایط بازارهای مالی شامل شاخص های سهام، شکاف قیمتی شرکت های بزرگ، شکاف نقدینگی و نوسانات نسبت ها است. درجه بالای تفاوت دارایی های ریسکی و بدون ریسک باعث زیان بیشتر سرمایه گذاران ریسک پذیر می شود و در نهایت منجر به بالا رفتن مشکلات تأمین مالی برای سایر بخش های اقتصاد می گردد و با ادامه این جریان، تخصیص نابجا در اقتصاد را به دنبال خواهد داشت.

شاخص های ترکیبی

نوع دیگر از نماگرهایی که برای بحران و به تعبیری برای ثبات مالی و اقتصادی در نظر گرفته می شود، شاخص های ترکیبی است. یک سیستم مالی شامل تعدادی بخش کلیدی و تراکنش هایی بین این بخش ها می شود. این شرایط بسیار پیچیده و به صورت غیرخطی است که می تواند در نشر و انتقال شوک از یک بخش به بخش های دیگر تأثیرگذار باشد. برای مثال می توان به ارتباطات موجود بین ثبات پولی و ثبات مالی اشاره کرد. شرایط پولی تحت تأثیر قیمت دارایی تغییر می کند و بالعکس. برای تمامی مفاهیم و

اهداف نباید بر معیارها در بخش‌های فردی تمرکز کنیم و یک ارزیابی به صورت کلی از نظام مالی داشته باشیم. اگرچه متغیرها و شاخص‌های فردی برای تحلیل عملکرد نظام مالی مناسب است، اما تحقیقات بسیاری تلاش دارند بر شاخص‌های ترکیبی تمرکز کنند تا پیش‌بینی یک بحران بهتر و مناسب‌تر صورت گیرد. وقتی شاخص‌های چندگانه در دسترس باشند لازم است تا آنها را طوری ترکیب کرد تا بتوان تراکنش‌ها بین شاخص‌های وابسته فردی را در برگرفت. شاخص‌های ترکیبی، ترکیبی از متغیرهای فردی است (برای مثال رابطه بین اعتبارات بانک و رشد ناخالص داخلی). رفته رفته شاهد شاخص‌های ترکیبی در گزارش‌های مالی هستیم.

سیاست‌های احتیاطی کلان و نظارت احتیاطی کلان در جهت ثبات بخشی به سیستم مالی

در پی بحران مالی جهانی، نیازی ضروری برای قانونگذاران مالی و نهادهای ناظر برای به کارگیری سیاست‌های احتیاطی کلان در مقیاس وسیع به وجود آمد. اهداف سیاست‌های احتیاطی کلان سیستمی می‌باشند، اما تا قبل از بحران، سیاست‌های به کارگرفته شده در جهت ثبات ترازنامه نهادهای انفرادی بود. بحران و نتایج آن، حاکی از آن بود که به کارگیری این رویکرد خرد^۱، در پوشش ریسک سیستمی در مقیاس بزرگ ناتوان است. بنابراین سیاستگذاران بر مقاومت سیستم مالی به عنوان یک کل تمرکز کردند و بر مسئله «تقویت چرخه اقتصادی» اعطای وام و روندی که در نهایت به بی ثباتی منجر می‌شود متمرکز شده‌اند. لذا گرایش قابل توجهی به ابزارهای سیاستی احتیاطی کلان به وجود آمده است.

ابزارهای سیاستی کلان جهت ارتقای ثبات و مقاومت سیستم مالی و کمک به روانی چرخه اعتباری به کارگرفته می‌شود و منجر به کاهش ریسک در چرخه رونق و رکود می‌گردد. این ابزارها ممکن است در قالب یک الزام خاص، در ترازنامه بانک‌ها یا دیگر نهادها به شکل سرمایه مورد نیاز، که در طی زمان متغیر است یا موانعی بر تسهیلات‌دهی بانک، مانند وام به ارزش سرمایه^۲ و... ظاهر گردد. استفاده از این ابزار به این معنا نیست که سیاست‌های احتیاطی خرد اهمیتی ندارند یا اینکه ابزارهای موجود قابل ارتقا نیستند، بلکه چارچوب احتیاطی خرد برای استحکام یک سیستم مالی ضروری است و برای حفظ ثبات در قلب تلاش‌های ناظران باقی می‌ماند. کمیته نظارت بر بانک‌های بازل (کمیته بازل) در حال حاضر هم به دنبال کامل کردن چارچوب احتیاطی خرد است و در عین حال، ثبات کل سیستم به صورت پایدار و محکم را در ذهن دارد.

اهداف سیاست‌های احتیاطی کلان

ثبات سیستم را به عنوان هدف از وضع سیاست‌های احتیاطی در نظر می‌گیریم و تمرکز نهادی این سیاست‌ها، بر اجرای خوب و صحیح آن است. رویکرد محتاطانه و از طریق چرخه^۳ برای کفایت سرمایه (مورد اشاره در بازل ۲) نمونه‌ای از حالت احتیاطی خرد است که تا حدودی توانسته است سیستم مالی را به مقاومت در برابر بحران اخیر قادر سازد. اعتقاد ما بر این است که در این رویکرد، تنظیمات خرد در همه زمان‌ها مؤثر است؛ اما با این حال، طبیعت نظارت احتیاطی خرد همواره منجر به تأثیرات کامل در تعاملات کلان مالی نیست. در حال حاضر می‌خواهیم طراحی سیاست‌های احتیاطی، همراه با تأثیرات کلان را در ذهن بی‌روانیم. چالش محققان این است که ابزار سیاستی که می‌تواند در واقعیت مورد استفاده قرار گیرد شناسایی شوند. این امر نیازمند تحلیل دقیقی از

¹ micro

² Loan to value

³ through the cycle

ابزارهای فردی است که به این مسئله پاسخ دهد که آیا ابزار خاص، قادر به دستیابی به ثبات کل سیستم می‌باشد یا خیر؟ کانال‌هایی که انتظار می‌رود در قالب آن کار کند کدام است؟ و هزینه‌های بالقوه که ایجاد می‌کند چیست؟ ابزارهای احتیاطی کلان به ساخت سیستم مالی مقاوم در برابر ریسک‌ها در چرخه اعتباری تکیه دارد؛ علاوه بر این، بسیاری از این ابزارها توانایی مستقیمی در تعدیل چرخه اعتباری دارند.

ابزارهای احتیاطی کلان با هدف کاهش ریسک سیستمی هم در دوره زمانی مشخص و هم در بین نهادها و بازارها به صورت مقطعی و در یک زمان عمل می‌کند. کشورها از طیف گسترده‌ای از ابزار، به منظور کاهش ریسک سیستمی استفاده می‌کنند که شامل ابزار مربوط به اعتبارات، نقدینگی و سرمایه می‌شود. انتخاب این ابزار به اندازه اقتصاد، توسعه مالی، رژیم نرخ ارز و میزان آسیب پذیری در برابر یک شوک خاص مرتبط است. کشورها اغلب از این ابزار به صورت ترکیبی استفاده می‌کنند و این سیاست‌ها را تکمیل‌کننده سیاست‌های دیگر اقتصاد کلان برمی‌شمرند؛ این سیاست‌ها به صورت ضدچرخه‌ای¹ به عنوان تثبیت‌کننده خودکار عمل می‌کنند.

ذکر چند نکته در رابطه با سیاست‌های احتیاطی کلان

در رابطه با اجرای بهتر سیاست‌های احتیاطی کلان نکاتی مطرح می‌شود که در ادامه مورد بررسی قرار گرفته‌اند:

- سیاست‌های فردی در مقابل چندگانه: استفاده از ابزار چندگانه مزیت مقابله با جنبه‌های مختلف همان ریسک، کاهش دامنه دور زدن و اطمینان بیشتر از اثر بخشی را به دنبال دارد.
- گستردگی در مقابل هدف‌گذاری ریسک‌ها: توانایی هدف‌گذاری ریسک‌های مشخص آن ابزار را مؤثر تر می‌کند و پتانسیل بیشتری برای اثربخشی ایجاد می‌نماید.
- ابزار احتیاطی ثابت در مقابل متغیر در زمان: وضع ابزار در فازهای مختلف چرخه، آنها را در چرخه مالی اثربخش‌تر می‌کند.
- قوانین در مقابل صلاحدید: تنظیمات مبتنی بر قوانین مانند قیود و شروط پویا مزایای بیشتری دارند.



ثبات مالی تحت تأثیر مجموعه‌ای از سیاست‌ها است و صرفاً منحصر به سیاست‌های احتیاطی کلان نمی‌شود. برای ثبات نظام مالی باید این سیاست‌ها با یکدیگر به اجرا درآیند تا هدف سیستم به منصفه ظهور رسد. شکل زیر، نمایی از این ارتباط را به نمایش درآورده است. این سیاست‌ها شامل سیاست‌های پولی، سیاست‌های ساختاری و مالی، سیاست‌های مربوط به رقابت، سیاست‌های احتیاطی خرد و سیاست‌های مدیریت بحران و تصمیم‌گیری است. هزینه‌هایی برای استفاده از ابزارهای احتیاطی کلان وجود دارد، لذا

¹ countercyclical

مزایای استفاده از این ابزار باید در مقابل هزینه‌های آن وزن دهی شود. همچنین مقایسهٔ ابزارها کار سختی است، که اگر به خوبی صورت نگیرد انحراف از اهداف ایجاد می‌کند. نکته دیگری که باید مورد توجه قرار گیرد این است که باید برای اجرای هر کدام از این ابزارها، زیرساخت قانونی و مدیریت خوب ایجاد کرد. یک چارچوب نهادی مناسب در استفاده از این ابزارها اجتناب ناپذیر است.

اصلاحات نهادی و قانونی برای حفظ ثبات مالی

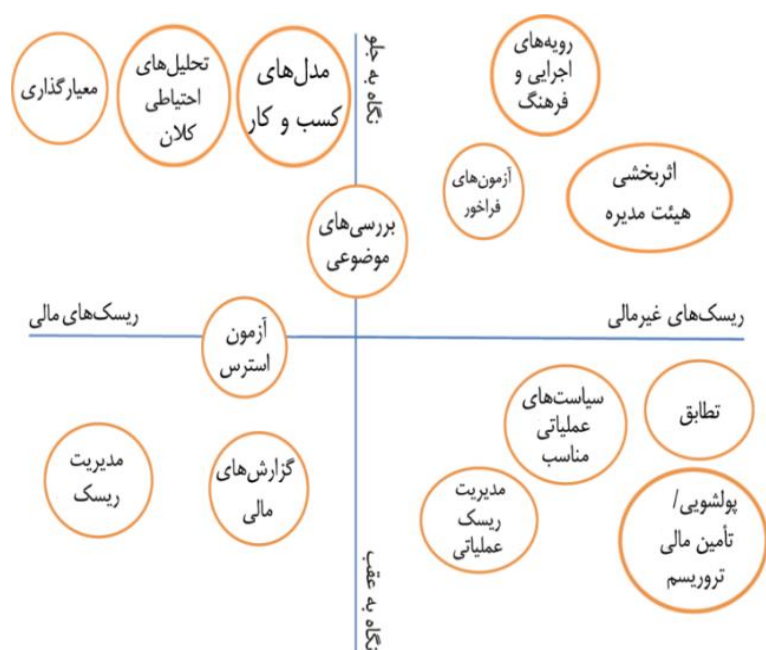
دولت و نهادهای عمومی نقش مهمی در اطمینان بخشی نسبت به عدم درگیری فعالان اقتصادی در فعالیتهایی که می‌تواند در سیستم ریسک وسیعی ایجاد کند، بازی می‌کنند. استیگلیتز (۱۹۹۴) اطلاعات و شکست بازار را دلیل دخالت دولت در بخش مالی ذکر می‌کند. وقتی عملکرد بازارها و واسطه‌ها پیامدهای خارجی را خلق می‌کند و دلالت‌های نامساعد در ورای زمینهٔ عملیاتی آن ایجاد می‌کند نیاز است تا دولت وارد شده و اثر گذار باشد. در سطح نهادی این امر با تصویب قوانین مناسب و اجرای مقررات احتیاطی صورت می‌گیرد. بنابراین یک نقش کلیدی دولت این است که محیط قانونی باثبات که معاملات اقتصادی در آن واقع می‌شود ایجاد کند. برای این کار دولت قوانینی را تصویب می‌کند تا از حق مالکیت حفاظت کند و شفافیت و افشای اطلاعات را ترویج نماید و از خطر اخلاقی جلوگیری کند. قراردادهای بلندمدت نیازمند حاکمیت قانون و ثبات رژیم حقوقی است. تنظیم کننده‌ها به دنبال پیاده‌سازی اساسنامه و قوانین، نظارت بر تبعیت بازیگران بازار در اجرای قوانین و ایجاد فشار بر کسانی هستند که طبق قانون عمل نمی‌کنند. همان گونه که وقایع نشان می‌دهند میزان زیادی از ریسک‌ها به دلیل نوآوری و طبیعت پویای نظام مالی به وجود می‌آید. مسئولین مرتبط نیاز به فهم ریسک‌های جدید و قانون‌گذاری و نظارت مناسب در معامله با آنها دارند. اگر رژیم قانون و نظارت در تطبیق با تغییر شرایط شکست بخورد آنها را در کاهش ریسک‌های جدید که می‌تواند به یک بحران سیستمی ختم گردد غیر کارا می‌کند و ثبات مالی خدشه دار خواهد شد.

برای نمونه می‌توان به اجرای سیاست های ثبات در چین اشاره کرد:

ابزارها	هدف	مجموعه ابزار
کفایت سرمایه و نسبت‌های اهرمی	محدود کردن آشفته‌گی های تک نهادها	سیاست های احتیاطی خرد
تغییرات ضد چرخه سرمایه	محدود کردن آشفته‌گی سیستم مالی	سیاست های احتیاطی کلان
نرخ سیاست گذاری بر رهیوهای استاندارد	ثبات در قیمت ها	سیاست پولی
سیاست های وثیقه، نرخ روی ذخیره ها	مدیریت نقدینگی	
سیاست‌گذاری بر روی نرخ های: نرخ ذخیره قانونی، نقدینگی، ضربه گیر مربوط به ذخایر ارز خارجی	حمایت در برابر عدم تعادل های مالی	
مالیات ها: تثبیت کننده های خودکار، اقدامات احتیاطی ضد چرخه	مدیریت تقاضای کل	سیاست مالی
اقدامات لازم برای کاهش میزان بدهی ؛ مالیات، مالیات در سیستم مالی	ساختن ضربه گیر مالی در زمان های رونق	
محدودیت در موقعیت ارز خارجی؛ محدودیت در نوع دارایی های ارزی	محدود کردن عدم تطابق های ارزی در کل سیستم	کنترل سرمایه
انتقال معاملات مشتقات در بورس ها	تقویت انعطاف پذیری زیر ساخت های سیستم مالی	سیاست های زیرساختی

تنظیم و نظارت پس از بحران مالی اخیر

پس از بحران مالی ۲۰۰۷-۲۰۰۹، تنظیم و نظارت بر بخش مالی، در ابعاد مختلف دستخوش تغییرات گسترده قرار گرفته و سختگیرانه‌تر شده است. مؤسسات مالی که تا زمان بحران تحت نظارت نبودند، اکنون تحت تنظیم و نظارت قرار دارند و آنهایی که تحت نظارت بودند، ملزم به تطابق با قوانین و مقررات سختگیرانه‌تری شده‌اند. به عنوان مثال، مقررات جدید، مؤسسات مالی را ملزم می‌نماید تا ضربه‌گیرهای سرمایه‌ای^۱ بیشتری را نگهداری نمایند تا در مقابل بحران‌های محتمل آتی توانایی استقامت بیشتری داشته و همچنین برنامه‌ای برای زمان بحران و مرتفع ساختن آن در اختیار داشته باشند. به هر حال، بحران مالی صرفاً موجب تغییر و تحول در تنظیم و چنین مقررات در بانک‌ها و مؤسسات مالی نشد بلکه پرسش‌های متعددی از عملکرد نهادهای ناظر بر بخش مالی نیز به



عمل آمد. آیا نهادهای ناظر قدرت کافی در اختیار داشتند و از قدرت خود در زمان مقتضی و به‌روشی اثربخش استفاده نمودند؟ آیا روش‌هایی که نهادهای ناظر در پیش گرفتند، با نگاه به تغییرات سریعی که بخش مالی در آن قرار دارد، همچنان پاسخگو خواهد بود؟ آیا نهادهای ناظر برای انطباق هر چه بیشتر مؤسسات مالی با استانداردها (در جامعه‌ای که به سرعت در حال تغییر است) بیش از اندازه متکی بر اصول اخلاقی بوده‌اند؟ و آیا نهادهای ناظر، خواست و توانایی واقعی بر «نه» گفتن به بخشی که کمک شایانی در راستای منافع بسیاری از گروه‌ها،

احزاب و افراد نموده است (در مواقعی که مشکل خاصی وجود نداشته) را دارد یا خیر؟ این سؤالات، سؤالاتی هستند که در کشورهای بحران زده از سوی عموم مردم و همچنین مجالس این کشورها که معمولاً مقام‌های ناظر باید پاسخگوی ایشان باشند، مطرح گردیده‌اند. در طول سال‌های متمادی، تنظیم و نظارت و همچنین روش‌هایی که مقام‌های ناظر به کار گرفته‌اند، دستخوش تغییرات بنیادی گشته است. اکنون ابزارهای موجودی که ناظران قادرند از آنها استفاده کنند، تنوع بیشتری نسبت به قبل یافته است. پیش از این، ناظران بر شاخص‌های ریسک مالی مانند نسبت‌های نقدینگی و همچنین نسبت‌های اقسار یا ورشکستگی تمرکز داشتند. اکنون توجه ایشان اساساً پیش‌نگر (نگاه به گذشته)^۲ بود؛ ارزیابی ریسک بر مبنای گزارش عملکرد گذشته شرکت‌ها (مؤسسات مالی) و وجود رویه‌های سازمانی بود. با بروز بحران مالی، ناظران بازارهای مالی با محدودیت‌های متعدد رویکردهای نظارتی مواجه شدند. یکی از درس‌های اصلی که در این دوران ادراک گردید، عدم توانایی واکنش مناسب و درست ناظران در زمانی بود که مشکلات یک نهاد یا مؤسسه، در عملکرد مالی آن بازتاب داده می‌شود. در نتیجه وجود چنین مشکلاتی، رویکرد پیش‌نگر نظارت، با تمرکز بیشتر بر رویکرد

^۱ Capital Buffer

^۲ Backward Looking

پس‌نگر^۱ تعدیل و اصلاح گردید. رویکردی که بر نگاه به‌جلو و ارزیابی نتایج فعالیت‌های نهادهای مالی تأکید داشت. مواردی همچون رویه‌های اجرایی، فرهنگ تنظیم و نظارتی و همچنین مدل‌های کسب و کار نهادهای مالی نیز در این رویکرد مورد توجه قرار گرفتند. علاوه بر این، بحران اخیر بر پیوستگی نهادهای مالی و همچنین اقتصاد واقعی، بیش از آنچه که پیش از این تصور می‌شد، صحنه گذاشت. از این رو، تنظیم و نظارت باید افق کلانتری^۲ را مد نظر قرار داده و دیدی فراتر از خردنگری به‌نهادهای مالی داشته باشد. در نتیجه، حوزه‌های مورد توجه ناظران مالی با افزودن حوزه‌های جدید تنظیمی تکمیل گردید. تغییرات جدید در نظام تنظیم و نظارت مالی، روش‌های نظارتی را به‌سوی روش‌های نظارتی جامع و با نگاه به آینده سوق داده است. شکل زیر، ابزارهای تنظیم و نظارت نهادهای ناظران را پس از بحران ۲۰۰۷-۲۰۰۹ نشان می‌دهد.

به‌دنبال نگاهی جامع‌تر به بخش مالی، نهادهای ناظر از دیگر گروه‌ها از قبیل حسابداران، حسابرسان، مؤسسات بیمه‌سج^۳ و دیگر نهادهای نظارتی داخلی و خارجی که نقشی در نظام کنترل و ایجاد توازن در نهادهای مالی ایفا می‌کنند نیز درخواست کمک نمودند. علاوه بر این، پس از بحران، ناظران تلاش کردند تا ابزارهای رسمی بازدارنده خود را گسترش دهند و فراتر از جریمه و همچنین تذکرات رسمی (که قدرت بازدارندگی محدودی دارند) عمل نمایند. بجای استفاده از چنین ابزارهایی، نهادهای ناظر، تأثیر بر رفتار فعالان بخش مالی را پیش‌گرفته و از برقراری ارتباط نزدیک‌تر با نهادهای مالی به‌عنوان ابزاری برای رسیدن به اهداف نظارتی استفاده نمودند. علاوه بر این، نهادهای ناظر، به بررسی اینکه چگونه می‌توانند به بهترین نحو ممکن فعالیت‌های داخلی خود را تنظیم کنند تا از اثربخشی نظارت اطمینان حاصل کرده و چگونه می‌توانند اثرگذاری خود را مورد ارزیابی قرار دهند، اقدام نمودند و همه این اقدامات برای ایجاد ثبات در سیستم مالی و دوری از ریسک سیستمی بوده است.

ریسک سیستمی (فراگیر)

ریسک سیستمی یا ریسک فراگیر، ریسک فروپاشی کل بازار یا کل نظام مالی است (Dwyer, 2009). می‌توان آن را به‌عنوان «عدم ثبات نظام مالی که به‌واسطه رخدادهای شرایط ویژه واسطه‌های مالی ایجاد می‌شود» تعریف نمود (Daula, 2009). این ریسک زمانی بروز می‌کند که شکست یا ریسک موجود در یک نهاد مالی، به‌صورت دومینو، موجب شکست نهادهای دیگر و متعاقباً کل نظام اقتصادی می‌شود.

براساس تعریفی که در بالا بدان اشاره شد، ریسک سیستمی، می‌تواند مهمترین عامل بر هم زنده ثبات مالی در هر کشوری باشد. بنابراین، اولین نکته‌ای که در سیاست‌های احتیاطی کلان و همچنین مدل تنظیم و نظارت در نظام مالی باید مد نظر قرار داد، ریسک سیستمی یا فراگیر است. برای پیشگیری از بروز ریسک سیستمی، به‌نظر می‌رسد آنچه در بازارهای مالی کشورهای توسعه‌یافته رخ داده است را می‌توان به‌عنوان چاره کار، اندیشید؛ به‌طوری که باید شرکت‌هایی که از لحاظ سیستمی مهم محسوب می‌شوند را در ظرف مجزایی مورد رصد قرار داد (به‌خصوص بانک‌ها). این شرکت‌ها، شرکت‌هایی هستند که شکست یا احتمال بروز شکست در آنها می‌تواند منجر به شکست در کل نظام مالی شود. علاوه بر این، ارتباط بین نهادهای انتخاب شده و اثری که بر یکدیگر و بر نظام اقتصادی یا بازار دارند باید مورد سنجش قرار گیرد. شاخص سازی برای ریسک سیستمی این نهادها نیز با توجه به معیارهای

¹ Forward Looking

² Macro Perspective

³ Actuaries

بین‌المللی امکانپذیر است. به‌عنوان مثال، می‌توان به دو رویکرد سنجش و اندازه‌گیری ریسک سیستمی در جهان اشاره کرد. در رویکرد اول، شرکت‌هایی که به‌عنوان «آنقدر بزرگ که ورشکسته نخواهد شد»^۱ (TBTF) و «آنقدر به‌هم پیوسته که ورشکسته نخواهد شد»^۲ (TICTF)، به عنوان شرکت‌هایی که امکان ایجاد ریسک سیستمی در نظام مالی را دارند تحت نظارت قرار می‌گیرند. اندازه این شرکت‌ها نسبت به اندازه بازار داخلی و بین‌المللی، سهم بازار آنها، موانع رقابتی برای ورود یا خروج از محصولات در اختیار، مورد ارزیابی قرار گرفته و برای آن شاخص سازی می‌گردد. علاوه بر این، به هم پیوستگی شرکت‌ها و میزان اثری که بر یکدیگر دارند نیز مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. از جمله شاخص‌های این رویکرد می‌توان به شاخص (HHI) Herfindahl-Hirschman اشاره نمود. رویکرد دوم (SRISK)، رویکرد جدیدی است که در ابتدا توسط ایالات متحده و سپس اروپا مورد بهره‌برداری قرار گرفته است. براساس این رویکرد، یک نهاد مالی هنگامی احتمال ایجاد ریسک سیستمی دارد که در نتیجه کمبود سرمایه در نظام مالی، آن نهاد نیز دچار کمبود سرمایه شود. در مدل ریسک تک عاملی، برونلس و انگل^۳ در سال ۲۰۱۰، مقیاسی برای ریسک سیستمی ساخته و آن را SRISK نامیدند. این مقیاس را می‌توان به‌صورت میزان سرمایه‌ای که باید در یک نهاد مالی تزریق شود تا به حداقل الزامات سرمایه‌ای رسد، تعریف کرد. این مقیاس سه عامل را در خود گنجانده است: ۱- اندازه نهاد مالی؛ ۲- اهرم مالی شرکت (نسبت دارایی‌ها به ارزش بازار)؛ ۳- میزان افزایش بازدهی شرکت با رشد بازار. با ترکیب این سه مقیاس در یک مقیاس، انتظار می‌رود تا مقیاس متعادل‌تری در اختیار تحلیلگر قرار گیرد. شاخص ریسک سیستمی SRISK، به‌صورت خودکار هفتگی محاسبه شده و در اختیار علاقه‌مندان و به‌خصوص تصمیم‌سازان قرار می‌گیرد.^۴ گرچه دو رویکرد معرفی شده صرفاً به نهادهای با اهمیت بانکی پرداخته‌اند (از جهت آنکه بحران مالی ۲۰۰۷-۲۰۰۹ و به‌هم ریختگی ثبات مالی از ناحیه بانک‌ها اتفاق افتاد). در کل، روش‌های مختلف سنج ریسک سیستمی را می‌توان به‌صورت زیر خلاصه نمود:

سنجه‌های ریسک سیستمی
سنجه‌های اقتصاد کلان چرخه‌های رونف / رکود قیمت کالا قیمت کالا، قیمت سهام و شاخص‌های شکاف اعتباری مقررات احتیاطی کلان
مبانی گرانول و سنجه‌های شبکه‌ای مدل شدت نکول تحلیل شبکه‌ای و ارتباطات مالی سیستمی شبیه‌سازی سناریوهای اعتباری شبیه‌سازی سناریوی شوک اعتباری و تأمین مالی شبکه علیت گرنجر ریسک تأمین مالی بانک و انتقال شوک حسابداری به‌روزرسانی قیمت‌ها و قیمت‌گذاری نقدینگی

¹ Too Big to Fail

² Too Interconnected to Fail

³ Brownless & Engle

⁴ Volatility Lab of NYU Stern School: vlab.stern.nyu.edu

Center of Risk Management (CRML): www.crml.ch

سنجه ريسك آينده نگر تحليل مطالبات مشرور فاصله ماھالانوييس (فاصله مرتبه دوم) احتمال نكول براساس قيمت اختيارها برآوردگردهای چگالی چند متغيره اعتبار مصرف كننده تحليل مؤلفه های اصلی (PCA)
استرس تست تست استرس GDP روش ۱۰ در ۱۰ در ۱۰
سنجه های مقطعی CoVaR حق بیمه بحرانی Co-Risk CES و MES
سنجه های عدم نقدشوندگی توپوگرافی ريسك چرخه اهرمی عدم نقدشوندگی در بازار سهام معاملات ازدحامی همبستگی متوالی و عدم نقدشوندگی درباره شرکت های پوشش ريسك

پس از تأکید بر ريسك سيستمي، مهمترين موضوع، تعيين مسئوليت رصد و كنترل اين ريسك می باشد. با تفكيك میان رصد^۱ و كنترل یا مدیریت^۲ ريسك، باید اذعان داشت كه تقريباً در تمام كشورهایی كه بحران آنها را فراگرفت، بانك های مركزی مسئوليت كنترل ريسك سيستمي را بر عهده گرفته اند. باید خاطر نشان كرد كه استقلال بانك مركزی در ایفای چنین مسئولیتی، از اهمیت بالایی برخوردار است. قدرت نه گفتن بانك مركزی به نهادهای مختلف از جمله دولت و عدم سیاست زدگی، كليد حیاتی ایفای این نقش است. در برخی مواقع، اجرای سیاست های دولت از سوی بانك مركزی، خود می تواند منجر به ريسك سيستمي شود. در چنین شرایطی، بانك مركزی، نهاد ذی صلاح برای كنترل ريسك سيستمي نمی باشد.

در کنار ريسك سيستمي، رصد آن نیز از اهمیت بالایی برخوردار است. کدام بخش از اقتصاد موجب ريسك سيستمي خواهد شد؟ کدام نهاد اقداماتی صورت می دهد كه نتیجه آن شكست در بازار مالی است؟ شكست کدام ابزار مالی می تواند منجر به ريسك سيستمي شود؟ و ... سؤالاتی هستند كه در رصد ريسك سيستمي باید مورد پرسش قرار گیرند. اگرچه اقدام در جهت كنترل ريسك بر عهده بانك های مركزی گذارده شده (دلیل اصلی این امر بدین سبب بوده كه غالباً ريسك سيستمي از سوی بانك ها ایجاد شده و احتمال بروز ريسك سيستمي آتی نیز از این بخش نشأت خواهد گرفت؛ چه بانك تجاری و چه بانك سرمایه گذاری)، اما تجربه چند سال اخیر نشان می دهد كه كشورهای بحران زده، مسئولیت رصد ريسك سيستمي در سطح كلان اقتصاد را بر عهده یک نهاد جدید

¹ Monitor

² Control or Manage

گذارده‌اند. نهاده‌ای که اگرچه به‌عنوان نهاد تنظیمی به‌حساب نمی‌آید اما با ارائه مشاوره به نهادهای ناظر، ایشان را در راستای اقدامات تنظیمی و نظارتی یاری می‌رساند. در بسیاری از کشورها همچون ایالات متحده، انگلیس و آلمان، این نهاد جدید به شورای ثبات مالی معروف گشته است. این شورا، با دریافت گزارش از نهادهایی که از لحاظ سیستمی مهم محسوب می‌شوند، ریسک را مورد ارزیابی قرار داده و هنگام ایجاد انحراف، رهنمودهای لازم را به نهادهای ذی‌ربط ارائه می‌نماید. با ایجاد این نهاد، مسئولیت اجرای رهیافت احتیاطی کلان مشخص می‌شود. شورای ثبات مالی مسئولیت رصد و بانک مرکزی مسئولیت کنترل و مدیریت ریسک سیستمی در سطح کلان اقتصاد را بر عهده می‌گیرد. لازم به ذکر است که دیگر نهادهای ناظر نیز در فرایند کنترل و رصد ریسک سیستمی، ضمن رصد و کنترل ریسک سیستمی در بازار مربوطه، با دو نهاد ارشد همکاری می‌نمایند.

در جهان نیز، نهادهایی برای پایش ثبات مالی، ریسک سیستمی و ارائه راهکارهایی برای اجتناب از آن تشکیل شده‌اند. از این جمله می‌توان به:

۱- هیئت ثبات مالی^۱ (FSB): این نهاد در آوریل سال ۲۰۰۹ با، تشکیل گردید. این نهاد، نهادهای بین‌المللی است که نظام

مالی جهانی را رصد نموده و راهنمودهایی برای بهبود وضعیت آن ارائه می‌کند. هدف اصلی این نهاد تقویت نظام مالی و ارتقای ثبات بازارهای مالی بین‌المللی است. وظایف اصلی این نهاد عبارتند از:

- ارزیابی نقاط آسیب‌پذیر که نظام مالی جهانی را تحت تأثیر قرار داده و همچنین شناسایی و بازبینی اقدامات قانونی و نظارتی جهت معرفی و شناسایی این نقاط و نتایج آنها؛
- بهبود هماهنگی‌ها و تبادل اطلاعات میان نهادهای مسئول ثبات مالی؛
- رصد و توصیه درخصوص توسعه بازار و پیامدهای آن بر سیاست نظارتی؛
- رصد و توصیه بهترین اقدامات در رعایت استانداردهای نظارتی؛
- حمایت از همگرایی برنامه‌ریزی برای مدیریت بحران‌های فرامنطقه‌ای (به‌ویژه درباره شرکت‌های با اهمیت سیستمی)؛
- هماهنگی با صندوق بین‌المللی پول جهت اجرای اقدامات مربوط به هشدار به موقع.

۲- هیئت ریسک سیستمی اروپا^۲ (ESRB): این انجمن در ۱۶ دسامبر سال ۲۰۱۰ با استقرار در فرانکفورت آلمان

تشکیل شد. این انجمن دارای شخصیت حقوقی مجزا نبوده و تحت لوای بانک مرکزی اروپا برای دستیابی به مأموریت و اهداف تعیین شده درحوزه ریسک سیستمی کشورهای اتحادیه اروپا فعالیت می‌نماید. مأموریت این نهاد کمک به جلوگیری از ریسک سیستمی به‌منظور حفظ ثبات مالی در اتحادیه و همچنین مد نظر قرار دادن پیشرفت‌های اقتصاد کلان به‌منظور اجتناب از دوره‌های بی‌ثباتی و آشفته‌گی مالی گسترده در اتحادیه اروپا می‌باشد. وظایف اصلی این نهاد عبارتند از:

- تعیین، جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل تمام اطلاعات مرتبط و مورد نیاز؛
- شناسایی و اولویت‌بندی ریسک‌های سیستمی؛

¹ Financial Stability Board

² European Systemic Risk Board

- انتشار پیشنهادهای و توصیه‌هایی برای اقدامات اصلاحی در پاسخ به ریسک‌های مشخص شده؛
- انتشار هشدار به شورای اروپا هنگامی که احتمال رخداد شرایط اضطراری وجود دارد و ارزیابی شرایط اضطراری برای شورا به‌منظور اتخاذ تصمیم صحیح از سوی مقامات نظارتی اروپا؛
- کنترل و رصد انجام اقدامات لازم در پی اعلام هشدار و ارائه پیشنهادهای؛
- همکاری نزدیک با تمام طرف‌های نظام نظارت مالی بر اروپا و ارائه اطلاعات مورد نیاز برای انجام وظایف مقامات ناظر اروپا در حوزه ریسک سیستمی؛
- شرکت در کمیته مشترک مقامات ناظر اروپا (در صورت نیاز)؛
- هماهنگ کردن اقدامات با سازمان‌های بین‌المللی مالی به‌خصوص IMF و FSB درخصوص نظارت بر موضوعات احتیاطی کلان.

علاوه بر وظایف ذکر شده، این نهاد موظف است ارتباطات بین اعضای اتحادیه و مؤسسات مالی، کانال‌های سرایت ریسک، رفتارهای متعارف و معمول در مقابل ریسک را مورد تجزیه و تحلیل و رصد قرار دهد. ساختار سازمانی این نهاد متشکل از هیئت مدیره، کمیته راهبری، دبیرخانه، کمیته مشاوران متخصص، و کمیته مشاوران فنی می‌باشد. در مجموع می‌توان اظهار داشت که این نهاد وظیفه حفظ ثبات مالی کشورهای عضو اتحادیه اروپا و ارائه هشدارهای به‌موقع به این کشورها در زمان مقتضی را بر عهده دارد.

۳- **شورای نظارت بر ثبات مالی^۱ (FSOC) آمریکا:** این شورا به موجب قانون داد-فرنک تشکیل گردیده است. ریاست شورا بر عهده وزیر خزانه‌داری بوده و اعضای دارای حق رأی آن عبارتند از رؤسای فدرال رزرو، FDIC، OCC، NCUA، SEC، CFTC، FHFA، CFPB و یک متخصص بیمه که از سوی رئیس جمهور منصوب می‌گردد. اعضای که حق رأی ندارند و به‌عنوان مشاور شورا فعالیت می‌کنند عبارتند از مدیر دفتر تحقیقات مالی (که از سوی قانون داد-فرنک برای حمایت از FSOC تشکیل گردیده است)، رئیس اداره بیمه مرکزی (براساس عنوان پنجم قانون داد-فرنک تشکیل شده است)، یک ناظر بانکی ایالتی، یک مأمور دولتی بیمه، و یک مأمور دولتی اوراق بهادار. وظیفه اصلی این شورا شناسایی ریسک‌های مختلف اثرگذار بر ثبات مالی آمریکا و واکنش به ریسک‌های سیستمی در شرف وقوع می‌باشد. وظایف این نهاد را می‌توان در موارد زیر خلاصه نمود:

- گردآوری اطلاعات شرکت‌های مالی از طریق تنظیم‌کنندگان و دفتر تحقیقات مالی؛
- رصد نظام مالی به‌منظور شناسایی ریسک‌های سیستمی بالقوه؛
- ارائه پیشنهاد تغییرات تنظیمی به کنگره برای ارتقای ثبات، رقابت‌پذیری و کارایی نظام مالی؛
- تسهیل تبادل و هماهنگی اطلاعات میان تنظیم‌کنندگان مالی؛
- ارائه پیشنهادهای تنظیمی برای تنظیم‌کنندگان مالی شامل استانداردهای جدید؛
- شناسایی شکاف‌های تنظیمی و نظارتی که ممکن است ریسک سیستمی حاصل نمایند؛
- بررسی و اظهار نظر درباره استانداردهای حسابداری جدید یا موجود که از سوی نهادهای مرتبط تعیین شده‌اند؛

¹ Financial Stability Oversight Council

- ایجاد محکمه‌ای برای حل اختلافات منطقه‌ای (در حوزه‌های نظارتی مختلف) اعضای شورا.

شورا ملزم به ارائه گزارشی سالانه به کنگره می‌باشد. براساس قانون داد-فرنک این شورا اختیار حذف تهدید یا رفع شکاف تنظیمی شناسایی شده را ندارد. در اغلب موارد، شورا صرفاً پیشنهادی تنظیمی ارائه داده و قدرت اعمال تغییر ندارد. اگرچه این شورا اختیار تنظیم مستقیم ندارد اما شرکت‌ها و نهادهایی که از سوی آن از لحاظ سیستمی مهم معرفی می‌شوند تحت نظارت یکپارچه بانک مرکزی (فدرال رزرو) درخواست درآمد و با پیشنهاد بانک مرکزی و تصویب ۲/۳ از اعضا، دستور به انحلال شرکت‌ها صادر می‌گردد؛ لذا این شورا نقش تنظیمی مهمی ایفا می‌کند. در کنار FSOC، شورای ریسک سیستمی آمریکا (SRC)، نهادی خصوصی است که به اطلاع‌رسانی و پایش ریسک سیستمی در جهان به‌خصوص آمریکا و اروپا اقدام می‌نماید. این نهاد جهت بررسی و اعلام اصلاحاتی که برای حمایت از عموم مردم در مقابل بی‌ثباتی بازارهای مالی ضروری است، شکل گرفته است.

دیدگاه IOSCO درخصوص ریسک سیستمی

اصول IOSCO نهادهای ناظر بر بازار اوراق بهادار را در جایگاهی قرار می‌دهد که مسئولیت اصلی حفظ و ارتقای یکپارچگی، کارایی و رعایت انصاف در بازار اوراق بهادار و همچنین حمایت از سرمایه‌گذاران از رفتارهای نامناسب از سوی دارندگان اطلاعات نهانی بازار و دیگر افراد با رانت اطلاعاتی، بر عهده ایشان است. همچنین، این اصول روشن می‌کنند که نهادهای ناظر نقش بنیادی در حفظ اعتماد در بازار و ارتقای شفافیت آن ایفا می‌نمایند.

تأکید اولیه این اصول بر تفشای جامع و انتظام بازار، که متکی بر نظارت نهاد ناظر است، جهت حمایت از سرمایه‌گذاران و ارتقای اطمینان می‌باشد. همچنین این اصول بر نقش مقررات اجرای کسب و کار و حاکمیت شرکتی در حمایت از سرمایه‌گذاران و معرفی هرگونه عدم تطابق در منافع مدیران و سرمایه‌گذاران تأکید دارند.

صرف نظر از تمام موارد ذکر شده در بالا، این اصول، اهمیت ریسک سیستمی و نقش نهادهای ناظر اوراق بهادار در جلوگیری و کاهش چنین ریسک‌هایی را مد نظر قرار داده‌اند. با این وجود، یکی از درس‌های بحران مالی این است که نهادهای ناظر بازار اوراق بهادار، عموماً توجه کمی به ریسک سیستمی داشته‌اند. اقداماتی که پیش از بحران از سوی نهادهای ناظر بر بازار اوراق بهادار صورت می‌گرفت و همچنین اصول IOSCO پیش از بحران، فقدان چشم‌انداز ثبات مالی در قوانین و مقررات اوراق بهادار را نشان می‌دهد.

طی بحران، عواملی که ثبات مالی را تهدید کردند، به‌اندازه کافی از طریق نظارت و افشای دقیق اطلاعات محدود نشدند یا حتی در این خصوص پیش از بروز بحران برنامه یا مقرراتی وجود نداشت. از این میان، موارد زیر از جمله مهمترین عوامل محسوب می‌شدند:

۱- نقش مؤسسات مالی غیر بانکی (مؤسساتی که فعالیت‌هایی شبیه بانک داشتند)؛

۲- الزامات سرمایه‌ای و استانداردهای احتیاطی؛

۳- پیچیدگی محصولات مالی؛

۴- ابداعات متنوع محصولات مالی (تکثر در محصولات)؛

۵- مدیریت تضاد منافع؛

۶- ریسک موجود در بازار خارج از بورس (OTC).

پس از بحران مالی، IOSCO اصول خود را مورد تجدید نظر قرار داد و راهنمایی برای اینکه موضوعات مربوط به بحران چگونه باید بررسی شوند، ارائه کرد. این تجدیدنظرها منجر به اعلام هشت اصل جدید و همچنین بازبینی اصول موجود در سال ۲۰۱۱ شد. دو مورد از این اصول جدید مستقیماً به ریسک سیستمی مرتبط بوده و مابقی نتیجه‌ای خواهند داشت که بر ریسک سیستمی اثرگذار است. اصل ششم اظهار می‌دارد: «نهاد ناظر باید فرایندی در اختیار داشته باشد یا به فرایند کلی موجود جهت رصد، کاهش و مدیریت ریسک سیستمی، همراستا با وظایف خود، کمک کند». اما در حال حاضر دو اصل IOSCO با ریسک سیستمی مرتبط است و همچنین، مدیریت ریسک سیستمی به‌عنوان یکی از اهداف نهادهای ناظر در کنار حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و حفظ بازاری شفاف و کارا نشسته است.

اصل ۲۴ اذعان می‌دارد که «باید رویه‌هایی برای مواجهه با شکست یک نهاد واسطه در بازار جهت کمینه کردن زیان سرمایه‌گذاران و مد نظر قرار دادن ریسک سیستمی وجود داشته باشد».

همچنین اصل ۳۰ اذعان می‌دارد که «سیستم‌هایی تصفیه و پایاپای معاملات اوراق بهادار باید موضوع نظارت قانونی باشد و به‌صورتی طراحی شوند که از منصفانه بودن، اثربخش و کارا بودن بازار اطمینان حاصل کرده و ریسک سیستمی را کاهش دهند».

براین اساس، از منظر IOSCO نهادهای ناظر بازار سرمایه نقش مرکزی در کنترل ریسک سیستمی دارند.

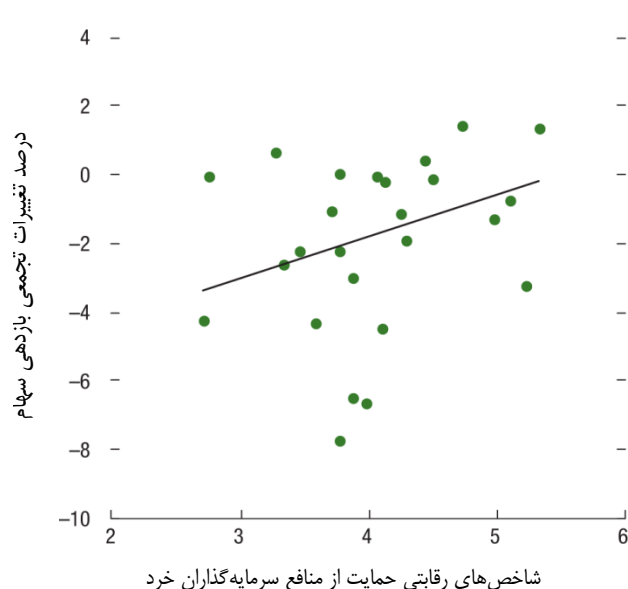
دیگر مؤلفه‌های ثبات مالی: حاکمیت شرکتی، حمایت از سرمایه‌گذاران و الزامات افشای اطلاعات

آنچه از مطالعات مربوط به بحران جنوب شرق آسیا بدست آمده این است که ضعف در ساختارهای حاکمیت شرکتی سبب شد تا مدیران، بسیاری از دارایی‌ها و ثروت‌های بنگاه‌ها را به نفع خود مصادره کنند و این امر سبب فرار سرمایه از کشورهای آنها شد و به تبع، ارزش پول ملی آنها کاهش یافت و زمینه برای ایجاد بحران و بی‌ثباتی فراهم گردید. به دلیل ضعف در ساختارهای حاکمیت شرکتی زمینه سوء استفاده از منابع خرد سرمایه‌گذاران فراهم آمد و تخصیص منابع بر اساس نفع شخصی مدیران پیش می‌رفت و این امر اطمینان سرمایه‌گذاری را از بین برد و اقتصاد این کشورها مقاومت خود در مقابل شوک‌های خارجی را از دست داد.

بر این اساس، تجارب مختلف بحران‌های مالی این نتیجه را حاصل کرده است که سه زمینه مهم دیگر علاوه بر رصد ریسک سیستمی و کنترل آن برای حفظ ثبات بازارهای مالی لازم است. از منظر صندوق بین‌المللی پول، در گزارشی که در اکتبر سال ۲۰۱۶ منتشر نموده است، این سه مؤلفه عبارتند از الزامات افشا، حاکمیت شرکتی و حمایت از سرمایه‌گذاران.

مطالعات اینگونه نشان می‌دهد که عدم شفافیت شرکت‌های بزرگ موجب نوسانات مالی می‌شود. زمانی که شرایط مالی جهانی در حالت رونق است، سرمایه‌گذاران وجوه خود را به بنگاه‌ها و بازارهای مالی روانه می‌کنند که بازدهی بیشتری دارند و این مسئله که با چه میزان ریسک روبرو هستند کمتر قابل تشخیص است.

حاکمیت شرکتی قوی‌تر و چارچوب حمایت از سرمایه‌گذار، پایداری بیشتری در برابر شوک‌های مالی جهانی ایجاد خواهد کرد. تقویت حاکمیت شرکتی و حمایت از سرمایه‌گذاری به نقدینگی بیشتر بازار و عمق آن و در یک کلمه ثبات مالی کمک می‌نماید و



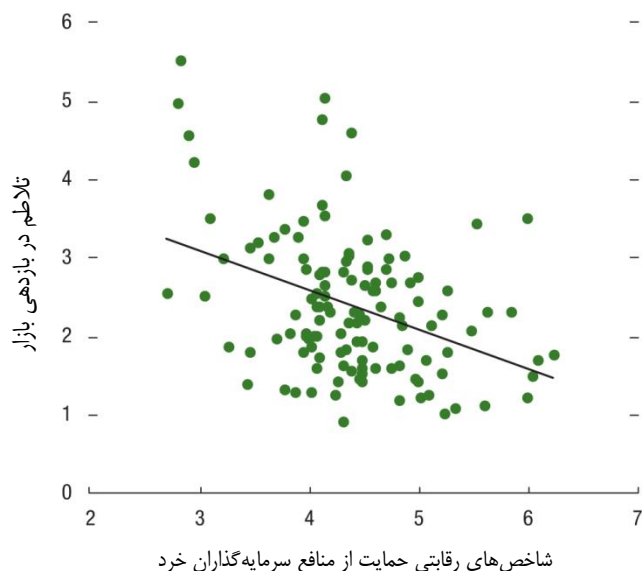
شکل ۱- کشورهایی با امتیاز حاکمیت شرکتی پایینتر، با تصمیم‌گیری خروج انگلیس از اتحادیه اروپا، کاهش شدیدتری در بازده سهام را شاهد بودند

در مقابل قیمت دارایی در شرکت‌های با کمبود حاکمیت خوب، بیشتر در معرض سقوط خواهند بود (Shleifer and Vishny 1997).

حاکمیت شرکتی بهتر و حمایت از سرمایه‌گذار موجب خواهد شد تا شرکت‌ها با ترازنامه‌ای محکم‌تر و استوارتر مواجه شوند. این ویژگی‌ها باعث می‌شود تا نسبت بدهی کوتاه مدت کمتر، احتمال نکول کمتر و توانایی اخذ وام‌های بلندمدت‌تر تسهیل گردد.

برای مثال، اثر رأی مردم انگلیس درخصوص خروج از اتحادیه اروپا بر کشورهای نوظهوری که امتیاز حاکمیت شرکتی پایین‌تری داشتند، در شکل ۱ نشان داده شده است. همانطور که مشخص است، کشورهایی که حاکمیت شرکتی پایین‌تری داشتند، سقوط بازدهی بازار سهام آنها نیز شیب تندتری داشته است.

همچنین شکل ۲ نشان می‌دهد که کشورهای نوظهوری که حاکمیت شرکتی پایین‌تری داشته‌اند، تلاطم بیشتری در بازده بازار سهام داشته‌اند.



شکل ۲- کشورهایی با امتیاز حاکمیت شرکتی پایینتر، تلاطم بازدهی بیشتری در بازار سهام داشته‌اند

بر این اساس برای داشتن وضعیت بهتر نسبت ثبات مالی در یک سیستم اقتصادی لازم است تا علاوه بر رصد، کنترل و پوشش ریسک سیستمی به سه مؤلفه حاکمیت شرکتی، حمایت از سرمایه‌گذار و افشای اطلاعات و شفافیت توجه ویژه‌ای شود؛ لازم به ذکر است که رعایت این سه مؤلفه موجب کاهش ریسک سیستمی نیز می‌گردد و اثر دومینویی ایجاد بحران را در یک نظام مالی کاهش می‌دهد. بر این اساس، صندوق بین‌المللی پول (IMF) توصیه‌هایی را ارائه نموده است:

- بازارهای مالی باید اصلاحات مربوط به قوانین، نظارتی و چارچوب‌های نهادی را برای تقویت اثربخشی و اجرایی کردن رژیم حاکمیت شرکتی به کار گیرند؛
- بازارهای مالی باید در جهت تقویت حقوق سرمایه‌گذاران خارجی و سایر ذی‌نفعان حساس بوده و اصلاحات مربوطه را انجام دهند.
- الزامات افشا و شفافیت در بازار باید از سوی نهادهای ناظر اجرایی گردد.

پیشرفت‌های نهادی شامل حاکمیت شرکتی و حمایت از سرمایه‌گذار پتانسیلی جهت حفاظت از شوک‌های خارجی به وجود آورده است و این مسئله در گزارش‌های ثابت مالی در بازارهای نوظهور گواه این مطلب است.

جمع‌بندی

گرچه حفظ ثبات مالی از دیرباز مد نظر دولت‌ها و نهادهای ناظر بوده است اما این توجه پس از بحران مالی سال ۲۰۰۷-۲۰۰۹ بسیار بیشتر شد به‌طوری که نهادهای بین‌المللی همچون صندوق بین‌المللی پول (IMF) و سازمان بین‌المللی کمیسیونهای اوراق بهادار (IOSCO) نیز رهنمودهایی در اینخصوص ارائه کرده و حتی اصول خود را همراه با حفظ ثبات مالی تغییر دادند. مهمترین موضوع مطرح شده در این میان، موضوع ریسک سیستمی است که غالب توجه دولت‌ها پس از بحران به آن معطوف شده است. مهمترین رویکردهای به ریسک سیستمی مبنی بر اندازه‌گیری و رصد آن، مجزا نمودن شرکت‌ها و نهادهای با اهمیت سیستمی بوده است که غالباً بانکی بوده و براساس معیارهایی، رفتارهای آنها که بر ریسک سیستمی کل نظام مالی اثرگذار است رصد می‌شود.

در میان تمام اقدامات، نهادهای ناظر بر بازارهای سرمایه نیز مسئولیت حفظ ثبات مالی را عهده دار شده‌اند. اذعان شد که IOSCO به‌عنوان یکی از اهداف نهادهای ناظر، کنترل ریسک سیستمی را به دیگر اهداف مد نظر، اضافه نموده است. در کنار ریسک سیستمی، جهت حفظ ثبات مالی، نهادهای ناظر باید سه مؤلفه دیگر را مد نظر قرار دهند که عبارت است از:

۱- حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران؛

۲- بسط حاکمیت شرکتی؛

۳- رعایت الزامات افشا.

گرچه همه این مؤلفه‌ها بر ریسک سیستمی اثرگذارند و می‌توان در غالب ریسک سیستمی آنها را بررسی نمود اما هر یک جایگاه خاصی در حفظ ثبات مالی داشته و نهادهای ناظر باید بر هر مقوله به‌طور خاص تمرکز نمایند. علاوه بر توجه به چهار مقوبه بالا، نهادهای ناظر باید نظارت اثربخشی بر بازار داشته باشند. معیارهای نظارت اثربخش بر بازار از سوی IMF چنین مشخص شده است:

- **سرزده یا ناخوانده^۱ است:** نظارت بر در اختیار داشتن دانش مناسب درخصوص مؤسسه (یا شرکت) تحت نظارت استوار است. نمی‌توان آن را برون‌سپاری کرد و صرفاً نمی‌توان بر تحلیل‌هایی که در بیرون از شرکت صورت می‌گیرد نیز متکی بود. نهادهای نظارتی نباید به‌عنوان نهادهایی که صرفاً شاهد بر اوضاع بوده و از دور بر عملکرد شرکت‌ها نظارت دارند نگرسته شوند؛ بلکه حضور مداوم آنها باید کاملاً حس شده و تداعی‌کننده ماهیت خاص نظارت مالی بر شرکت‌ها

¹ Intrusive

باشند. می‌توان ادعا نمود که برخلاف دیگر صنایع، نهادهای ناظر در بخش مالی درگیر رصد روزانه عملیات جاری بازارها هستند. شدت و تناوب این تداخل می‌تواند بسته به مشخصات پذیرش ریسک مؤسسه متفاوت باشد.

- **دیرباور^۱ و فعال^۲ است:** نهادهای ناظر باید (حتی در زمان‌هایی که اتفاق خاصی رخ نداده است)، جهت و اقدامات صورت گرفته در بخش مالی را مورد بررسی قرار دهند. نهاد ناظر نباید هنگامی که بخش مالی دچار مشکل شده و اصطلاحاً از ریل خارج شده است، دست به اقدامات اصلاحی زند. نهاد ناظر نباید نظارت بر مؤسسات را در اوضاع رونق اقتصادی فراموش کند؛ چراکه نظارت یک نهاد مالی که در شرایط رونق، دست به اقدامات متحورانه می‌زند نیز از ارزش و اهمیت بالایی برخوردار است.

- **جامع^۳ است:** حتی هنگامی که محدودیت‌هایی برای ورود به دیگر بخش‌های مالی وجود دارد، نهاد ناظر باید هوشیارانه در حیطه نظارتی، به شناسایی ریسک‌هایی که می‌توانند منجر به ریسک سیستمی^۴ (ریسک سیستمی) شوند اقدام نموده و برای نهادهای تحت نظارت خود، به‌طور مستدل، عواقب محتمل از بروز ریسک را ترسیم نماید. این ریسک‌ها شامل فعالیت‌های شعبی که تحت نظارت نیستند، شرکت‌ها و مؤسسات وابسته به نهاد تحت نظارت، ساختار فعالیت‌های زیر خط^۵ مؤسسه تحت نظارت و مؤسساتی است که از لحاظ سیستمی مهم محسوب می‌شوند. این مفهوم، با نقشی که یکی از نهادهای نظارتی (براساس مدل نوین تنظیم و نظارت که توضیح داده خواهد شد) به‌عنوان نظارت احتیاطی کلان^۶ ایفا می‌کند همراستاست.

- **انطباق‌پذیر^۷ است:** بخش مالی دائماً در حال تحول و نوآوری است و این ویژگی منافع بسیاری برای بخش واقعی اقتصاد دارد. نهادهای ناظر باید، به‌عنوان سازمانی یادگیرنده، در شرایط یادگیری دائم باشند؛ محصولات جدید، بازارهای جدید، خدمات جدید، و ریسک‌های جدید باید ادراک شده و به‌طور مقتضی پاسخ داده شوند (این مسئله، به‌خصوص درباره بانک‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه صدق می‌کند). نهادهای ناظر باید تغییرات در مدل‌های تجاری مؤسسات مالی را به‌دقت پیگیری کنند تا از ریسک‌های سیستمی بالقوه‌ای که احتمال بروز آنها در این تغییرات وجود دارد آگاهی یابند. علاوه بر انطباق با تغییرات در حوزه تنظیمی، نهادهای نظارتی باید نیم‌نگاهی بر حوزه‌های جدید یا حوزه‌هایی که تحت نظارت و تنظیم قرار ندارند نیز داشته باشند. همچنین، نهاد ناظر باید توانایی انطباق با استانداردهای بین‌المللی را نیز داشته باشد.

- **قاطع^۸ است:** نظارت جنبه‌های گوناگونی دارد؛ از گزارش‌دهی گرفته تا بررسی رویه‌های داخلی و اقدامات اجرایی. نهادهای ناظر باید از طریق فرایندهای نظارتی، قاطعانه با مسائل مربوطه برخورد نمایند. تمام افرادی که درگیر فرایندهای

¹ Skeptical

^۲ Proactive: بدین معنی است که نهاد ناظر به‌جای واکنش به یک شرایط پس از آنکه اتفاق افتد، با اثرگذاری بر برخی متغیرها و رخدادهای آنها شرایطی را ایجاد یا کنترل می‌کند.

³ Comprehensive

⁴ Systemic Risk

⁵ Off-Balance Sheet

⁶ Macro-prudential Supervision

⁷ Adaptive

⁸ Conclusive

نظارتی بوده‌اند تصدیق می‌کنند که بررسی قاطعانه یافته‌های حاصل از فرایند نظارتی و به سرانجام رساندن آن، کاری است مشتقت‌بار و پرزحمت اما در بلند مدت و به‌منظور ایجاد تغییر، امری حیاتی محسوب می‌شود. هر مسئله شناسایی شده، حتی اگر مسئله‌ای کوچک باشد، باید مورد پیگیری قرار گرفته و هیچ موضوعی نباید بدون سرانجام رها گردد.

در کنار هم دیدن تمام این مقوبه‌های نظارتی و همچنین همکاری با دیگر نهادهای مرتبط با ثبات مالی، امکان حفظ ثبات مالی را فراهم می‌آورد.