

به نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بررسی راهکارهای مقابله با ریسک سیستمی در بازار سرمایه

تهیه کنندگان: محسن صادقی

بررسی راهکارهای مقابله با ریسک سیستمی در بازار سرمایه

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

محسن صادقی

ویرایش نخست - زمستان ۸۹

ریسک سیستمی و نظارت و کنترل آن از موضوعات مهم مربوط به نهادهای ناظر نظام مالی می‌باشد. بویژه بعد از وقوع بحران مالی اخیر، این موضوع در آمریکا به طور گسترده‌ای در قالب یکی از راهکارهای اصلاحات مقرراتی، مورد توجه قرار گرفته است. این گزارش پاره‌ای از مباحث جاری در این زمینه را بررسی می‌کند و پیشنهاداتی را برای ایجاد چارچوب نظارت بر ریسک سیستمی در بازار سرمایه کشور ارائه می‌نماید.

مقدمه

دولت‌ها و سازمان‌های بین‌المللی به طور فزاینده‌ای نگران ثبات کلی نظام مالی هستند. ریسک سیستمی، احتمال ایجاد بحران مالی، سقوط و فروپاشی سیستم مالی، شبیه یک ردیف دومینو است. ابهام زیادی در مورد تعریف و دلایل بروز ریسک سیستمی وجود دارد. همچنین نسبت به روش کنترل آن و حتی لزوم ایجاد مقررات برای آن نیز اتفاق نظر وجود ندارد.

بحران مالی جهانی اخیر، اهمیت اطمینان یافتن از وجود رویه‌های کافی برای نظارت و کاهش ریسک سیستمی را مورد تاکید قرار داد. افزایش در هم تنیدگی و ارتباطات چندجانبه بین نهادها و مشارکت‌کنندگان بازارهای مالی، استفاده بیش از حد از اهرم مالی و نیز افزایش معاملات اوراق مشتقه، احتمال ایجاد بحران در نظام‌های مالی را روز به روز بیشتر نموده و بنابراین ریسک سیستمی و امکان ایجاد بحران‌های زنجیروار در بخش‌های مختلف بازار روز به روز اهمیت بیشتری پیدا می‌کند.

نحوه برخورد با نهادهای مالی دارای اهمیت سیستمی^۱ (که نهادهای مالی بزرگ و دارای ارتباطات گسترده هستند و شکست آنها می‌تواند سلامت کل سیستم را به مخاطره بیندازد)، از موضوعات چالشی موجود در این حوزه است. این موضوع به یکی از دغدغه‌های مهم ناظران و قانونگذاران بازارهای مالی تبدیل شده که چگونه می‌توان به بهترین نحو ریسک‌های سیستمی شناسایی و اندازه‌گیری کرد و تدابیر لازم را برای نظارت، کنترل و مدیریت آنها بکار بست. یکی از راهکارهایی که در حال حاضر در آمریکا به دنبال آن هستند ایجاد نهادهای ناظر مجزایی برای تدوین مقررات و نظارت بر ریسک سیستمی است.

^۱ systemically important institutions

با وجود اینکه در بازار سرمایه ایران مقررات مجزایی برای ریسک سیستمی وجود ندارد، ولی این موضوع به عنوان یکی از رسالت‌های اصلی نهاد ناظر، مورد توجه قرار گرفته و تلاش زیادی نیز در راستای کنترل آن انجام شده است. در مجموعه مقرراتی که برای فعالیت نهادهای مالی در بازار سرمایه تدوین شده، این موضوع با حساسیت زیادی پیگیری شده و تلاش بر این بوده که تا حد امکان از ایجاد بحران‌های سیستمی جلوگیری شود.

ویژگی خاص ریسک سیستمی این است که آثار تبعی تصمیم‌گیری‌ها و رویدادهای بخش‌های مختلف به سرعت به سایر بخش‌ها سرایت می‌کند و آثار زیانباری را برجای می‌گذارد، بنابراین نمی‌توان بدون داشتن نگاه سیستمی آن را کنترل کرد و باید در اتخاذ تدابیر لازم، همه بخش‌ها به طور هماهنگ برنامه‌ریزی نمایند. بنابراین به نظر می‌رسد بهترین راهکار در مقابل ریسک سیستمی در نظام مالی کشور، این است که وزارت امور اقتصادی و دارایی با تشکیل کمیته ویژه‌ای این موضوع را پیگیری نماید. این کمیته با عنوان "کمیته نظارت بر ریسک سیستمی" با دریافت اطلاعات لازم از تمام بخش‌ها و ایجاد هماهنگی بین مقام ناظر بخش‌های مختلف نظام مالی کشور (بانک مرکزی، سازمان بورس و اوراق بهادار، بیمه مرکزی و ...) نظارت‌های لازم را به صورت فراگیر انجام می‌دهد.

کمیته مورد اشاره، چارچوب نظارتی ویژه‌ای را برای نظارت بر بازار مالی و کنترل ریسک‌های سیستمی آن ایجاد می‌کند. این کمیته باید تلاش کند تا شکاف مقرراتی موجود را پر کند، مهارت‌های نظارتی را تقویت کند و هماهنگی بین ارگان‌ها را افزایش دهد.

رسالت کمیته ناظر ریسک سیستمی، فراهم کردن ثبات بیشتر برای سیستم مالی، اعمال نظارت داخلی و بین‌المللی بر بازارهای مالی و شناسایی ریسک‌ها و فعالیت‌هایی که تهدیدکننده ثبات بازار هستند و نیز تدبیر راهکارهایی برای کاهش ریسک‌های سیستمی می‌باشد. البته موضوع مهم این است که این ناظر جدید رقابت و نوآوری را از بین نبرد، جانشین نهادهای ناظر فعلی نباشد و فرآیندهای بروکراتیک اضافی و غیرضروری را برای بازار مالی ایجاد نکند.

۱- نظارت در بازار سرمایه

با وجود آنکه ریسک و عدم اطمینان ویژگی ذاتی بازار سرمایه است، ولی اطمینان از تداوم فعالیت بازار و انسجام کلی آن، برای مشارکت‌کنندگان و سرمایه‌گذاران اهمیت زیادی دارد. بازار سرمایه مبتنی بر پیش‌بینی‌ها و انتظارات آتی است و باید شرایطی در این بازار مهیا باشد که بتوان با استفاده از روش‌ها و الگوهای مختلف، برآوردهای مناسبی از آینده داشت و بر اساس آن تصمیم‌گیری نمود. از این‌رو وجود نهادهای تنظیمی و نظارتی در این بازار و بویژه جهت تضمین پویایی بازار، از ضرورت‌های اصلی توسعه بازار سرمایه است.

بازار سرمایه مدرن، بازاری است که برای سرمایه‌گذاران اطمینان ایجاد می‌کند، دارای یک چارچوب نظارتی و تنظیمی دقیق و کامل است، و الزامات اجرایی مناسبی برای مقررات خود دارد. نهاد ناظر در بازار سرمایه باید چند گروه را به عنوان بازیگران بازار مورد نظارت قرار دهد، سرمایه‌گذاران (نهادی و غیرنهادی)، واسطه‌های مالی، نهادهای خودتنظیم‌گر، ناشران اوراق بهادار و سایر فعالان (مانند حسابداران معتمد).

ترکیب مناسب ریسک و انضباط در بازارهای مالی از اهمیت زیادی برخوردار است. برخی اعتقاد دارند که قانونگذاری و خلق یک نهاد قدرتمند باعث می‌شود که رقابت‌پذیری در بازارهای مالی کاهش پیدا کند. اما حقیقت این است که سرمایه‌گذاران به بازارهایی روی می‌آورند که در مقابل ریسک‌های مختلف (بویژه ریسک‌های سیستمی) مکانیزم‌های قوی‌تری داشته باشد و حمایت بیشتری از آنها به عمل آورد.

بازار سرمایه به مجموعه‌ای از رویه‌ها و نهادهای تنظیمی و نظارتی نیاز دارد که در راستای «حمایت از سرمایه‌گذاران»، «تضمین منصفانه، شفاف و کارآمد بودن بازار» و «کنترل ریسک سیستمی» تدابیر لازم را بکارگیرند. این اهداف به میزان قابل توجهی با یکدیگر هم‌پوشانی دارند. بسیاری از الزام‌های مربوط به تضمین منصفانه، شفاف و کارآمد بودن بازار، در راستای حمایت از سرمایه‌گذاران و تسهیل‌کننده کاهش ریسک سیستمی بازار است. همچنین معیارهای کاهش ریسک سیستمی در راستای حمایت از سرمایه‌گذاران نیز خواهد بود.

الف) حمایت از سرمایه‌گذاران

سرمایه‌گذاران فعال در بازار اوراق بهادار باید در برابر اقداماتی مانند گمراه‌سازی، اعمال فریبکارانه و دستکاری بازار و نیز در برابر دادوستد دارندگان اطلاعات نهانی، پیش‌دستی در دادوستد یا سوءاستفاده از وجوه و دارایی‌ها، حمایت شوند. بعضی از مواردی که در این راستا اهمیت دارد، در ادامه می‌آید.

- افشای کامل اطلاعات موثر بر تصمیم سرمایه‌گذاران، از مهم‌ترین ابزارهای تضمین‌کننده حمایت از حقوق و منافع سرمایه‌گذاران است. در این حالت سرمایه‌گذاران بهتر می‌توانند ریسک و بازدهی فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود را ارزیابی نموده و تصمیم‌گیری مناسب را انجام دهند. در همین راستا وجود استانداردهای حسابداری و حسابرسی در مورد افشای اطلاعات نیز از اهمیت زیادی برخوردار است.
- تنها اشخاص دارای مجوز یا صلاحیت حرفه‌ای لازم باید قادر به ارائه خدمات دادوستد، مشاوره، یا مدیریت سرمایه‌گذاری باشند.
- نظارت بر فعالیت نهادهای مالی فعال در بازار بر مبنای مجموعه‌ای از حداقل استانداردها که رفتار یکسان و منصفانه آنها را با مشتریان و سرمایه‌گذاران تضمین می‌کند.
- ضمانت اجرایی مجموعه تنظیمی و نظارتی بازار اوراق بهادار بسیار اهمیت دارد. از آنجا که سرمایه‌گذاران، به ویژه سرمایه‌گذاران خرد در مقابل رفتارهای سایر مشارکت‌کنندگان و نهادهای مالی آسیب‌پذیر هستند، باید شرایط دسترسی به مراجع بی‌طرف دآوری و نیز ابزارهایی برای جبران خسارت‌های وارد آمده به آنها وجود داشته باشد.

ب) منصفانه، شفاف و کارآمد بودن بازار

منصفانه بودن بازار به میزان زیادی با حمایت از سرمایه‌گذاران و به ویژه با جلوگیری از اقدامات ناقض اصول دادوستد رابطه دارد. سازوکار بازار نباید به گونه‌ای باشد که منافع برخی را بر دیگران ارجح بشمارد. فرآیند تنظیم و نظارت باید کارایی خود را در کشف، از بین بردن و مجازات رفتارهای ناقض اصول دادوستد، دستکاری بازار و سایر اقدامات غیرمنصفانه در دادوستد اثبات کند. بازار باید امکان دسترسی تمام سرمایه‌گذاران را به تسهیلات و امکانات و اطلاعات بازار به گونه‌ای منصفانه و برابر فراهم آورد. علاوه بر این، باید مشوق اعمال و رویه‌هایی باشد که رفتار منصفانه با سفارش‌های مشتریان و شکل‌گیری یک فرآیند قیمت قابل اعتماد را تضمین می‌کند.

در یک بازار کارآمد، توزیع و انتشار اطلاعات مناسب در فواصل زمانی مناسب و در سطح گسترده در فرآیند شکل‌گیری قیمت منعکس می‌شود. از این رو سازوکار تنظیم و نظارت باید بتواند به ارتقای کارایی بازار بینجامد. شفافیت را می‌توان به عنوان درجه دسترسی همگانی به اطلاعات تعریف کرد. سازوکار تنظیم و نظارت، می‌تواند امکان دسترسی به بالاترین حد شفافیت در بازار را فراهم آورد.

ج) کاستن از ریسک سیستمی

ریسک سیستمی، ریسک ناشی از ناکارآمدی یا عدم ایفای تعهدات برخی از مشارکت‌کنندگان بازار اوراق بهادار است که به سرعت در کل بازار پراکنده می‌شود. بویژه این ریسک در حوزه فعالیت نهادهای مالی اهمیت دارد. بنابراین نهاد ناظر باید راهکارهایی را برای کنترل عملکرد اجزای بازار و بویژه نهادهای مالی بکار گیرد تا ریسک را به کمترین حد ممکن کاهش دهد. از آنجا که ریسک عدم ایفای تعهدات در هر حال وجود دارد و هیچ‌گاه به صفر نمی‌رسد، سازوکار تنظیم و نظارت باید در جست‌وجوی راهها و ابزارهایی باشد تا بتواند آثار مستقیم و جانبی آن را کاهش داده یا خنثی نماید.

۲- ریسک سیستمی در بازار سرمایه

نقش بخش خدمات مالی، تسهیل تخصیص سرمایه به استفاده‌کنندگانی است که می‌توانند با بهره‌وری بالا و به طور اقتصادی از وجوه استفاده کنند. یکی از ناتوانی‌ها (شکست‌ها) در این زمینه، قیمت‌گذاری نادرست دارایی‌هاست که زبان‌های کلانی را ایجاد می‌کند و از تخصیص بهینه منابع جلوگیری می‌نماید.

علاوه بر شکاف موجود در قوانین (که انکار نشدنی است)، قانونگذاران نیز با مقررات‌زدایی و استفاده نکردن از اختیار و قدرت خود، و این اعتقاد نادرست که بخش خصوصی خود بهتر از قانونگذار می‌تواند خود را اداره نماید، شکست بازار را تسهیل می‌نمایند.

تعریف و مدیریت ریسک سیستمی پیش نیاز اصل اصلاحات نظارتی است. ریسک سیستمی ریسکی است که دارای تاثیر گسترده‌ای باشد ولی در اینکه چه نوع رویدادها یا فعالیت‌هایی به عنوان منشا آن محسوب می‌شوند و ناظر باید برای کنترل و مدیریت ریسک سیستمی، آنها را مورد نظارت و کنترل و جلوگیری از آنها مدنظر قرار دهد، ابهام

وجود دارد. برای مثال بعضی کشورها بر روی اثر سیستمی نهادهای بازارها و بازارها بر روی سیستم مالی تمرکز می‌کنند در حالی که بعضی از کشورها بر روی اثر آن بر روی اقتصاد واقعی به جای بخش مالی تمرکز می‌کنند.

یک توافق گسترده که در بازارهای مالی به اثبات رسیده این است که بازارهای مالی به شدت نسبت به ریسک سیستمی آسیب‌پذیر هستند. بسیاری فکر می‌کنند که مقررات ریسک سیستمی باید مقدماً بر روی حفظ کردن موسساتی که بسیار بزرگ هستند و نباید ورشکسته شوند تمرکز داشته باشد (به دلیل اندازه بزرگ آنها یا بهم وابستگی موجود در آنها). ولی این نگاه به ریسک سیستمی می‌تواند منجر به یک مدل قانونگذاری مالی شود که بر موسسات بزرگ تمرکز می‌کند و به اندازه کافی به سرمایه‌گذاران توجه نمی‌کند و بنابراین تلاش می‌کند تا به هزینه سرمایه‌گذاران و اطمینان بازار، این ریسک را کنترل کند.

نگرش دیگری این است که نظارت بر ریسک سیستمی باید بر روی اطمینان از تداوم فعالیت بازار و حمایت از سرمایه‌گذاران باشد. به عبارت دیگر، نظارت بر ریسک سیستمی باید بر روی تداوم فعالیت و عملکرد بازار باشد به جای نگهداری و حفظ نهادهای و موسسات. این موضوع می‌تواند با مقرراتی که به طور اجباری از بزرگ شدن بیش از حد موسسات جلوگیری نماید، تا نگرانی از وقوع شکست آنها نیز ایجاد نشود، دنبال شود. این نگاه مستلزم این است که مقررات فراتر از تعیین استانداردهای محافظه‌کارانه نباشد.

بهتر است به جای تمرکز بر روی نگهداری موسسات بزرگ از ورشکستگی به تمرکز بر روی حقوق سرمایه‌گذاران و رشد بلندمدت اقتصادی کشور قرار گیرد. رهبران سیاسی، فعالان بازارهای مالی و ناظران و سایر ذینفعان باید به یاد داشته باشند که فلسفه وجودی بخش خدمات مالی ارائه خدمات به سرمایه‌گذاران و کمک به رشد اقتصاد کشور است.

ادغام و درهم تنیدگی بازارهای مالی آن چنان ساختاری به وجود آورده که نکول، ورشکستگی یا عدم ایفای تعهدات مالی از جانب بخشی از طرفین معاملات در بازارهای مالی، زنجیره‌ای از ورشکستگی‌ها یا عدم ایفای تعهدات را برای سایر بازیگران به وجود می‌آورد. بنابراین بازارهای مالی جهانی به شدت در معرض ریسک سیستمی قرار دارند.

افزایش درجه وابستگی را می‌توان به افزایش ضریب اهمیت اثرات جانبی اقدامات فردی تعبیر کرد. عدم توانایی در بازپرداخت تعداد محدودی از مشارکت‌کنندگان، این خطر را به بار می‌آورد که زنجیره‌ای از ورشکستگی‌ها اتفاق بیفتد. هر چه میزان بدهی یا تعهدات در سیستم مالی بیشتر باشد، احتمال وقوع این رویداد و بحران در کل سیستم بیشتر می‌شود.

ریسک سیستمی تنها ناشی از اندازه و ارتباطات متقابل نیست، بلکه ممکن است در اثر مدیریت ناکافی ریسک، فعالیت‌های گمراه‌کننده حسابداری و پاداش زیاد برای مدیران، برای تشویق آنها جهت افزایش رشد و بهره‌وری، ایجاد شود.

در بازارهای مالی امروز، مقادیر قابل توجهی از فعالیت‌های بازار مالی با استفاده از اهرم مالی انجام می‌شود، بسیاری از آنها شرط‌بندی روی قیمت‌های سهام است و بسیاری دیگر مربوط به مشتقات اعتباری است و بررسی‌های بنیادی در مورد شرکت‌های مبنای این فعالیت‌ها (که پشتوانه آنها قرار می‌گیرد)، انجام نمی‌شود.

یکی از نگرانی‌های موجود در اقتصادهای امروز دنیا، ایجاد شکاف بین بخش مالی اقتصاد (وال استریت) و بخش واقعی اقتصاد^۲ است که همواره بیم وقوع بحران در بازارهای مالی را ایجاد می‌کند. بنابراین نیاز بیشتری به نظارت و کنترل ریسک‌های سیستمی وجود دارد.

مجموعه قوانین و مقررات نظارتی بازار اوراق بهادار باید بر پایه گزینش یک الگوی مناسب تنظیم، نظارت و شناسایی خطوط ارتباطی آن با مجموعه‌های تنظیمی و نظارتی سایر بازارهای مالی در اقتصاد ملی شکل یابد. همچنین ضروری است نهاد مجزایی به عنوان مسئول تدوین و اجرای مقررات ریسک‌های سیستمی وجود داشته باشد. این نهاد مقررات و مدل‌های لازم را برای جلوگیری از وقوع و گسترش آن تدوین نماید.

۳- مقررات ریسک سیستمی در صنعت خدمات مالی آمریکا

مجلس سنا و کاخ سفید، در حال تصمیم‌گیری برای ایجاد شورای ناظرین با مسوولیت وزارت خزانه‌داری در راستای شناسایی ریسک‌های سیستمی در نظام مالی آمریکا در سطح ملی هستند. این مساله یکی از جنجال برانگیزترین تلاش‌ها برای بازسازی سیستم نظارتی پس از بحران مالی است.

یکی از مهمترین آموزه‌های بحران مالی اخیر این بود که هیچ نهادی مسئولیت اطمینان از پایداری کل سیستم و شناسایی فعالیت‌های بیش از حد ریسکی، که باعث ایجاد بحران در کل اقتصاد می‌شوند، را بر عهده نداشت. با توجه به

^۲ Main Street

اینکه هیچ نهادی مسئولیت شناسایی و ارزیابی ریسک سیستمی را ندارد، بهتر است نهادی را به عنوان مسئول ریسک سیستمی انتخاب کرد.

محول کردن وظیفه شناسایی مشکلات در مراحل ابتدایی به وزارت خزانه‌داری، تا حدودی مورد توافق است ولی در مورد مسائلی مانند اینکه این شورا توانایی فعالیت فراتر از ناظرین فعلی را دارد، یا اینکه آیا امکان تحمیل قوانین خود به موسسات مالی بزرگ را دارد، توافق زیادی وجود ندارد.

در اثر این تصمیم، قدرت فدرال رزرو که سیستم نظارتی آن به دلیل عدم کارایی در جلوگیری از بحران مالی مورد انتقاد قرار گرفته است، کاهش خواهد یافت. بعضی به دنبال ادامه روند فعلی در نظارت بانک مرکزی بر ریسک‌های سیستمی هستند، اما بعضی دیگر، موافق ایجاد شورای ناظرین با مسئولیت وزارت خزانه‌داری هستند. بعضی طرفدار نظارت بانک مرکزی بر هلدینگ‌های بزرگ بانکی هستند.

ایده شورای ناظر با مسئولیت وزیر خزانه‌داری به عنوان رئیس و رئیس فدرال رزرو یا منتخب او به عنوان نائب رئیس، با هدف ایجاد یک سیستم هشدار سریع ارائه شده است. اما نگرانی مهم در این زمینه، کاهش قدرت فدرال رزرو در نظارت بر موسسات مالی است. به نظر می‌رسد که فدرال رزرو به عنوان بانک مرکزی باید توانایی نظارت بر بزرگ‌ترین موسسات اقتصادی را داشته باشد.

میزان قدرت این شورا در زمینه نظارت بر ریسک سیستمی، نیازمند دقت است. نگرانی‌های زیادی در زمینه ایجاد یک مقام نظارتی جدید که به بررسی بازار پرداخته و شرکت‌های مختلفی را مشمول مقررات نظارتی خود می‌کند، وجود دارد.

باید یک نهاد متمرکز و نیرومند در این زمینه ایجاد کرد. البته به ایجاد بروکراسی جدیدی نیست بلکه این نهاد برای به اشتراک گذاشتن اطلاعات مختلف و تحلیل آنها فعالیت می‌کند. این نهاد پیگیر ارتقای سیستم نظارتی موسسات مالی در زمینه مدیریت ریسک‌های سیستمی، با هدف افزایش پایداری کل نظام مالی است.

بحران مالی اخیر آموزه‌های زیادی را به همراه داشت که مهمترین آنها لزوم شناسایی، نظارت و کاهش احتمال این است که یک شوک ناگهانی منجر به شکست‌های آبخاری در بازار شود و کل نظام مالی را در معرض ریسک فراگیر قرار دهد.

دو گونه مهم ریسک سیستمی وجود دارد:

- ریسک ناگهانی سیستمی و یا شکست‌های آبشاری،
 - ریسک سیستمی بلندمدت: سیستم ندانسته از نهادهای مهم و بزرگ در مقابل رقبای چابک‌تر و کوچک‌تر حمایت می‌کند و توانایی سیستم برای نوآوری و انطباق را کاهش می‌دهد.
- باید متوجه بود که تلاش‌ها برای حمایت سیستم در مقابل ریسک سیستمی ناگهانی، منجر به ریسک سیستمی بلندمدت نشود.

دو گونه مختلف مقررات ریسک سیستمی وجود دارد:

- نظارت و مقررات سنتی، افزایش شفافیت بازار و الزاماتی که توسط مقام ناظر اصلی اعمال می‌شود و کمک می‌کند که در مراحل اولیه، از توسعه ریسک سیستمی جلوگیری شود،
- مقررات جدید در سطح کلان و محافظه‌کارانه بکار گرفته می‌شود تا ریسک‌های سیستمی را شناسایی و کاهش دهد.

اگر بخواهیم هر دو نوع ریسک سیستمی را حداقل سازیم، باید نسبت به هر دو نوع مقررات آگاه باشیم. برای رسیدن به این تعادل، دو گام مکمل باید برداشته شود:

۱. باید به عدم تعادل‌های ساختاری توجه شود و با پرکردن شکاف مقررات، بهبود شفافیت و تقویت الزامات اجرایی، از توسعه ریسک سیستمی جلوگیری کرد.

۲. سپس باید یک چارچوب مقرراتی کلان و محافظه‌کارانه، با استفاده از یک ناظر ریسک سیستمی واحد^۳ (با اختیار و پاسخگویی شفاف) و یک شورای نظارت بر ثبات مالی (برای شناسایی ریسک‌های سیستمی، تدوین مقررات برای حداقل‌سازی ریسک‌ها و کمک به اطمینان بخشیدن به اینکه شکاف مقرراتی آتی و فرصت‌های آربیتراژ قانونی حداقل شوند یا اجتناب شوند)، ایجاد گردد.

بنابراین باید هوشیار بود که در تلاش برای حداقل‌سازی ریسک سیستمی ناگهانی، باعث ایجاد عدم تعادل‌هایی که طراوت و چالاکی بازار سرمایه را از بین می‌برد، نشویم.

^۳ Systemic Risk Regulator ("SRR")

توجه به عدم تعادل‌های ساختاری از طریق نظارت سنتی

بیشتر بحث‌ها در مورد ریسک سیستمی و اصلاحات نظام مالی، بر روی ایجاد یک سیستم نظارتی کلان و محافظه‌کارانه تمرکز کرده‌اند. ما به یک نهاد ناظر ریسک سیستمی نیاز داریم که ریسک‌های سیستمی را شناسایی و حداقل‌سازی کند و مشکل ارتباطات بهم پیوسته نهادهای بزرگ (که ایجاد شکست در آنها منجر به وقوع بحران در کل سیستم می‌شود) را حل نماید.

ولی قبل از پرداختن به این موضوع، بهتر است به نقشی که نظارت سنتی، مقررات و شفافیت بازار در کاهش ریسک سیستمی ایفا می‌کند، توجه شود. در این رویکرد، مقررات و نظارت ("نگهداشتن و افسارکردن")، برای تضمین جلوگیری از توسعه ریسک سیستمی در مراحل اولیه، ضروری است.

پرکردن شکاف مقرراتی

باید اطمینان حاصل شود که برای محصولات و مشارکت‌کنندگان مشابه، مقررات مشابهی اعمال می‌شود. با توجه به رقابت زیادی که در بازار وجود دارد، مشارکت‌کنندگان به محض اینکه متوجه شوند که نتیجه اقتصادی مشابهی با هزینه کمتر قابل دستیابی است، از آن استفاده می‌کنند. به عنوان مثال، در مورد اوراق مشتقه بازار خارج از بورس، این اتفاق افتاد و موسسات به شدت درگیر حجم زیادی از معاملات اوراقی شدند که مقررات کمتری در مورد آنها وجود داشت. بنابراین فرصت‌های موجود برای آربیتراژ مقرراتی باید از بین برود.

بهبود شفافیت بازار

بهبود شفافیت بازار نیز به کاهش ریسک سیستمی کمک می‌کند. شفافیت کمک می‌کند که سرمایه‌گذاران و قانونگذاران اطلاعات بهتری راجع به بازارها، محصولات و مشارکت‌کنندگان در اختیار داشته باشند. شفافیت همچنین کمک می‌کند که قانونگذاران با مداخله کمتر، و با افزایش نفوذ در بازار، وظایف خود را انجام دهند. با افزایش شفافیت بازار، سرمایه‌گذاران خود به خود با داشتن اطلاعات بهتر راجع به ریسک و بازده محصولات مالی، و با تخصیص بهینه منابع، از توسعه ریسک سیستمی جلوگیری می‌کنند.

ناظر ریسک سیستمی^۴

با در نظر گرفتن سرعت، اندازه و پیچیدگی بازار سرمایه امروز و نقش بزرگ تعداد محدودی از نهادهای مالی بزرگ، که در این سیستم ایفای نقش می‌کنند، و میزان دخالت‌های دولت در آشفته‌گی‌های مالی اخیر، نیاز به وجود یک موسسه دولتی به عنوان مسئول نظارت بر کل سیستم مالی، از جهت ریسک سیستمی، وجود دارد تا در مواقع ضروری با سرعت اقدام کند. بنابراین باید نهاد جدیدی ایجاد شود. این نهاد جدید باید دسترسی به اطلاعات همه بخش‌ها داشته باشد و به طور مرتب بر نهادهای مالی بزرگ و مهم نظارت نماید (نهادهایی که شکست در آنها می‌تواند منجر به ایجاد بحران در کل سیستم شود). این نهاد باید بر نقدینگی و حداقل سرمایه نهادهای مالی نظارت کند و نیز باید دارای اختیارات لازم باشد که به سرعت بتواند در شرایط فوق‌العاده، عکس‌العمل نشان دهد. این نهاد همچنین باید در مورد برنامه‌ها و نظارت‌های خود، به شورای نظارت بر ثبات مالی، گزارش دهد.

شورای نظارت بر ثبات مالی^۵

تاسیس ناظر ریسک سیستمی باید با ایجاد یک شورای جدید تکمیل شود. این شورا به تقویت اختیار و قدرت نهاد ناظر کمک می‌کند. این شورا باید ابزارهای مورد نیاز برای شناسایی ریسک‌های در حال ظهور را داشته باشد و قادر باشد که مقرراتی را برای الزامات سرمایه نهادهای مالی مهم داشته باشد و به عنوان یک مکانیزم آماده، برای شناسایی ریسک‌ها و حداقل‌سازی آربیتراژ قانونی تقویت شود.

برای تضمین بهتر اینکه ریسک‌های سیستمی، بدون ایجاد ریسک‌های بزرگتر، شناسایی و حداقل‌سازی شوند، بهتر است شورای نظارت بر ثبات مالی ایجاد گردد که متشکل از مقام‌های ناظر بخش‌های مختلف نظام مالی باشد. این شورا مسئولیت شناسایی نهادهای مهم و ریسک‌های سیستمی را بر عهده دارد و تدابیر و رهنمودهایی را ارائه و اقداماتی را برای مواجهه با ریسک‌ها، بهبود جریان اطلاعات، کنترل نقدینگی و تدوین استانداردهای بازار سرمایه بکار می‌گیرد و تضمین کند که ناظران اصلی، استانداردهای را به درستی بکار می‌گیرند.

^۴ Systemic Risk Regulator (SRR)

^۵ Financial Stability Oversight Council (FSOC)

شورا می‌تواند با ایجاد یک گروه متخصص چندرشته‌ای، که مسئولیت آنها فراتر از یک بخش خاص باشد، ضعف ناشی از نظارت ریسک سیستمی از طریق یک نهاد ناظر واحد، را کاهش دهد. اعضای این شورا می‌توانند از خزانه، کمیسیون بورس و اوراق بهادار، کمیسیون معاملات قراردادهای آتی کالا، اتاق پایاپای و شرکت بیمه سپرده فدرال و ... باشند.

شورا باید اختیار شناسایی نهادها، اقدامات و فعالیت‌ها و بازارهایی را که می‌تواند ریسک سیستمی ایجاد کند را داشته باشد و بتواند استانداردهایی را برای نقدینگی و الزامات سرمایه نهادهای مختلف و همچنین استانداردهای مدیریت ریسک سیستمی را برای نهادهای مالی دارای اهمیت قابل ملاحظه، ارائه نماید. نهاد ناظر ریسک سیستمی در مرحله بعد مسئول بکارگیری و اجرای این استانداردها خواهد بود.

این شورا باید انجمنی برای بحث و پیشنهاد استانداردهای تنظیمی بین بازارها داشته باشد تا شکاف بین چارچوب-های مقرراتی بخش‌های مختلف را قبل از اینکه به بحران منجر شود، شناسایی کند.

این ساختار ترکیبی، به چند طریق به مدیریت ریسک سیستمی کمک می‌کند. اولاً شورا به دلیل داشتن دیدگاه‌های مختلف می‌تواند ریسک‌هایی را که ناظران دیگر شناسایی نکرده‌اند یا مهم نشناخته‌اند را شناسایی کند. این دیدگاه چندبعدی کمک می‌کند که اثرات ثانوی^۶ ریسک‌های سیستمی نیز در نظر گرفته شود و بنابراین مدیریت این ریسک‌ها موفق‌تر باشد. همچنین به دلیل اینکه شورا اجتماعی از نهادهای ناظر مختلف است، می‌تواند به کاهش تضاد منافع و تناقض احتمالی بین رسالت نهادهای مختلف کمک کند.

هماهنگی بین شورا، ناظر ریسک سیستمی و ناظران اصلی

هماهنگی و همکاری بین شورا، نهاد ناظر ریسک سیستمی و سایر نهادهای ناظر اصلی بخش‌های نظام مالی اهمیت زیادی دارد. نهادهای ناظر اصلی در هر بخش در مورد بازار، محصولات و فعالیت‌های بخش خود درک لازم را دارند. نهاد ناظر ریسک سیستمی نیز سطح دیگری از نظارت را بر روی فعالیت‌ها و مدیریت ریسک نهادهای مهم اعمال می‌کند تا اطمینان دهد که چیزی از قلم نیفتاده باشد.

^۶ second-order consequences

در مواقعی که بین نهادهای ناظر اصلی و نهاد ناظر ریسک سیستمی، در مورد استانداردها و رویه‌های مدیریت ریسک اختلاف نظر باشد، باید استانداردهای بالاتر یا محافظه‌کارانه‌تر بکارگرفته شود. چون چارچوب نظارتی ریسک سیستمی، به عنوان یک ترمز است و نباید تسهیل‌کننده یا تسریع‌کننده ایجاد و توسعه ریسک‌های سیستمی باشد. در شرایط اضطراری، نهاد ناظر ریسک سیستمی می‌تواند مقررات خاصی را بالاتر از مقررات نهادهای ناظر اصلی، برای محدودکردن فعالیت‌ها یا متوقف کردن آنها بکار گیرد. شورا نیز باید در جهت تدوین سیاست‌ها و خط‌مشی‌های عمومی فعالیت کند.

- مطالب این گزارش از کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا (www.sec.gov) و روزنامه دنیای اقتصاد (آرتور لویت، وال استریت ژورنال، مترجم، مصطفی جعفری) استخراج شده است.