

زیرساخت‌های بازار مالی و رعایت اصول علم اقتصاد*

حسین عبده تبریزی

در ورود به پنجاه سالگی بورس، انتقاد از زیرساخت‌های بازارهای مالی^۱ گسترده و در بسیاری از موارد بجاست. عده‌ای از قواعد قبل از شروع معاملات، انجام معاملات، یا بعد از انجام معاملات^۲ شکوه دارند؛ بعضی بر فرایند تسویه در بورس ایراد می‌گیرند؛ عده‌ای دیگر بر خدمات اوراق بهادار از قبیل ثبت معاملات، حسابداری، و کالت در رأی، و شبیه آن نقد دارند؛ و عده‌ای هم تسهیل در معاملات و اجرای معاملات را با ابزارهایی چون بازاریابی بهتر برای خدمات قابل‌ارائه به سرمایه‌گذاران، مدیریت مظنه‌ی سهام، مدیریت بهتر ریسک، نظام بهتر کشف قیمت، مستندسازی کارآمدتر معاملات، قواعد بهتر برای مدیریت سبد یا پذیرش اوراق بهادار دنبال می‌کنند.

همه‌ی آنچه این افراد می‌گویند قابل‌تأمل است و بی‌شک می‌توان زیرساخت‌های بازار مالی ایران را بهبود بخشید. شکی نیست که با زیرساخت‌های فن‌آوری می‌توان داده‌ها و ابزار تحلیلی بهتری در اختیار بازار قرار داد: خبرها و نتیجه‌ی پژوهش‌ها را سریع‌تر منعکس کرد، امکان بیشتری برای تحلیل داده‌ها فراهم کرد، شاخص‌ها و معیارهای^۳ بهتری معرفی کرد، نظام رتبه‌بندی را مستقر کرد، و رعایت مقررات^۴ در توزیع داده‌ها را بهتر به اجرا درآورد. به‌علاوه، می‌توان به شکوه‌ی عده‌ای توجه کرد که هنوز معتقدند در بازار سرمایه‌ی ایران همه‌ی طبقات دارایی از حق مالی^۵ گرفته تا ابزارهای با درآمد ثابت^۶، کالاهای اساسی، ارز، غیره پوشش داده نشده‌اند.

* برگرفته از سخنرانی حسین عبده تبریزی در یازدهمین کنفرانس حسابداران و مدیران مالی، سالن اجلاس، دوشنبه ۳۰ بهمن‌ماه ۱۳۹۶.

1. Financial Market Infrastructures (FMIs)
2. pre-trade, trade, post trade
3. benchmark
4. compliance
5. equity
6. fixed income

بله، باید این اشکالات را مورد بررسی قرار داد و تا حد ممکن آن‌ها را رفع کرد. بله سازمان بورس و اوراق بهادار، شورای بورس، شورای پول و اعتبار (که در تعیین نرخ‌ها در بازار سرمایه هم تأثیر دارد) و نهادهای نظارتی همه مقام‌های ناظری هستند که می‌توان بر کارایی آن‌ها افزود؛ و بورس‌ها، سرمایه‌گذاران، بازار بدهی، سپرده‌گذاری مرکزی، و قوانین و مقررات بهتری داشت.

آری اکنون نزدیک به دو دهه است که آیسکو^۷ با همکاری نهادهای ناظر بین‌المللی دیگر مقرراتی برای ارتقای نظام پرداخت^۸ (PS)، صندوق‌های سپرده‌ی مرکزی اوراق بهادار^۹ (CSDs)، نظام‌های تسویه‌ی اوراق بهادار^{۱۰} (SSSS)، نظام مرکزی ایفای تعهدات طرف مقابل^{۱۱} (CCPs)، بازارهای خارج از بورس^{۱۲} (OTC)، ایفای تعهدات طرف مقابل در مشتقه‌ها^{۱۳} و ارتقای فعالیت مراکز جمع‌آوری آمار معاملات مشتقه‌ی خارج از بورس^{۱۴} به عمل آورده است. حاصل این تلاش‌ها معرفی ۲۴ اصل برای زیرساخت‌های بازارهای مالی و ۵ مسؤلیت برای مقام‌های ناظر است.

فهرست بسیار خلاصه‌ی این ۲۴ اصل به شرح زیر است:

۱. اصل وجود مبانی قانونی

۲. اصل نظام حکمرانی: ترتیبات روشن، شفاف و ارتقاءدهنده‌ی سلامت و کارایی بازار و حامی ثبات

بازارهای مالی

۳. اصل چارچوب مناسب برای مدیریت جامع ریسک

7. International Organization of Securities Commissions (IOSCO) سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار

8. Payment system

9. central securities depositories

10. securities settlement system

11. central counterparties

12. over-the-counter

13. derivative CCPs

14. trade repositories (TRs)

۴. اصل مدیریت اعتباری: زیرساخت‌های بازار مالی می‌باید سنجه‌های کارآمدی از میزان ریسک اعتباری

شرکت کنندگان در بازار ارائه کنند و این ریسک را کنترل کنند

۵. اصل توجه به تضامین

۶. اصل توجه به وجه‌الضمان^{۱۵}

۷. اصل توجه به ریسک نقدشوندگی

۸. اصل اطمینان از قطعیت تسویه

۹. اصل اطمینان از تسویه نقدی

۱۰. اصل اطمینان از تحویل فیزیکی

۱۱. اصل وجود سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار (CSD) کارآمدی برای نگاهداری و انتقال اوراق بهادار

۱۲. اصل نظام مبادله (تسویه‌ی) ارزش‌ها

۱۳. اصل وجود مقررات و رویه‌های مرتبط با نکول^{۱۶}

۱۴. اصل جداکردن موضع مشتری از مقوله‌ی وثیقه

۱۵. اصل توجه به ریسک عمومی کسب‌وکار: زیرساخت‌های بازار مالی باید ریسک عمومی کسب‌وکار

بورس‌ها را کنترل کرده و مطمئن شوند دارایی نقدی کافی از محل حق مالی برای پوشش زیان‌ها در

اختیار است

۱۶. اصل امانتداری و ریسک سرمایه‌گذاری

۱۷. اصل توجه به ریسک عملیات

¹⁵. margins

¹⁶. default

۱۸. اصل الزام به دسترسی برای مشارکت در بازار: زیرساخت‌های بازار مالی می‌باید ضوابط عینی، ریسک محور و گزارش شده به عموم در مشارکت در بازار داشته باشد تا امکان دسترسی عادلانه و گسترده به بازار فراهم شود

۱۹. اصل وجود ترتیبات مشارکت برای رده‌های مختلف ریسک

۲۰. اصل توجه به ریسک ارتباط زیرساخت‌ها در هر بازار با بازارهای دیگر

۲۱. اصل کارایی و کارآمدی

۲۲. اصل وجود رویه‌ها و استانداردهای مناسب ارتباطات

۲۳. اصل شفافیت

۲۴. اصل افشای اطلاعات بازار مرتبط با مواضع معاملاتی اتخاذ شده

به‌علاوه، آیسکو از مقامات ناظری چون بانک مرکزی، کمیسیون‌های بورس و اوراق بهادار و غیره توقع دارد که در ۵ حوزه‌ی زیر مسئولیت بپذیرند:

❖ مسئولیت وضع مقررات، نظارت و جلوگیری از سهو و اشتباه در FMIS

❖ مسئولیت فراهم آوردن اختیارات و منابع برای اعمال مقررات، نظارت و ... FMIS

❖ مسئولیت افشای سیاست‌های مرتبط با FMIS

❖ مسئولیت حصول اطمینان از کاربرد اصول ۲۴ گانه در FMIS

❖ و مسئولیت همکاری با سایر مقام‌های ناظر

شک نیست که زیرساخت‌های بازار مالی در ایران نیز می‌باید به سمت رعایت اصول یادشده سوق داده شود و سازمان بورس و اوراق بهادار و شورای بورس اطمینان یابند که بعد از گذشت ۵۰ سال، قواعد زیرساختی

بین‌المللی در بازارهای مالی ایران اجرایی می‌شود. به‌علاوه، مقامات بازار می‌دانند که با گسترش فین‌تک^{۱۷} در بازارهای سرمایه‌ی ایران، مسؤولیت نظارت آن‌ها به‌شدت افزایش می‌یابد. مضامینی که فین‌تک‌ها در سال‌های اخیر دنبال کرده‌اند. شامل عرصه‌ی وسیعی است.

آن‌ها دسترسی به سرمایه را از طریق طراحی روش‌های عرضه‌ی اختصاصی^{۱۸}، تبدیل به اوراق بهادار کردن^{۱۹}، تنظیم پروتکل برای قراردادهای هوشمند^{۲۰} و تأمین مالی جمعی^{۲۱} آسان کرده‌اند و در این مسیر بیشتر معاملات و فرایندها به صورت قطعی و بدون دخالت اشخاص ثالث انجام می‌شود. فین‌تک‌ها سامانه‌های الکترونیک برای انجام معاملات دارایی‌هایی که در بورس‌ها معمولاً معامله نمی‌شده، از قبیل دارایی‌های نقدناشدنی^{۲۲}، بیت‌کوین^{۲۳} و ارز طراحی کرده‌اند. به‌علاوه در زمینه‌ی داده‌ها و تحلیل با فراهم آوردن یادگیری ماشین و گردآورندگان داده‌ها^{۲۴} تحول بزرگی ایجاد کرده‌اند. در حوزه‌ی رگ‌تک^{۲۵} یعنی روش‌های برخورد با تخلفات، شناسایی آن‌ها و انطباق با مقررات نیز فین‌تک‌ها پیشرفت‌های قابل‌ملاحظه‌ای کرده‌اند. و بالاخره، در فرآوری بعد از انجام معاملات یا کارهایی که در واحد پشتیبانی^{۲۶} می‌شود با روش‌هایی چون تأیید از طریق رایانش ابری^{۲۷}، فین‌تک‌ها قدم‌های بزرگ پیموده‌اند. این مضامین و عرصه‌ها رعایت قواعد زیرساخت‌های بازار سرمایه را ضروری تر کرده و بر مسؤولیت‌های مقام‌های ناظر افزوده است.

17. Fin Tec

18. private placement

19. securitization

20. smart contracts

21. crowdfunding

22. illiquid

23. bit coin

24. data aggregation

25. Regtech

26. back office

27. cloud-based confirmation

اما رعایت زیرساخت‌های بازارهای مالی (FMI) و طراحی برای رعایت اصول مورد اشاره مشروط به رعایت اصول اقتصاد بازار است. اول باید مبانی اقتصاد بازار مستقر باشد تا بتوان اصول زیرساخت‌های بازارهای مالی را جاری ساخت. باید بین ریسک و بازده رابطه‌ای منطقی برقرار باشد. اگر اصول علم اقتصاد رعایت نشود، و دولت به‌طور دائمی قواعد بازار را زیرپا گذارد، آن‌گاه نمی‌تواند اصول FMI را اجرایی کرد.

آنچه منتقدان کم‌تر به آن توجه می‌کنند آن است که طراحی ابزار مالی جدید و تغییر در قواعد بازار البته مهم است، اما این کارها ارزش ۱۰۰٪ خلق نمی‌کند. اهمیت آن‌ها به این بستگی دارد که چقدر اصول را در عملکردهای بازار و آنچه اصول اقتصاد بازار می‌خوانیم، رعایت کنیم. بستگی به این دارد که چقدر دخالت در بازار از طریق قواعد خارج از بازار انجام می‌شود. برای مثال، اگر برای سروسامان‌دادن به قیمت ارز، افزایش سود بانکی را تجویز می‌کنیم، باید مطمئن شویم که این کار به معنای توزیع سود موهوم توسط بانک‌ها نیست. اگر این کار را می‌کنیم، ۱۸ روز قبل از آن نباید به بانک‌ها عکس این را می‌گفتیم؛ نباید می‌گفتیم که در صندوق‌های سرمایه‌گذاری سپرده‌گذاری نکنید و صندوق‌ها را نباید محدود می‌کردیم. با این کار نظام سود زیان بانک‌ها را بر هم زده‌ایم و اصول اقتصاد را زیرپا گذاشته‌ایم. اگر مبانی علم اقتصاد را رعایت نکنیم، انتظار زیادی برای استقرار اصول FMI نباید داشت. اگر پیش‌فروش سکه را تجویز می‌کنیم، نباید توازی ریسک و بازده را بر هم بزنیم؛ نباید امکان آربیتراژ را فراهم کنیم، و نباید نرخ‌های بازار را نادیده بگیریم. ارزش این آخری چند برابر اولی است. عدم رعایت آن، اعمال قواعد FMI را بی‌معنی می‌کند. اصرار بر اجرای اصول FMI بدون گستردن بستر اقتصاد بازار ناممکن است. هرگز نمی‌توان در بازارهای مالی معاملات عادلانه داشت، اگر اقتصاد بازار به رسمیت شناخته نشود و دو دوتای بازار زیرپا گذاشته شود.