

○ با در نظر گرفتن این نکته که اخیراً میزان دارایی سهام موجود در سطح جهان چیزی در حدود ۴۵ تریلیون دلار برآورده شده است و رقمی معادل ۱۰ تریلیون دلار از آن در سطح منطقه به سرمایه گذاری های برون مرزی اختصاص یافته است روشن می سازد که نیاز سرمایه گذاران به لزوم برخورداری از درک بیشتر از شالوده و فضای بازاری که در آن سرمایه گذاری می کنند نسبت به گذشته اهمیت بیشتری پیدا کرده است. اگر چه روند خرید سهام و کسب سود در بازار سهام در همه جای جهان ترتیب یکسانی دارد، خطراتی که در این مراحل سرمایه ها را تهدید می کند از بازاری به بازار دیگر متفاوت است. تفاوت در زیربنا و شالوده، سیستم پرداخت، دفتر پایاپای و جوه، مرکز تودیع سهام و امور بانکی پایاپای سهام در بازارهای مختلف، سرمایه گذار را در درجات مختلفی از خطر قرار می دهد.

سالها تجربه در بازارهای داخلی فرضیاتی به وجود آورده که اغلب از حساسیت سرمایه گذاران نسبت به خطرات مربوط به نگهداری سهام می کاهد. فقط با یک بررسی اصولی است که می توان این فرضیات را از بین برد و خطرات واقعی را آشکار ساخت تا بدین ترتیب سرمایه گذار بتواند برای کاستن هر چه بیشتر از میزان این خطرات تصمیمات آگاهانه ای بگیرد.

اصولاً شبکه نگهداری سهام مسئولیت بررسی و تحقیق در مورد بازارهای سهام در سطح جهانی را به عهده داشته است و در این راستا مسایل و موضوعات حقوقی مقدم بر توافقاتی بوده که بین نگهدارندگان بزرگ سهام در سطح جهانی و نگهدارندگان کوچک برای ایجاد حساب واحد در بازار صورت گرفته است.

عمق این بررسی ها از بانکی به بانک دیگر متفاوت است اما اصولاً تحقیقات ما نشان داده است که نگهدارندگان سهام توجه زیادی به شالوده و زیربنای بازار و نحوه فعل و انفعالات نگهدارندگان کوچک سهام با شالوده بازار ندارند. در حقیقت، یکی از نگهدارندگان بزرگ سهام به ما گفت که آنها «به مراکز تودیع سهام توجه زیادی نمی کنند».

به عقیده ما دارایی مشتری ها تا زمانی که بررسی جامعی پیرامون خطرات مربوط به نگهداری سهام شامل تحلیل جزیه جز سیستم پرداخت، دفاتر تسویه و جوه، مراکز تودیع سهام و بانک عامل صورت نگرفته باشد نباید در بازار سرمایه گذاری شود.

توماس موری
ترجمه شهلا کشاورز نژاد

● تشخیص خطرات نگهداری سهام

امنیت دارایی هایی که نزد نگهدارندگان سهام می ماند چقدر است؟ از دیدگاه افراد خوش بین بانگهداری دارایی سهام نزد نگهدارندگان سهام احتمال به خطر افتادن سرمایه به حداقل می رسد چرا که در این صورت سهام از ادعای طلبکاران در امان می ماند. البته مدیران سرمایه گذاری نیز از نیاز به تنوع بخشی بیشتر به تراز نامه های نقدی به خوبی آگاهند. در همین حال این افراد معتقدند که حتی می توان ضرر و زیان ناشی از عملیات نگهداری سهام را با قید بندهایی در قرارداد پوشش داد.

بهر حال وقتی پای میلیاردها دلار دارایی در میان باشد خوشبینی زیاد جایز نیست. بدیهی است که نه همه سهم ها در همه بازارها می تواند بطور کامل در حفاظ

خطرات

مربوط به پرداخت و تسویه

وجوه، پایاپای و نگهداری سهام

امنیتی قرار گیرد و نه می توان تمامی پولهای نقد را در همه زمانها تبدیل به بهترین سهام کرده یا در بهترین شرکت ها سرمایه گذاری نمود. خطرات جزء لا ینفک در تسویه وجوه، پایابای سهام، امنیت نگهداری و خدمات مربوط به دارایی ها می باشد و این خطرات با رشد سرمایه گذاری های برون مرزی افزایش. اگر نه از نظر ارزشی لیکن از نظر تعداد. پیدا می کنند. به علاوه همیشه نمی توان همه خطرات را در قراردادها پوشش داد به ویژه وقتی که آژانسها و رقبای مختلفی مطرح باشند.

● تشخیص امنیت مراکز تودیع سهام و تسویه وجوه

این کافی نیست که فرض کنیم مالکیت مراکز تودیع سهام، در محدوده ای که صندوق ضمانت تحت حمایت دولت یا بانک مرکزی به عنوان مالک سیستم پرداخت است، اطمینان لازم در مورد تحویل در برابر پرداخت را به ما می دهد.

برای تشخیص میزان امنیت مراکز تودیع سهام و تسویه وجوه باید هر کدام جداگانه و از منظری ساختار بندی شده مورد بررسی کامل قرار گیرد. اصولاً باید موضوعات زیر را در این راستا مورد بررسی قرار داد:

- مراکز تسویه وجوه
 - مالکیت
 - ضامن
 - مقررات
 - شرایط مشارکت
 - صندوق تسویه
 - حاشیه موقعیتهای باز
 - ظرفیت شرکت
 - قوانین تقسیم زیان
 - کفایت حمایت سرمایه
 - دسترسی به قروض سهام
 - مراکز تودیع سهام
 - مالکیت
 - شرایط مشارکت
 - بیمه نهایی
 - پایابای بدون تأخیر در سهام و پول نقد
 - ضامن یا صندوقهای ضمانت
 - دوره های تعهد دارایی (نقد سهام)
 - بیمه
 - نمونه های مدل (۱ و ۲ و ۳)
 - تفکیک دارایی های مشتری ها
 - بهره امنیتی / حق رهن
 - ثبت سهام به نام مشتری
- بسیاری از فعالان بازار سرمایه متعجب خواهند شد اگر بدانند مراکز تودیع سهام، جایکه سهام آنها در آن نگهداری می شود و نسبت به آنجا اعتماد زیادی دارند، بر اساس رقباهایی که در ذیل ارایه شده از درجات مختلفی برای حمایت، میزان سرمایه و بیمه برخوردار می باشند.

با توجه به نرخ رشد قابل توجه مراکز تودیع سهام در جهان دیگر صحبت از کم شدن این مراکز در میان نیست. تحقیقات مان نشان می دهد که تعداد مراکز تودیع سهام فعال

در سال ۱۹۹۰ بالغ بر ۲۸ مرکز، در سال ۱۹۹۹، ۱۰۲ مرکز و در اوایل سال ۲۰۰۰ بیش از ۱۲۲ مرکز بوده است. - بیمه:

۶۴ درصد از مراکز تودیع سهام برای پوشش دادن به خطرات ناشی از سرت، آتش سوزی یا ضرر و زیان وارده به سهامی که در مراکز امن نگهداری سهام نگهداشته می شوند از خدمات بیمه بهره می گیرند. - صندوق تأمین غرامت:

۴۳ درصد از مراکز تودیع سهام برای پوشش دادن به ضرر و زیان ناشی از عملیات تجاری صاحب صندوق تأمین غرامت هستند.

- معیارهای قانونی تأمین امنیت: ۴۵ درصد از مراکز تودیع سهام برای جبران غرامت ناشی از فقدان سهام سپرده شده اجبار قانونی دارند.

● ارزیابی بانکهای عامل در بازارهای محلی

ارزیابی بانکهای عامل در بازارهای محلی موضوعی است که مسئولین نگهداری سهام تجارب قابل توجهی در این زمینه دارند. موضوعاتی که باید در وهله نخست برای ارزیابی قابلیتهای بانک عامل از دیدگاه شرکت ها مورد توجه قرار گیرند عبارتند از:

- اعتبارنامه و نمودار فعالیت
- کیفیت خدمات
- سیستمها و ارتباطات
- کارمزدها و هزینه ها

این نوع ارزیابی در مورد مراکز تودیع سهام یا مراکز تسویه وجوه در سطح ابتدایی بسیار مرسوم می باشد اما اهمیت واقعی چنین بررسی در مورد قابلیتهای بانک عامل توجه به روشی است که بانک با زیربنای بازار محلی وارد عمل متقابل می گردد.

به عنوان مثال، ما با در نظر گرفتن دفعات توقف حرکت سهام و پول نقد که از سوی بانک اعمال می شود تعداد دفعاتی را که بانک اقدام به افزایش دوره محدودیت دارایی می کند، تعیین می کنیم. به این ترتیب که اگر عملکرد بازار به گونه ای باشد که سهام و پول نقد برای انجام مراحل پایابای بمدت ۱۰ ساعت مسدود بماند، آیا بانک این مدت را به زمانی بیش از حد لازم مثلاً ۱۵ ساعت افزایش می دهد تا به آنها زمان کافی برای انجام پایابای یا برگرداندن سود حاصله به حساب مشتری را بدهد؟ بدیهی است که نگهداری پول نقد و سهام مشتری در سیستم پایابای بهر حال خطراتی را متوجه دارایی مشتری می سازد اما هر چه زمان نگهداری کوتاهتر باشد خطراتی که دارایی را تهدید می کند کمتر خواهد شد.

هدف اولیه از بررسی قابلیتهای یک بانک عامل این است که مشتری ها را مطمئن سازیم که دارایی آنها از بالاترین درجه امنیت نسبت به رقیب برخوردار بوده و موارد بروز خطر برای آنها به حداقل رسیده است. نرخ اعتبار بانک، قوت ترازنامه، تعهد تمام و کمال تجاری و تمایل به قبول مسئولیت در مورد کاهش ارزش دارایی مشتری از طریق حذف یا عملکرد از اهمیت بسیار زیادی برخوردار است. در کمال تعجب مشاهده می شود که استانداردهای ارایه شده مشخصاً از بانکی به بانک دیگر یا

از بازاری به بازار دیگر متفاوت است.

اگر مشتری ها قصد منتفع شدن از این مراحل را داشته باشند شناسایی بهترین عملکرد در بازار محلی برای مراکز تودیع سهام، مراکز تسویه وجوه و بانکهای عامل جزء انتقادی در این بررسی محسوب می شود. لیستی از برخی عناوین مهم برای شناسایی بهترین عملکرد بازار در مراکز تودیع سهام، سیستمهای پرداخت و بانکهای عامل در جدول شماره ۱ نمایش داده شده است.

جدول شماره یک: ویژگیهای بهترین شیوه در

الف. مراکز تودیع سهام

- مرکز تودیع سهام واحد برای کلیه سهام بازار
- سیستم حفاظت مالی منسجم با صندوق ضمانتی که خطر را تقسیم می کند.
- پردازش بدون تأخیر RTGS، چرخه پایابای شبکه ای پیوسته یا ترکیبی از هر دو
- تأیید معاملات در پایان دوره T+۰
- پایابای سهام در دوره T+۳، ابزارهای بازار پول در دوره T+۰، مشتقات سهام در T+۱
- تثبیت همه سهم ها در بازار، تغییر شکل سهام از حالت فیزیکی در صورتیکه امکان قانونی وجود داشته باشد.

- تفکیک بانک از دارایی مشتری بانک
- دسترسی به خدمات مطمئن و کارآمد قرض دادن و قرض گرفتن سهام
- اتصال الکترونیکی بدون تأخیر به سیستم پرداخت
- ب. سیستم پرداخت
- سیستم پرداخت واحد، یا مالکیت و نظارت بانک مرکزی
- پرداخت از طریق صندوقهای بانک مرکزی
- انتقال الکترونیکی به صندوقها از طریق سیستمهای مطمئن

- پردازش بدون تأخیر از طریق RTGS، چرخه پایابای شبکه ای پیوسته یا ترکیبی از هر دو
- ارزش روز در صندوق ها
- حرکت پول نقد در درون سیستم
- اتصال الکترونیکی بدون تأخیر به مرکز تودیع سهام
- ج. بانک عامل
- ساختار مالی محکم برپا پشتوانه ای با حداقل نرخ اعتباری A

- نگهداری سهام، یک شریک درآمد عمده، با خطر کم بخاطر «جدا بودن از گروه»
- کاربرد بالای سوئیت با امکان تطبیق با ISITC
- قابلیت بالای STP با دسترسی مستقیم الکترونیکی به مرکز تودیع سهام
- نقطه نظر واقعی و متساوی نسبت به احتمال خطر
- قابلیت گزارش دهی منعطف و کارآ
- وجود نداشتن حق رهن در مورد دارایی مشتری، حتی هزینه های نگهداری آن
- ایمنی، سیستم تکنولوژی اطلاع رسانی کارآ، با نقشه های فرموله شده برای اصلاح مشکلات احتمالی
- تحویل معادل پولی از طریق بانک



تعیین مسئولیت در مورد خطرات

برای ارزیابی تحلیل درست از خطرات ناشی از نگهداری سهام باید فعالیتها و افراد مختلفی را که در مراحل سرمایه گذاری دخیل هستند همچون مدیران سرمایه گذاری، کارگزاران، پرداخت نقدی/بانکهای FX، مسئولین جهانی نگهداری سهام، مسئولین فرعی نگهداری سهام، مراکز تسویه وجوه داخلی و شرکتهایی که مسئول نگهداری داراییها در جای امن هستند مثل مراکز تودیع سهام را در نظر داشت. از نظر تئوری باید این امکان وجود داشته باشد که بتوانیم مسئولیت خطرات مربوط به فعالیتهای ویژه نگهداری سهام را حداقل به یکی از این افراد نسبت بدهیم. البته همیشه خطراتی وجود دارد که هیچکس حاضر به قبول مسئولیت در مورد آن نیست. البته گاه احتمال دارد که زیانهای ناشی از قوانین و عملکرد بازار به حساب مشتری گذاشته شود. ما توصیه می کنیم که با خطرات مربوط به بازار باید بعنوان خطرات سرمایه گذاری برخورد شود و بعنوان یک فاکتور در دستورالعملهای سرمایه گذاری در سراسر دنیا در نظر گرفته شود.

چنین تحلیلی از خطر شاید ساده بنظر بیاید اما عملاً انجام آن، کار بسیار سختی می باشد. مشکل اولیه سرمایه گذاران و مشاوران آنها این است که عموماً وقت، مهارت و اطلاعات کافی برای انجام چنین تحلیل دقیقی از خطرات نگهداری سهام برای کلیه ابزارهای بازار ندارند. دوم اینکه حتی اگر سرمایه گذار بدانند که

مسئولیت این خطرات با چه کسی است مسئله گنجانیدن مسئولیت بطور رسمی در قرارداد با طرف مقابل، خود موضوع قابل بحثی می باشد. نهایتاً به فرض اینکه مواردی جهت ضمانت امنیت سرمایه گذاری و پرداخت غرامت در قرارداد قید شده باشد چه تضمینی وجود دارد که طرف مقابل بتواند همه ضرر و زیان را بطور کامل پوشش دهد. اگر یک کارگزار محلی که خودش مسئول تسویه وجوه و نگهداری سهام است نتواند از عهده پرداخت غرامت برآید چه اتفاقی خواهد افتاد؟ آیا اواز سرمایه کافی یا حمایت خارجی برای پرداخت دیون خود برخوردار است؟ سقوط و ورشکستگی کارگزار مسئله ای است که قبلاً اتفاق افتاده و بدون شک در آینده نیز باز هم اتفاق خواهد افتاد.

چگونه خطر را به حداقل برسانیم

با مشخص کردن دقیق خطرات و طی مراحل ویژه می توان به سادگی خطر را در بازارهای جهانی به حداقل رسانید.

فقط وقتی خطرات بطور دقیق مشخص شده باشند ما می توانیم برای کم کردن آنها اقداماتی انجام دهیم. برای این کار بعنوان قدم اول باید ساختار بازار را بطور کامل شناسایی کنیم، نظرات قانونی جامعی در مورد آن بدست آوریم و دقیقاً بدانیم که بازار از نظر مراحل تسویه سهام چگونه کار می کند. رابطه ای که عامل در ارتباط با ساختار بازار دارد رابطه ای انتقادی می باشد. اگر

حداقل در یک بازار، مرکز تودیع سهام توسط بانک انتخاب شود هیچگونه حق رهنی قابل اجرا بر روی سهام مشتری نیست اما اگر مشتری آن را انتخاب کرده باشد حق رهن در مورد دارایی های وی قابل اجرا خواهد بود. حبله های این چنینی در بازار گرچه عمومیت ندارد اما سرمایه گذاران را تشویق می کند تا همه جوانب احتیاط را در نظر بگیرند.

سرمایه گذار باید همیشه مطمئن باشد که می داند پول نقد و سهامش کجا و چگونه نگهداری می شود، وقتی خطر مشخص می شود ما باید از انتخاب بانک عاملی که از نرخ اعتبار بالا و ترازنامه های معتبر برخوردار است و بانکهایی که مایل و قادر به پذیرش مسئولیت در قبال ضرر و زیان مشتری هستند استقبال کنیم. بخشی از این پروسه شامل دادن پوشش امنیتی واضح و دقیق به عبارات حقوقی می باشد. توافقات همه جانبه باید بطور منظم مورد بررسی قرار گیرد تا این اطمینان را بدهد که عملکرد درست بازار تغییر نکرده و یا همگام با پیشرفت بازار از میزان خدماتی که به مشتری ها ارائه می شود در مقایسه با رقیب کاسته نشده است.

حمایت از دارایی مشتری باید اساس صنعت سهام باشد. بدون چنین حمایتی همه انگیزه های ادغام بورسها، تراید مراکز تودیع سهام و STP (Processing StraightThrough) همچون بنای خانه های حبابی زروی شن می باشد. ●