

مدیریت گذر به یک نظام مالی ایمن تر^۱

مترجم:

دکتر زهرا خوشنود *

چکیده

بحران کنونی، ضرورت اعمال تغییراتی را در شیوه نظارت و برنامه‌های تدوین شده برای انحلال^۲ مؤسسات مالی، به ویژه مؤسساتی که اهمیت سیستمی در نظام مالی دارند، نمایان می‌سازد. چالش پیش‌رو، یافتن راهکارهایی برای اعمال انضباط بازاری بیشتر در بنگاه‌ها، از طریق استانداردهای سرمایه، تنظیم حدودی در استفاده از اهرم مالی، حق بیمه ریسک سیستمی^۳ و اقدامات دیگر، به منظور کاهش اندازه و پیچیدگی است. مهم‌ترین مسأله در برنامه کاری اصلاحات مورد نظر، ضرورت تدوین یک چارچوب قانونی ویژه به منظور حصول اطمینان از سازمان‌یافتگی برنامه در نظر گرفته شده برای انحلال مؤسسات مالی پیچیده است. همچنین، باید انگیزش‌هایی برای حمایت از منافع مصرف‌کننده در نظر گرفته شود، به نحوی که دیگر تردیدی در زمینه تهدید امنیت و سلامت نظام مالی به دلیل ابزارها و رویه‌های سوءاستفاده‌کننده از شرایط، وجود نداشته باشد.

واژگان کلیدی: ریسک سیستمی، نظام انحلال، حمایت از مصرف‌کننده، اوراق بهادارسازی دارایی، اهرم‌سازی مالی.

طبقه‌بندی JEL : E53, E58, G21, G28

1. Sheila, Bair C. (2009). Managing the Transition to a Safer Financial System. Banque de France. Financial Stability Review. The Future of Financial Regulation. No 13. PP 11-22.

z.khoshnoud@mbri.ac.ir

* استادیار گروه بانکداری، پژوهشکده پولی و بانکی.

2. Resolution

3. Systemic Risk Insurance Premia

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۰۱/۳۰

تاریخ دریافت: ۱۳۹۰/۰۶/۲۹

۱. مقدمه

ما در میان چالش برانگیزترین بحران مالی پس از بحران بزرگ قرار داریم. بسیاری از سازمان‌های مالی - چه سازمان‌های تحت نظارت و چه آنها که تحت نظارت نیستند - در اندازه و پیچیدگی به حدی رشد نموده‌اند که به منبع ریسک سیستمی تبدیل شده‌اند. همچنین، آشکار شده است که افزایش پیچیدگی ابزارهای مالی و تداوم شیوه‌های غیرشفاف بازاریابی و افشا، ریسک‌هایی جدی برای مصرف‌کنندگان (مشتریان)، مؤسسات و سرمایه‌گذاران به وجود می‌آورد. آسیب گسترده اقتصادی که از این بحران مالی ناشی شده است، فروض بنیادی مربوط به این مؤسسات مالی و نظارت بر آنها را که برای چندین دهه، همه تلاش‌های ما در زمینه نظارت را جهت‌دهی می‌کرد، مورد پرسش و تردید قرار داده است.

این مقاله، به بررسی اقداماتی خواهد پرداخت که می‌توانند با تقویت مقررات، نظارت و بهبود شفافیت بازار مالی، موجب کاهش آسیب‌پذیری‌های ناشی از ریسک سیستمی شوند. نخستین و مهم‌ترین گام، ایجاد یک مقام جدید ویژه در انحلال بنگاه‌های مالی غیربانکی است، بنگاه‌هایی که از نظر سیستمی مهم هستند. همچنین، اعمال تغییراتی در مقررات و نظارت به منظور انگیزه بخشیدن به بنگاه‌ها برای محدود نمودن اندازه و پیچیدگی فعالیت‌ها ضروری است. در اقدام مهم دیگر، باید انگیزش‌های جدیدی برای حمایت از منافع مصرف‌کننده ایجاد نمود تا دیگر شک و تردیدی در به خطر افتادن ایمنی و سلامت نظام مالی توسط ابزارها و شیوه‌های سوءاستفاده‌کننده، به وجود نیاید.

۲. بحران آشکار می‌شود

در دو سال اخیر، تغییرات فوق‌العاده‌ای در بازارهای مالی به وجود آمده است. آنچه که با اعلام زیان‌های دو صندوق سرمایه‌گذاری تحت مدیریت پراسترنز^۱ در ژوئن سال ۲۰۰۷ شروع شد، تا سطح چالش برانگیزترین بحران مالی از زمان وقوع رکود بزرگ، پیشرفت نموده است. وقوع پی‌درپی کاهش

رتبه‌های اعتباری، به تعطیلی بازارهای اوراق بهادارسازی و اعتبار ساخت‌مند^۱ منجر شد و یک بحران تأمین مالی را برای واسطه‌های مالی پدید آورد. زیان‌های اعتباری به تضعیف اعتماد سرمایه‌گذار و بلوکه شدن نقدینگی در تمام بازارها، به استثنای شفاف‌ترین بازارها، منجر شدند. در اواخر سال ۲۰۰۷، با افزایش ورشکستگی بانک‌ها و اعلام سیاست‌های دور از انتظار به منظور تزریق نقدینگی به بازارهای آمریکا توسط فدرال رزرو، تنش مالی به وضوح نمایان شد.

با آغاز سال ۲۰۰۸، وخیم شدن شرایط بازار رهنی و بازارهای دیگر ادامه یافت. در ماه مارس با همکاری فدرال رزرو، بر استرنز به مالکیت جی پی مورگن چیس^۲ درآمد و در ماه جولای، بانک ایندی‌مک^۳ با دارایی بیش از سی میلیارد دلار آمریکا، تعطیل و شرکت بیمه سپرده فدرال به‌عنوان حافظ مؤسسه جانشین در نظر گرفته شد. این ورشکستگی، پرهزینه‌ترین نمونه در تاریخ فعالیت شرکت بیمه سپرده فدرال است^۴. کمرنگ شدن اعتماد سرمایه‌گذار، انجمن رهن ملی فدرال^۵ و شرکت وام‌رهنی مسکن فدرال^۶ را ملزم نمود تا تحت سرپرستی و قیومیت قرار گیرند، لِمَن برادرز^۷ را نیز وادار به درخواست حمایت از ورشکستگی نمود و شرکت بزرگ بیمه ای.آی.جی.^۸ را مجبور به درخواست و دریافت ۸۵ میلیارد دلار آمریکا از طریق یکی از تسهیلات نقدینگی موقت از فدرال رزرو بانک نیویورک کرد و شرکت بیمه سپرده فدرال را نیز مجبور نمود تا برای نخستین بار از مورد استثنای ریسک سیستمی استفاده نماید.^۹ بلافاصله پس از ورشکستگی لِمَن برادرز، نقدینگی در بازار بین‌بانکی از بین

1. Structured Credit

2. J. P. Morgan Chase

3. Indy Mac Bank

۴. شرکت بیمه سپرده فدرال، مقدار زیان‌های وارد بر صندوق بیمه سپرده، به واسطه ورشکستگی بانک ایندی‌مک، را تقریباً بیش از ۱۱ میلیارد دلار آمریکا برآورد کرد.

5. Federal National Mortgage Association. (Fannie Mae).

6. Federal Home Loan Mortgage Corporation. (Freddie Mac).

7. Lehman Brothers

8. American International Group. (A.I.G.).

۹. براساس قانون، شرکت بیمه سپرده فدرال موظف شده تا با به‌کارگیری یک روش انحلال که از حداقل هزینه برای صندوق بیمه سپرده برخوردار است، به انحلال بانک ورشکسته بپردازد. مورد استثنای ریسک سیستمی، در مورد آزمون حداقل هزینه، برای شرایطی غیرعادی تنظیم شده است که تحت آن، به‌کارگیری روش حداقل هزینه می‌تواند اثرات به شدت نامطلوبی را بر شرایط اقتصادی یا ثبات مالی اعمال نماید. مورد استثنای ریسک سیستمی، تأیید دو سوم از اعضای هیأت مدیره شرکت بیمه سپرده فدرال، دو سوم از اعضای هیأت مدیره فدرال رزرو سیستم، و وزیر خزانه‌داری آمریکا (کسی که باید در ابتدا با رئیس جمهور ایالات متحده آمریکا مشورت نماید) را، لازم دارد. تا ۳۱ مارس ۲۰۰۹، شرکت بیمه سپرده آمریکا چهار بار در طول این بحران مالی، به مورد استثنای ریسک سیستمی توسل جسته است.

رفت. در واکنش به این امر، خزانه‌داری آمریکا تضمین‌های موقت برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول^۱ ارائه نمود و فدرال رزرو نیز فرآیند تأیید درخواست گلدمن ساکس^۲ و مِرگن استنلی^۳ را برای تبدیل شدن به شرکت‌های هلدینگ بانکی^۴، تسریع کرد.

کنگره در پاسخ به این شرایط، «قانون ثبات اقتصادی اضطراری»^۵ را در ماه اکتبر تصویب نمود؛ که به موجب آن، برنامه موقت آزادسازی دارایی خزانه‌داری آمریکا^۶ تأمین مالی شد. این برنامه، به سرعت به سرمایه‌گذاری مجدد در ۹ بانک از بزرگترین شرکت‌های هلدینگ بانکی در آمریکا پرداخت و تاکنون به سرمایه‌گذاری در بسیاری از بانک‌های دیگر پرداخته است. همچنین، قانون ثبات اقتصادی اضطراری، به طور موقت، حداکثر سقف بیمه سپرده را به ۲۵۰۰۰۰ دلار آمریکا افزایش داد. فدرال رزرو نیز شروع به اعطای تسهیلات مختلف جدید در تأمین مالی، با استفاده از اوراق بهادار با پشتوانه دارایی به‌عنوان وثیقه، نمود. همچنین، شرکت بیمه سپرده فدرال، برنامه تضمین موقت نقدینگی^۷ را پایه‌گذاری نمود که با هدف بهبود نقدینگی بانک، بدهی بانک را تضمین می‌نماید. جدیدترین برنامه‌ای که توسط خزانه‌داری آمریکا به اجرا درآمده است، با کمک شرکت بیمه سپرده فدرال و فدرال رزرو، تضمین‌هایی به بخش خصوصی به ترتیب برای خرید وام‌های رهنی زیان‌ده^۸ و اوراق بهادار ارائه می‌دهد.^۹

در بحران فعلی، بیشتر کشورهای اتحادیه اروپا و همچنین آمریکا مجبور شدند واکنش‌های ویژه‌ای را اتخاذ نموده و منابع مالی عمومی را برای حل مشکلات موسسات مالی آشوب‌زده خود، به کار

1. Money Market Mutual Funds

2. Goldman Sachs

3. Morgan Stanley

4. Bank Holding Companies

5. Emergency Economic Stabilization Act

6. US Treasury's Temporary Asset Relief Program

7. Temporary Liquidity Guarantee Program

۸. وام‌های رهنی زیان‌ده (Legacy Loans or Toxic Assets) بیانگر وام‌های رهنی یا دارایی‌های دیگر یک بانک است که از عملکرد بسیار ضعیفی برخوردار بوده و قابل معامله در بازار نیستند (مترجم).

۹- به منظور دسترسی به اطلاعات بیشتر در مورد این برنامه‌ها که در مواجهه با بحران فعلی شکل گرفته‌اند، می‌توان به این سایت رجوع نمود: <http://www.financialstability.gov/>.

برند. اتحادیه اروپا سطوح حداقل بیمه سپرده را افزایش داد و به دولت‌ها اجازه داد به تضمین بدهی کوتاه‌مدت بانکی و سرمایه‌گذاری مجدد در بانک‌هایی بپردازند که به‌طور اساسی از سلامت مالی برخوردارند. مقامات بلژیکی با تزریق سرمایه و تضمین همه وام‌های جدید بانک‌هایی که در معرض ریسک سیستمی قرار دارند، چندین بانک را نجات داده‌اند. دولت فرانسه برنامه‌ای را برای ارائه تضمین وام اعلام کرد و ممکن است حتی در صورت نیاز بانک‌ها به سرمایه، به خرید سهام آنها بپردازد. دولت آلمان، صندوق تثبیتی را برای حمایت سرمایه‌ای از بانک‌ها و خرید دارایی‌های تضعیف‌ارزش شده^۱ آنها معرفی نمود. در انگلستان، بانک مرکزی برنامه‌هایی را برای معاوضه دارایی‌های رهنی ریسکی بانک‌ها با بدهی دولت، با هدف ارائه کمک برای سرمایه‌گذاری مجدد و اعطای وجوه تسهیلاتی از طریق مزایده نقدینگی به بانک‌ها اعلام کرد.

تلاش‌های دولت برای ثبات نظام مالی در آمریکا و اروپا، به‌وضوح به گسترش غیرمتداول چتر حمایتی، در حدی فراتر از نقش سنتی آن منجر شد. این عملیات به دلیل ضرورت جلوگیری از شکست هر یک از مؤسسات در اثر متوقف‌شدن مسیرهای واسطه‌گری مالی، توجیه شده است؛ زیرا در غیر این صورت، اثرات سیستمی شدیدی بر نظام مالی جهانی و اقتصاد واقعی به‌جای خواهد گذاشت. ادغام اقتصادی و مالی به سطحی رسیده که هیچ کشوری نمی‌تواند از تحولات پدید آمده در نقاط دیگر جهان چشم‌پوشی نماید.

بحران مالی ادامه دارد و بانک‌های مرکزی و نهادهای مقررات‌گذار، کاملاً در تلاشند تا بار دیگر اعتماد سرمایه‌گذار را جلب کرده و واسطه‌گری مالی را احیا نمایند.

علاوه بر چالش‌های پیش‌گفت، پرسش جامع‌تری در این زمینه مطرح می‌شود، که چگونه می‌توان به بهترین نحو به نظارت بر نظام مالی و به‌ویژه بر بزرگترین بنگاه‌های مالی پرداخت، بنگاه‌هایی که می‌توانند ریسک سیستمی را به‌وجود آورند. در آمریکا، توجه در حال متمرکز شدن بر تغییرات و اصلاحات نظام مالی است، تغییراتی که ثبات نظام مالی را ارتقا بخشیده و آسیب‌پذیری‌های ما نسبت به ریسک سیستمی را کاهش خواهند داد.

۳. ناکامی در درک ریسک مالی

بازارهای مالی، منابع مالی را یا به صورت مستقیم از طریق بازارهای سرمایه و یا به صورت غیرمستقیم از طریق واسطه‌های مالی، به پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران انتقال می‌دهند. مصرف‌کنندگان، به طور سنتی، به مؤسسات مالی تحت نظارت وابسته‌اند. برای مثال، آنها در تأمین وام‌های رهنی یا وام‌های دیگر خرد، به بانک‌های تجاری و مؤسسات وام و پس‌انداز؛ در تهیه اوراق بهادار و ابزارهای دیگر سرمایه‌گذاری، به سازمان‌های کارگزاری و برای دسترسی به محصولات بیمه‌ای و ضمانتی، به شرکت‌های بیمه متکی هستند. در سال‌های اخیر، مؤسسات غیربانکی مختلف که تحت دامنه گسترده‌ای از مقررات فعالیت می‌کنند و یا آنها که تحت هیچ‌گونه مقرراتی نیستند، به فعالان مهم بازارهای خدمات مالی تبدیل شده‌اند. بزرگترین مؤسسات مالی تا حدودی به دلیل لغو قانون گلس-استیگال^۱ و محدودیت‌های دیگر مقرراتی، به سرعت از نظر اندازه و پیچیدگی رشد کرده‌اند. در حالی که هنوز تعداد زیادی از مؤسسات مالی سنتی وجود دارند، گروهی از مجتمع‌های مالی^۲ بسیار بزرگ، به انجام دامنه گسترده‌ای از فعالیت‌ها مشغول‌اند و به صورت فزاینده‌ای ارتباط بین آنها افزایش یافته است.

دهه پیش از وقوع بحران جاری، با گسترش سریع اعتبارات و برخلاف همیشه با نرخ‌های بهره پایین و مابه‌التفاوت‌های بازدهی^۳ اندک توصیف شده بود. در تلاش برای دستیابی به بازدهی‌های بیشتر، اعتبار در دسترس وام‌گیرندگان با ریسک بالا قرار گرفت و مابه‌التفاوت‌های بازدهی اندک، با افزایش اهرم مالی جبران شدند. به منظور مدیریت ریسک ناشی از اعطای تسهیلات به این وام‌گیرندگان و تسهیل اهرم‌سازی برای دستیابی به بازدهی‌های مطلوب، بازارهای مالی به گسترش و توسعه فزاینده ابزارهای مالی پیچیده برای کاهش ریسک، با انتقال آن به گروهی پرداختند که به بهترین شکل قادر به تحمل آن بودند. اهرم مالی توسط تأمین مالی اعتبارات خارج از ترازنامه، از طریق

1. Glass-Steagall

2. Financial Conglomerates

۳. منظور از مابه‌التفاوت بازدهی (Credit Spread) تفاوت بین بازدهی اوراق بهادار مختلف به دلیل تفاوت در کیفیت اعتباری آنهاست (مترجم).

اوراق بهادارسازی و مؤسسات با هدف خاص^۱، افزایش یافت. ترکیب افول استانداردهای تضمین فروش اوراق بهادار و افزایش اهرم مالی، به سرعت باعث گسترش اعتبارات شد و سرانجام ارزش سهام، کالاها و به ویژه مستغلات را به سطوح ناپایداری افزایش داد.

به محض از بین رفتن این حباب، کاهش در قیمت مسکن به کاهش گسترده‌ای در رتبه‌های اعتباری اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی درجه دوم^۲ و تعهدات بدهی وثیقه‌ای مرتبط به این اوراق بهادار منجر شد. سرانجام این زیان‌ها به ورشکستگی یا در آستانه ورشکستگی قراردادن تعدادی از مؤسسات مالی منجر شد که بیش از اندازه در معرض ریسک این بازار قرار گرفته بودند.

نظام مقررات‌گذاری مالی آمریکا در بسیاری از موارد نتوانست و خامت اوضاع را درک نماید و در نتیجه، ریسک را به نحو شایسته‌ای محدود نکرد. این امر تا حدودی به این دلیل به وقوع پیوست که بر اساس باور عمومی، بازارهای مالی از طریق مهندسی مالی، نظامی را ابداع نموده بودند که در آن، ریسک‌ها به آسانی شناسایی شده و از گروه‌های ریسک‌گریز، به گروه‌های علاقه‌مند، آماده و توانا در پذیرش این ریسک‌ها منتقل می‌شدند. سقوط این بازارها، این باورها را زیر سؤال قرار داد.

آنچه که با عنوان معاملات به‌خوبی درک شده و کاهش‌دهنده ریسک بین دو طرف معامله آغاز به کار کرد، هنگامی که به دفعات زیاد تکثیر و بین گروه‌های متعدد طرف معامله اجرا شد، در کل به معاملات ریسکی غیرشفاف تبدیل شد. اندازه و پیچیدگی بی‌سابقه بیشتر مؤسسات و ابزارهای مالی دنیای امروز، مسائلی جدی را در این زمینه مطرح نموده است که آیا این محصولات و مؤسسات مالی می‌توانند توسط سازوکارها و فنون موجود، به نحو مناسبی مدیریت و به‌طور مؤثری نظارت شوند. افزون بر این، اندازه و رشد چشمگیر فعالیت‌های مالی نظارت نشده خارج از نظام بانکی سنتی که نظام مالی سایه نامیده می‌شود، درک پویایی‌های واقعی بازارهای اعتباری بانکی و یا بازارهای سرمایه عمومی را برای مقررات‌گذاران و فعالان بازار، به شدت دشوار نموده است.^۳

1. Special Purpose Vehicles

2. Subprime Mortgage-Backed Securities

۳- این نظام مالی سایه، شامل موارد زیر است: ابزارهای مالی که تحت نظارت نیستند، مانند ابزارهای مشتقه معامله شده در فرابورس و مؤسسات فعال در زمینه ابزارهای خارج از ترازنامه، شامل مؤسسات با هدف خاص و مؤسسات غیربانکی، مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأمینی و صندوق‌های سهامی خصوصی. برای اطلاعات بیشتر در این زمینه به منبع زیر مراجعه شود:

- Congressional Oversight Panel, Special Report on Regulatory Reform. Washington DC.(2009). P28

تاکنون مقررات‌گذاران آمریکا از اختیارات گسترده‌ای در نظارت بر مؤسسات مالی و بازارها، و همچنین، محدود نمودن بسیاری از فعالیت‌های تضعیف‌کننده نظام مالی برخوردار بوده‌اند. به دلایل مختلف، این اختیارات به‌نحو مؤثری به‌کارگرفته نشده‌اند و در نتیجه نظارت انجام شده، به اندازه کافی، پیشگیرانه نبود. همچنین، کفایت قابلیت مدیریت ریسک مؤسسات پیچیده، به اندازه کافی مورد توجه واقع نشده بود. در اتخاذ تصمیمات مدیریت ریسک، به مدل‌های ریاضی اعتماد زیادی شده بود. ابزارهای خارج از ترازنامه، مجاز شده بودند در حوزه‌ای فراتر از مقررات احتیاطی عمل نمایند؛ به‌طوری که به‌نحو مؤثری از الزامات سرمایه مورد نیاز بانک‌ها و شرکت‌های هلدینگ در آمریکا، سرپیچی می‌کردند. البته شاید بیشتر از همه، ناتوانی در اطمینان بخشیدن به مصرف‌کنندگان از مناسب و پایدار بودن این ابزارها، مشکلات قابل توجهی، نه تنها برای مصرف‌کنندگان، بلکه برای سلامت و امنیت مؤسسات مالی ایجاد نمود.

مشکلات موجود در زمینه نظارت بر مؤسسات مالی پیچیده و بزرگ، به دلیل نبود روش‌های اجرایی و ساختارهایی برای انحلال مؤثر این مؤسسات- به‌صورت سازمان‌یافته و خارج از فرآیند عادی ورشکستگی- تشدید شده‌اند. برخلاف اختیارات قانونی ویژه به‌خوبی تعریف‌شده و مسلم شرکت بیمه سپرده فدرال در انحلال مؤسسات سپرده‌پذیر بیمه‌شده، چارچوب مقررات جاری ورشکستگی در آمریکا به‌نحوی طراحی نشده که ثبات نظام مالی را تأمین نماید.

۴. توجه به ریسک سیستمی

برخورداری از سازوکاری برای انحلال منظم مؤسساتی که ریسک سیستمی را به نظام مالی انتقال می‌دهند، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. ایجاد یک نظام انحلال که بتواند برای هر مؤسسه مالی که منبع ریسک سیستمی است، کاربرد داشته باشد، باید در اولویت فوری قرار گیرد. علاوه بر ضرورت دارا بودن یک نظام انحلال سازمان‌یافته برای بنگاه‌های مالی مهم از نظر سیستمی، به‌وضوح ضرورت اعمال تغییرات بیشتر در رویکرد مقرراتی و نظارتی ایجاب شده است، تغییراتی که خلأهای نظارتی را پوشش داده و همکاری را بهبود بخشند.

۱.۴. انحلال بنگاه‌های مالی دارای اهمیت سیستمی

در ورشکستگی یک بانک به صورت نمونه، وقتی بانک و شرکت هلدینگ بانکی کوچکترند و به عملیات پیچیده بازار سرمایه نمی‌پردازند، شرکت بیمه سپرده فدرال تحت اختیارات ویژه خود، برای انحلال بانک وارد صحنه می‌شود. شرکت بیمه سپرده فدرال فقط از مسئولیت کنترل بانک ورشکسته و حمایت از سپرده‌گذاران بیمه‌شده برخوردار است. از آنجا که بانک معمولاً تنها دارایی مهم شرکت هلدینگ بانکی است و بیشتر عملیات شرکت هلدینگ در درون بانک انجام می‌شود، مصادره بانک و جدا نمودن آن از شرکت هلدینگ بانکی، راهکاری ساده و کاراست. تصاحب بانک معمولاً شرکت هلدینگ را با عدم توانایی پرداخت دیون مواجه نموده و آن را ملزم به ورود در فرآیند ورشکستگی می‌کند. وقتی مهم‌ترین عملیات بانک در درون بانک یا شرکت‌های تابعه آن انجام می‌شود، شرکت بیمه سپرده فدرال می‌تواند از طریق عملیات عادی خود، به انحلال مؤسسه بپردازد.

با این وجود، شرکت بیمه سپرده فدرال در تلاش برای انحلال شرکت‌های هلدینگ بزرگتر و پیچیده‌تر، با دو مشکل مواجه می‌شود. اول آنکه، چگونه به امور یک شرکت تابعه در یک شرکت هلدینگ غیربانکی رسیدگی نماید؛ در حالی که عملیات آن نقشی کلیدی در فعالیت روزانه بانک، ایفا می‌نمایند. دوم آنکه چگونه از اعلام ورشکستگی یک شرکت هلدینگ مهم از نظر سیستمی، ممانعت به عمل آورد. بنابراین، هرچند شرکت بیمه سپرده فدرال از اختیار و قدرت انحلال هر بانک ورشکسته‌ای برخوردار است، اما بیشتر مواقع، اعمال این قدرت در مورد بانکی در یک شرکت هلدینگ بانکی پیچیده و بزرگ، غیرممکن است. شرکت‌های هلدینگ پیچیده بزرگ و تعدادی از بنگاه‌های دیگر مالی غیربانکی بزرگ، به فعالیت‌هایی می‌پردازند که نظام مالی را در معرض ریسک سیستمی قرار می‌دهند. اگر یکی از این مؤسسات دچار مشکل شود، هیچ نوع سازوکار انحلال جایگزینی به غیر از ورشکستگی، وجود ندارد. ثبت ورشکستگی، به بستن و خالص‌سازی ذخایر^۱ قراردادهای مشتقه شرکت‌های هلدینگ بانکی منجر می‌شود.

در ورشکستگی، توقف خودکاری بر بیشتر مطالبات بستانکاران وضع می‌شود، که با لحاظ یک وقفه، از فرآیند فروش و نقد نمودن بی‌موقع و ناکارای دارایی‌های بانک جلوگیری می‌نماید. توقف خودکار، باعث ایجاد مشکلات نقدینگی برای طلبکاران می‌شود، زیرا باید برای دریافت وجوه خود منتظر بمانند. قابلیت اجرای حقوق قراردادی در فسخ و خالص‌سازی قراردادهای مالی مشخص (مانند قراردادهای آتی، اختیار معامله و برخی از انواع مشتقه‌ها) در فرآیند عادی ورشکستگی، استثناست. این جداسازی و استثنا قائل‌شدن برای برخی از قراردادهای مالی مشخص، به «هجوم به سمت در»^۱ منجر خواهد شد؛ زیرا با درخواست خالص‌سازی و تسویه این قراردادها توسط طرف‌های مقابل، دارایی‌های کمتری برای تسویه مطالبه طلبکاران دیگر باقی خواهد ماند. هدف از در نظر گرفتن این استثناءها، حفظ ثبات نظام مالی از طریق محدود نمودن اثرگذاری ورشکستگی یک بانک بر طرف‌های مقابل آن است که از سلامت مالی برخوردارند. با این وجود، در دوره‌های بی‌ثباتی بازار، فسخ و خالص‌سازی قراردادهای مالی مشخص، می‌تواند به در هم شکستن بازار و کاهش قیمت‌های بازاری دارایی‌های مبنای^۲ منجر شود.

در مقابل، اختیارات در دسترس شرکت بیمه سپرده فدرال، به‌عنوان مقام انحلال‌گر ویژه، مانع فسخ و خالص‌سازی خودکار قراردادهای مالی یک مؤسسه سپرده‌پذیر بیمه‌شده، می‌شود. شرکت بیمه سپرده فدرال، پس از انتصاب به‌عنوان مدیر تصفیه، ۲۴ ساعت وقت دارد تا تصمیم‌گیری نماید که آیا قراردادها را به بانکی دیگر یا بانک واسطه‌ای که عامل شرکت بیمه سپرده فدرال^۳ است، انتقال دهد. در نتیجه، احتمال وقوع بی‌ثباتی و یا شیوع آن در اثر فسخ و خالص‌سازی سریع قراردادها، با انتقال قراردادهای مالی به یک طرف‌مقابل باثبات‌تر، تعدیل خواهد شد. چنین درنگ موقتی در فسخ قراردادها، به صراحت در کشورهای دیگر، از جمله اتحادیه اروپا، منتفی شده است.

نتایج حاصل از ثبت یک بنگاه مالی بزرگ از نظر سیستمی، برای برخورداری از حمایت در قبال ورشکستگی، به نحو شایسته‌ای در تجربه لِمَن برادرز منعکس شده است. در مورد این شرکت،

-
1. Rush to the Door
 2. Underlying Assets
 3. Federal Deposit Insurance Corporation Operated Bridge Bank

ثبت ورشکستگی به آغاز خالص‌سازی و فسخ قراردادهای مالی منجر شد؛ اما این فرآیند فقط در مورد شرکت بر استرنز انجام نشد، زیرا فدرال رزرو ۳۰ میلیارد دلار آمریکا به جی پی مُرگن چیس وام داد تا این شرکت را به مالکیت خود درآورد. این تملک باعث شد تا قراردادهای آن شرکت به طرف‌مقابل منتقل شوند. در ارتباط با لِمَن برادرز، به محض آنکه این شرکت از دادگاه ورشکستگی درخواست حمایت نمود (فصل یازده^۱) - رخدادی به‌وضوح بیانگر عدم توانایی پرداخت بدهی‌ها - خالص‌سازی و بستن حساب‌ها اعمال شد. به‌دلیل اندازه قابل‌ملاحظه شرکت لِمَن برادرز، ورشکستگی آن به مسدود شدن بازارهای اعتبار جهانی منجر شد. این اثر هنگامی وخیم‌تر شد که اعتباردهندگان دریافتند خیلی بزرگ بودن مؤسسه، الزاماً به عدم ورشکستگی آن منجر نمی‌شود. تفاوت‌های موجود در نتایج حاصل از چگونگی مدیریت بر استرنز و لِمَن برادرز نشان می‌دهد که مقامات مسئول به هیچ‌گونه واقعی دسترسی ندارند، جز اجتناب از فرآیند ورشکستگی بنگاه‌هایی که از نظر سیستمی از اهمیت ویژه‌ای برخوردارند. هنگامی که منافع عمومی در مخاطره قرار دارد، فرآیند انحلال باید از تجزیه سازمان‌یافته مؤسسه، پشتیبانی لازم را به‌عمل آورد؛ به‌طوری که نه فقط از منافع مالی بخش خصوصی، بلکه از منافع گسترده‌تر مالیات‌دهندگان و اقتصاد نیز حمایت نماید.

۲.۴. ایجاد یک نظام جدید انحلال

در ایجاد یک نظام جدید انحلال، نقش‌ها و مسئولیت‌ها باید به‌وضوح تعریف شوند و احتیاط لازم به‌عمل آید تا از بروز تضاد منافع جدید، اجتناب شود. در مورد بانک‌ها، کنگره به شرکت بیمه سپرده فدرال، قدرت نظارتی پشتیبان و اختیار منصوب کردن خود به‌عنوان مدیر تصفیه را اعطا نموده است؛ البته با اذعان به این مسأله که ممکن است تضادهایی بین مسئولیت‌های احتیاطی ناظر اولیه و تمایل او در پذیرفتن زمان الزامی بسته شدن مؤسسه تحت نظارت آن، به‌وجود آید. بنابراین، مقام مسئول جدید انحلال، باید مستقل از مقام نظارتی جدید برای ریسک سیستمی باشد.

۱. فصل یازده، فصلی از قانون ورشکستگی آمریکا است که اجازه تجدید سازمان‌دهی را برای شرکت ورشکست شده فراهم می‌آورد. در این فصل از قانون ورشکستگی که عموماً توسط مؤسسات شرکتی مورد استفاده واقع می‌شود، بدهکار می‌تواند همچنان کنترل عملیات کسب‌وکار خود را تحت نظارت و براساس حکم دادگاه برعهده بگیرد (مترجم).

این مقام جدید باید به‌نحوی طراحی شود که ارائه یارانه‌ها به سرمایه‌گذاران خصوصی را کاهش دهد تا خطر اخلاقی محدود شود. اگر کمک مالی خارج از فرآیند انحلال به بنگاه‌هایی اعطا می‌شود که از نظر سیستمی مهم هستند، این فرآیند باید آشکار، شفاف و با شیوه‌ای مبتنی بر بازبینی‌ها و هماهنگی‌هایی صورت پذیرد که به‌عنوان استثنای ریسک سیستمی در آزمون حداقل - هزینه به‌کارگرفته شده برای مؤسسات مالی بیمه‌شده، شناخته می‌شوند. هیچ نوع نهاد دولتی منفردی نباید به‌صورت یک‌جانبه، خارج از حدود تعیین‌شده فرآیند متداول انحلال، از توانایی اعمال تدابیر انحلال برخوردار باشد.

دستورالعمل‌های روشنی برای این فرآیند مورد نیاز است که باید به‌منظور کسب اعتماد سرمایه‌گذار و حفظ منافع خصوصی و عمومی، رعایت شوند. این امر به تفکر دقیقی نیاز خواهد داشت. دستورالعمل‌ها باید از انعطاف‌پذیری کافی برخوردار باشند تا با شرایط پیش‌بینی‌نشده تطابق یابند و موجب ارتقای اعتماد به نتایج شوند. به‌عنوان مثال، باید یک ساختار اولویت‌بندی به‌طور شفاف تعریف‌شده در تسویه مطالبات برحسب نوع بنگاه، موجود باشد.^۱ هر نوع برنامه انحلال، باید تحت یک آزمون هزینه قرار گیرد تا هزینه‌های عمومی را به حداقل رسانده و براساس حق تقدم مطالبات موجود، به انتقال زیان‌ها بپردازد. افزون بر این، این فرآیند باید تداوم هر نوع عملیات مهم سیستمی را ممکن سازد. قوانین حاکم بر فرآیند و مجموعه حق تقدم‌های تنظیم‌شده برای انتقال زیان‌ها به سهامداران و طلبکاران باید به‌وضوح بیان شده باشند و دقیقاً رعایت شوند؛ به‌طوری که بازارها بتوانند فرآیند انحلال را درک نموده و با قدری اطمینان، نتیجه را پیش‌بینی نمایند.

اختیار شرکت بیمه سپرده فدرال در ایفای نقش مدیر تصفیه و تأسیس یک بانک ارتباطی، برای حفظ وظایف اصلی و فروش دارایی‌ها، الگوی مناسبی را ارائه می‌کند. یک بانک ارتباطی این امکان را برای دولت فراهم می‌نماید که وظایف مهم سیستمی خود را ادامه دهد. همچنین، اجازه

۱. پرسش‌هایی در این زمینه مطرح می‌شود، مبنی بر این که کدام یک از انواع ابزارهای مالی باید از اولویت برخوردار شوند. برای مثال آیا سیاست‌های بیمه‌ای، پرداخت‌های مستمری سالانه، یا قراردادهای دیگر مصرف‌کننده، مشابه بیمه سپرده، باید دارای اولویت باشند؟

می‌دهد زیان‌ها به فعالان بازار انتقال یابند، کسانی که باید به‌نحو مناسبی ریسک را تحمل نمایند. افزون براین، امکان پدیدار شدن چندین خریدار برای بانک و دارایی‌های آن را به‌وجود می‌آورد که این امر می‌تواند زیان‌های وارد شده به مدیر تصفیه را کاهش دهد.

شرکت بیمه سپرده فدرال، از قدرت فسخ قراردادهای به محض ورشکستگی یک مؤسسه سپرده‌پذیر بیمه‌شده، برخوردار است؛ از جمله قراردادهای منعقد شده با مدیریت ارشد که دیگر به خدمات آنها نیازی نیست. فسخ این قراردادهای مدیریتی، به پشتوانه اختیارات امتناعی^۱ و اجرایی، در بیشتر موارد می‌تواند با تحمیل هزینه‌های اندک به شرکت بیمه سپرده فدرال، صورت پذیرد. افزون براین، هنگامی که شرکت بیمه سپرده فدرال، یک بانک ارتباطی را پایه‌ریزی می‌کند، می‌تواند قراردادهایی را با افرادی تنظیم نماید تا در مؤسسه ارتباطی که تحت نظارت شرکت بیمه سپرده فدرال است، در سمت‌های مدیریت ارشد به فعالیت مشغول شوند. همچنین، به مقام جدید مسئول انحلال باید اختیارات قانونی مشابهی اعطا شود.

در حالی که بسیاری از جزئیات وظایف یک مقام انحلال ویژه برای بنگاه‌های مالی مهم از نظر سیستمی باید مورد بررسی قرار گیرند، یک نظام جدید انحلال سیستمی را می‌توان توسط دریافت حق عضویت‌ها یا ممیزی‌های مورد مطالبه از این نوع بنگاه‌ها، تأمین مالی کرد. همچنین، در راستای اختیارات شرکت بیمه سپرده فدرال در ارتباط با مؤسسات بیمه‌شده، مقام مسئول انحلال باید از قدرت نظارتی پشتیبان بر بنگاه‌هایی که ممکن است ملزم به انحلال آنها شود، برخوردار باشد.

نیاز آشکاری به یک نظام انحلال ویژه، برای آن گروه از بنگاه‌های مالی به‌وجودآورنده ریسک سیستمی، خارج از فرآیند ورشکستگی، وجود دارد؛ همانند آنچه که برای بانک‌های تجاری و مؤسسات پس‌انداز و وام در نظر گرفته شده است. در صورت نبود نظامی که به‌صورت منظم به انحلال فعالیت‌های انجام‌شده در خارج از مؤسسه سپرده‌پذیر پردازد، ورشکستگی یک شرکت هلدینگ یا یک مؤسسه مالی غیربانکی که از نظر سیستمی از اهمیت قابل ملاحظه‌ای برخوردار است، به بی‌ثباتی مضاعف

منجر خواهد شد؛ زیرا تحت نظام جاری، مطالبات خارج از مؤسسه سپرده‌پذیر، دیگر از هیچ نوع قابلیت نقدشوندگی برخوردار نخواهند بود.

۳.۴. ناظر ریسک سیستمی

علاوه بر نیاز به یک نظام انحلال برای مؤسساتی که نظام مالی را در معرض ریسک سیستمی قرار می‌دهند، در حال حاضر بیشتر مطالعات، ضرورت ایجاد یک مقام ناظر بر ریسک سیستمی را مورد توجه قرار داده‌اند که یک رویکرد احتیاطی کلان را به مقررات می‌افزاید.^۱ در آمریکا بحث‌هایی درخصوص ایجاد مقام ناظر بر ریسک سیستمی به‌منظور رسیدگی به کاستی‌های کلیدی موجود در سیستم نظارتی فعلی مطرح شده است. براساس پیشنهادهای ارائه شده، این مقام ناظر جدید موظف است به پایش خطرپذیری‌های بزرگ و با به‌سرعت فزاینده - مانند وام‌های رهنی درجه دوم و تعهدات بدهی وثیقه‌ای - بین بنگاه‌ها و بازارها بپردازد؛ تا اینکه صرفاً در سطح بنگاه‌ها یا بخش‌های خاص به این امر مبادرت ورزد. این مقام ناظر همچنین باید به تحلیل اثرات خارجی بالقوه بین بنگاه‌های مالی یا بین بنگاه‌ها و بازارها بپردازد، مانند خطرپذیری‌های متقابل بین بنگاه‌هایی که به‌شدت به یکدیگر وابسته‌اند. افزون بر این، پیشنهادها ارائه شده، ضرورت وجود ناظری را ایجاب می‌نماید که از قدرت لازم در کسب اطلاعات و بازرسی بانک‌ها و فعالان اصلی بازار مالی از جمله مؤسسات مالی غیربانکی که ممکن است در شرایط فعلی تحت مقررات نظارتی فعالیت نکنند، برخوردار باشد. سرانجام، مقام ناظر بر ریسک سیستمی مسئول تنظیم استانداردهایی برای شیوه‌های مدیریت سرمایه، نقدینگی و ریسک در بخش مالی خواهد بود.

هرچند ممکن است منافی در ایجاد ناظر ریسک سیستمی موجود باشد، اما همچنان این ابهام وجود دارد که آیا صرف وجود یک ناظر ریسک سیستمی، می‌تواند از وقوع بحران در آینده جلوگیری نماید. ایجاد چنین مقام ناظری فرض بر آن دارد که نظام مالی همچنان با تعدادی مؤسسه مالی بزرگ و پیچیده، تبیین می‌شود. با این وجود در بلندمدت نمی‌توانیم انتظار داشته باشیم که مدیریت این بنگاه‌های بزرگ و مهم از نظر سیستمی و مقام ناظر بر ریسک سیستمی آنها، همواره راهکار درستی را

۱. برای مطالعه بیشتر به منابع زیر مراجعه شود:

- J. de Larosière. "The High-Level Group Report on Financial Supervision in the EU".
- The G30, Financial Reform: A Framework for Financial Stability. Washington DC.(2009).

در زمان مناسب، اتخاذ نمایند. مؤسسات مالی باید از بزرگ و پیچیده شدن این چینی برحذر شوند، زیرا آنها نظام مالی و اقتصاد را در معرض ریسک سیستمی قرار خواهند داد. در مقابل، باید نظامی را ترویج نماییم که به رفتار مدیران و ناظران آن وابسته نباشد. این نظام ترجیحاً باید به گونه‌ای طراحی شود که ورشکستگی یکی از بزرگترین مؤسسات مالی، بر اجزای دیگر آن هیچ اثری نداشته و یا تأثیر ناچیزی داشته باشد. به منظور حرکت در این جهت، ضروری است انگیزه‌هایی را ایجاد کنیم که سبب محدود کردن اندازه و پیچیدگی مؤسساتی شود که در غیر این صورت، ورشکستگی آنها به ریسک سیستمی منجر خواهد شد.

۴.۴. محدود کردن ریسک با محدود کردن اندازه و پیچیدگی

در دو دهه گذشته، بحث‌های زیادی در مورد این مسأله مطرح شده است که چرا باید به سازمان‌های مالی این اجازه داده شود که بزرگتر و پیچیده‌تر شوند. این دلایل شامل توانایی بهره‌مندی از صرفه‌های ناشی از مقیاس و حوزه فعالیت، متنوع نمودن ریسک در دامنه وسیعی از بازارها و محصولات، و دسترسی به بازارهای سرمایه جهانی هستند.

در این زمینه نیز ادعا می‌شد که افزایش اندازه و پیچیدگی این سازمان‌ها می‌تواند به شکل مؤثری با استفاده از ابداعات جدید در فنون مقداری مدیریت ریسک، مدیریت شود. نه تنها این مؤسسات ادعا می‌کردند که می‌توانند ساختارهای پیچیده خود را مدیریت نمایند، بلکه آنها چنین استدلال می‌کردند که ترکیب متنوع‌سازی و روش‌های پیشرفته مدیریت ریسک، به آنها اجازه فعالیت تحت سپرهای سرمایه‌ای را می‌دهد که به شکل محسوسی کمتر از مقدار سرمایه لازم برای مؤسسات کوچکتر و کمتر پیچیده است. در واقع، بسیاری از این مفاهیم، در نتیجه رویکردهای پیشرفته بال دو^۱ بودند که به سرمایه مورد نیاز کمتری برای این بانک‌ها منجر می‌شدند. با بررسی تجارب گذشته، اکنون روشن است که جامعه مقرراتی بین‌المللی، به مقدار زیادی بر منافع فرضی ناشی از متنوع‌سازی و عملیات مدرن مدیریت ریسک در تنظیم حداقل سرمایه مورد نیاز برای مؤسسات مالی بزرگ و پیچیده، تکیه نموده بود.

1. Basel II

به رغم وجود انتظارات و پیش‌بینی‌های صنعت در دستیابی به منافع ناشی از کارایی مالی، به‌نظر می‌رسد بازده ناشی از مقیاس، به سطحی خیلی پایین‌تر از اندازه بزرگترین مؤسسات مالی امروزی رسیده است.^۱ همچنین، تلاش‌های انجام شده برای تحقق بخشیدن به صرفه‌های ناشی از حوزه فعالیت، مطابق انتظار نبودند.^۲ در چند مورد، ترکیبات نهادی پیچیده‌ای که توسط قانون گرام - لیچ - بلیلی^۳ مجاز شناخته شده بودند، اصلاح شدند؛ زیرا آنها موفق نشدند صرفه‌های ناشی از حوزه فعالیت را تحقق بخشند.^۴ مطالعات صرفه‌های ناشی از افزایش مقیاس و حوزه فعالیت، به‌طور مستمر به این نتیجه رسیده‌اند که بیشتر بانک‌ها می‌توانند کارایی هزینه خود را با تمرکز تلاش‌های خود در کاهش ناکارایی‌های عملیاتی، در مقایسه با رشد همه‌جانبه، بیشتر بهبود بخشند.^۵

محدودیت‌هایی در توانایی متنوع‌سازی ریسک به‌وسیله اوراق بهادارسازی، تأمین مالی ساخت‌مند و ابزارهای مشتقه وجود دارد. هیچ کس شک و تردید ندارد که برای مؤسسات کوچکتر و با پیچیدگی کمتر، منفعی در متنوع‌سازی وجود دارد؛ اما هر چه مؤسسات، بزرگتر و پیچیده‌تر می‌شوند، توانایی آنها در تنوع بخشیدن به ریسک کاهش می‌یابد. وقتی یک نظام مالی شامل تعداد اندکی از سازمان‌های

۱. بوید و گراهام (۱۹۹۸) به بررسی اثرات ناشی از ادغام‌ها پرداختند و به شواهدی مبتنی بر منافع هزینه-کارایی، صرفاً در کوچکترین بانک‌ها، دست یافتند. منافع حاصله نیز، با افزایش اندازه بانک‌ها به‌سرعت از بین رفت و برای بانک‌های بزرگتر، منفی بود.

۲. برخی از مطالعات، به شواهد اندک و یا حتی نبود مدرکی در مورد وجود صرفه‌های ناشی از حوزه فعالیت، دست یافتند. از بین این مطالعات می‌توان به استیروه (۲۰۰۴)، آمل و دیگران (۲۰۰۲)، و دلانگ (۲۰۰۱) اشاره نمود. به‌منظور دسترسی به مباحث کامل در مورد ادبیات مربوط به اثرات ادغام در بانکداری، به منابع زیر مراجعه شود:

- Jones & Critchfield. (2005), Berger, Demsetz & Strahan. (1999).

3. Gramm-Leach-Bliley

۴. قانون مدرن‌سازی مالی گرام - لیچ - بلیلی (۱۹۹۹)، محدودیت‌های موجود در ترکیب بانکداری تجاری و سرمایه‌گذاری، و بیمه را که از سال ۱۹۹۳ نافذ بودند، ملغی نمود.

۵. برای مرور این ادبیات، کوان (۱۹۹۷) مشاهده نمود کارایی از نوسان زیادی بین بانک‌ها برخوردار است: «به‌طور متوسط، انحراف از حداقل هزینه محاسبه‌شده کاملاً زیاد است (در حدود ۲۰ تا ۲۵ درصد کل هزینه‌ها) و به‌نظر می‌رسد که این انحراف، بر تأثیرات ناکارایی مقیاس، غلبه نماید. این نتایج نشان می‌دهد که برای بانکی با اندازه متوسط، صرفاً در صورت بهبود کارایی عملیاتی، امکان کسب منافع کارایی وجود دارد؛ به‌بیان دقیق‌تر، باید عملیات خود را به‌نحو مناسبی انجام دهد به‌جای اینکه صرفه ناشی از مقیاس را مدنظر قرار دهد؛ در واقع، باید در اندازه مناسب فعالیت نماید».

خیلی بزرگ پیچیده است، به خوبی قادر به تنوع بخشیدن به ریسک‌ها نخواهد بود. با بزرگ شدن اندازه و اهمیت مؤسسات، آنها نه تنها سطحی از خطرپذیری ریسک را تقبل می‌نمایند که منعکس‌کننده ریسک بازار و شرایط کلی اقتصاد است، بلکه به متمرکز نمودن ریسک نیز می‌پردازند؛ زیرا آنها به تنها طرف‌های مقابل مهم در بسیاری از معاملاتی تبدیل می‌شوند که به تسهیل واسطه‌گری مالی در اقتصاد می‌پردازند.^۱ استدلال نادرست بحث متنوع‌سازی، در بحبوحه بحران مالی در شرایطی آشکار شد که سازمان‌های مالی پیچیده بزرگ به دلیل ارتباط بسیار نزدیکی که بین آنها وجود دارد، خود تبدیل به یک منبع ریسک برای نظام مالی شدند.

۴.۵. انگیزش‌های محدودکننده اندازه: تمرکز بر کفایت سرمایه

یک پیشنهاد برای کنترل اندازه و پیچیدگی بنگاه‌های مالی مهم از نظر سیستمی، وضع تعهدات مالی فزاینده بر آنها است؛ به طوری که منعکس‌کننده ریسک تشدید یافته آنها باشد. از این رو باید استانداردهای سرمایه مربوط به این بنگاه‌ها بازنگری شوند.

بدیهی است آن گروه از بنگاه‌هایی که از نظر سیستمی مهم بوده ولی تحت استانداردهای سرمایه قانونی نیستند، باید تحت این مقررات قرار گیرند. افزون بر این، استانداردهای سرمایه فعلی تحت توافق‌نامه سرمایه بال دو، از کفایت لازم برای نشان دادن ریسک موجود در بنگاه‌های مالی بزرگ و مهم از نظر سیستمی در دنیای امروز، برخوردار نیستند (در این توافق‌نامه، همه بنگاه‌ها باید از یک حداقل نسبت اهرمی برخوردار باشند). همچنین، هزینه‌های سرمایه‌ای اضافه‌تری باید بر اساس اندازه و پیچیدگی فعالیت وضع شود. ناظران نه تنها باید به افزایش سرمایه مورد نیاز بپردازند، بلکه باید میزان کفایت سرمایه این بنگاه‌ها را با در نظر گرفتن دارایی‌های خارج از ترازنامه و مؤسسات مالی معامله‌گر اوراق بهادار با پشتوانه دارایی^۲ به صورت شرایطی که ریسک‌ها در اقلام ترازنامه درج شده‌اند، مورد بررسی قرار دهند.

۱. در این زمینه می‌توان به مطالعه انجام شده توسط دنیگل و کواست (۲۰۰۲) و گزارش زیر مراجعه نمود:

G10. (2001). Consolidation in the Financial Sector: Working Group, Report to the Governors of the Group of Ten.

2. Conduits

در حال حاضر، استانداردهای سرمایه قانونی، به‌طور آشکار، مرحله‌ای از چرخه اقتصادی را که مؤسسات مالی در آن قرار دارند، مورد توجه قرار نمی‌دهند. از آنجا که مؤسسات به‌دنبال بهبود بازده سهام عادی خود هستند، اغلب از انگیزه کاهش سرمایه و افزایش اهرم مالی در شرایط مطلوب اقتصادی و بالا بودن درآمدها، برخوردارند؛ اما زمانی که کساد اجتناب‌ناپذیری به‌وقوع می‌پیوندد و زیان‌های ناشی از افزایش خطرپذیری‌های ریسک‌آلود اعتباری و بازار افزایش می‌یابند، ممکن است نسبت‌های سرمایه این مؤسسات به سطوحی کاهش یابد که دیگر به‌نحو مناسبی سطوح ریسک آنها را پوشش ندهد.

بنابراین، ضروری است ناظران، سیاست‌های سرمایه‌ای ضدچرخه‌ای را پایه‌گذاری نمایند. برای مثال، مؤسسات مالی باید ملزم به محدود نمودن سودهای تقسیم‌شده خود در مواقع سوددهی شوند تا به‌این‌ترتیب، سرمایه‌ای فراتر از حداقل مقدار قانونی نگهداری نمایند؛ یا نوعی سپر سرمایه قانونی برای پوشش زیان‌های اعتباری برآورد شده در طول چرخه - بیش از مقادیر منظور شده در ذخایر مطالبات مشکوک‌الوصول^۱ تحت استانداردهای فعلی حسابداری - ایجاد نمایند. کمیته نظارت بانکی بال در حال انجام مطالعاتی جهت تقویت سرمایه بانک‌هاست تا از انعطاف‌پذیری بانک در قبال حوادث نامطلوب اقتصادی و مالی آتی، اطمینان حاصل نماید. شرکت بیمه سپرده فدرال نیز به‌شدت، طراحان استانداردهای حسابداری را به تجدیدنظر در مدل حسابداری موجود برای مطالبات سوخت‌شده^۲ تشویق نموده است تا به‌نحو بهتری، صرفه‌های فعالیت وام‌دهی را منعکس نموده و این امکان را برای وام‌دهندگان فراهم سازند که پیش از وقوع چرخه اعتباری، زیان اعتباری را شناسایی نمایند.

آخرین حوزه قابل توجه در این زمینه در آمریکا، وضع محدودیت‌های بیشتر طبق قانون عملیات اصلاحی سریع^۳ برای بنگاه‌های بزرگ از نظر سیستمی است.^۴ زمانی که استانداردهای عملیات اصلاحی سریع برای نخستین بار اجرا شدند، برای ناظران طراحی شدند تا اقداماتی را در قبال

1. Loan Loss Allowances

2. Loan Loss

3. Prompt Corrective Action

۴. قانون اصلاح شرکت بیمه سپرده فدرال (۱۹۹۱)، یک چارچوب نظارتی جدیدی را با عنوان عملیات اصلاحی سریع، ایجاد نمود که ارتباط و پیوندی بین عملیات اجرایی و سطح سرمایه نگهداری شده توسط بانک، برقرار می‌نماید. عملیات اصلاحی سریع، نشان‌دهنده تلاش برای ارائه یک محرک به‌موقع و غیرصلاح‌پذیری در عملیات نظارتی است.

مؤسسات مالی دارای مشکل اتخاذ نمایند؛ پیش از آنکه آنها به‌طور جدی با کمبود سرمایه مواجه شوند. اما همان‌طور که حوادث اخیر به اثبات رساندند، این محدودیت‌ها برای انعکاس ریسک موجود در بنگاه‌های بزرگ از نظر سیستمی، کافی نیستند.

۴.۶. اقداماتی دیگر برای محدودسازی ریسک سیستمی

علاوه بر موارد پیش‌گفته، اقدامات دیگری نیز وجود دارند که می‌توانند برای محدود نمودن ریسک سیستمی، تقریباً به‌سرعت به‌کار گرفته شوند. برای مثال، قراردادهای بازار فرابورس می‌توانند به مبادله در بورس‌های به‌رسمیت شناخته‌شده ملی تشویق شوند؛ مدل‌های صدور-به-توزیع^۱ می‌توانند تحت مقررات افشای بهتری قرار گیرند؛ و گام‌هایی به‌منظور اصلاح مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری نیز برداشته شوند.

۴.۶.۱. بازارهای مشتقه‌های اعتباری و ریسک سیستمی

یکی از حوزه‌های مورد توجه ویژه، ضرورت بازبینی مقررات و نظارت بر بازارهای مشتقه‌های اعتباری است. مشتقه‌های اعتباری، ابزارها و بازارهایی را در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهند که می‌توانند در ایجاد اهرم‌های مالی عظیم و تمرکز بالا در ریسک، البته بدون توانایی پایش رد خطرپذیری ایجادشده توسط این ابزارها، مورد استفاده قرار گیرند. برای مثال، در سال‌های منتهی به بحران، یک بنگاه منفرد می‌توانست به خرید اوراق بهاداری از مجموعه وام‌های ترکیبی^۲ اقدام نماید و از طریق بازارهای فرابورس سوآپ‌های نکول اعتباری، چندین بار در هر یک از قراردادهای سوآپ نکول اعتباری^۳، به اهرم‌سازی مالی آن بدهی پردازد. در عین حال، این بدهی می‌تواند در قراردادهای شاخص سوآپ‌های نکول اعتباری، که توسط معامله‌گران فرابورس ایجاد می‌شوند، مورد ارجاع قرار گیرد و از این رو خطرپذیری‌های بیشتری را در ارتباط با آن بدهی به‌وجود آورد. حال اگر اوراق بهادار پایه نکول شود، دارندگان اوراق قرضه احتمالاً معادل بخشی از ارزش اسمی آن اوراق، متضرر خواهند شد؛ اما دارندگان سوآپ نکول اعتباری، با زیان‌هایی چندین برابر ارزش اسمی اوراق، مواجه خواهند شد.

1. Originate- to- Distribute Models
2. Pool of Loans
3. Credit Default Swap Index Contracts

رخدادها نشان داده‌اند که بازارهای سوآپ نکول اعتباری، منبعی از ریسک سیستمی هستند. بازار سوآپ نکول اعتباری در ابتدا به‌عنوان بازاری بین‌بانکی برای معاوضه ریسک اعتباری، بدون فروش وام‌های مبنا، تأسیس شد؛ اما تاکنون، به‌نحو چشم‌گیری گسترش یافته و صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأمین، شرکت‌های بیمه، شهرداری‌ها، صندوق‌های بازنشستگی دولتی و مؤسسات دیگر مالی را نیز دربر گرفته است. بازار سوآپ نکول اعتباری، آن‌چنان گسترش یافته که به ابزارهای شاخص فرابورس^۱ که فعالانه معامله می‌شوند نیز رخنه کرده و حتی باعث بروز مشکلات زیادی برای بازار بورس قراردادهای آتی شیکاگو شده است. بازارهای سوآپ نکول اعتباری، به‌عنوان ابزار مهمی در معاملات پوشش‌دهنده ریسک اعتباری به‌شمار می‌روند، اما به‌اهرم‌سازی نیز منجر می‌شوند و می‌توانند موجب افزایش چند برابری زیان‌های ریسک اعتباری دارایی مبنا شوند. از آنجا که تعداد معامله‌گران سوآپ‌های نکول اعتباری نسبتاً اندک است، به‌دلیل نبود عملیات مدیریت ریسک و تدابیر حفاظتی کافی، بازارهای سوآپ نکول اعتباری می‌توانند باعث ایجاد تمرکزی در ریسک طرف‌مقابل شوند، مسأله‌ای که برای ناظران و مؤسسات مالی مبهم باقی مانده است.

قراردادهای فرابورس باید در جهت انجام معاملات در بورس‌های تحت نظارت ملی و مجهز به سامانه‌های تسویه و پایاپای متمرکز (مشابه بازارهای بورس اختیار معامله سهام و قراردادهای آتی) تشویق شوند^۲. نظارت بر معاملات دیگری که در فرابورس انجام خواهند شد نیز باید تحت نظارت یک ناظر ملی صورت پذیرد، ناظری که از صلاحیت اعلام رسمی قواعد و استانداردهایی در زمینه شیوه‌های مناسب مدیریت ریسک، مشتمل بر موارد زیر، برخوردار باشد: شیوه‌های مورد نیاز در مدیریت ریسک اعتباری طرف‌مقابل و الزامات وثیقه‌ای، یکسان‌سازی رویه‌های فسخ قراردادها، استانداردهای گزارش‌دهی و تأیید مبادله و استانداردهای دیگر گزارش‌دهی عمومی و نظارتی که برای بهبود شفافیت بازار باید وضع شوند. برای مثال، معامله‌گران بازار فرابورس باید ملزم به گزارش‌دهی اطلاعات مبادلاتی منتخب، در سامانه‌ای مشابه ابزار گزارش‌دهی و تمکین مبادله^۳ شده باشند، به‌گونه‌ای که این اطلاعات

1. Over the Counter Index Products

۲. به گزارش گروه ۳۰ مراجعه شود.

3. Trade Reporting and Compliance Engine. (TRACE).

در دسترس عموم قرار گیرند.^۱ معامله‌گران فرابورس و بورس‌ها می‌توانند ملزم به گزارش‌دهی خطرپذیری‌های بزرگ و تمرکز ریسک، به یک مقام نظارتی شوند. این فرآیند می‌تواند مانند بورس‌های قراردادهای آتی الگوبرداری شود که در آنها خطرپذیری‌های واجد شرایط، به‌طور منظم به کمیسیون بورس قراردادهای آتی کالا گزارش می‌شوند. ضروری است در سامانه گزارش‌دهی، اطلاعات مربوط به مقدار تمرکزهای حاصله در مواضع خرید و فروش نیز ارائه شوند.

۴.۶.۲. مدل تجاری صدور- به - توزیع

یکی از مهم‌ترین عوامل ایجاد این بحران، کاهش شدید در ارزش، نقدشوندگی و عملکرد وثیقه اصلی آن گروه از اوراق بهادار با پشتوانه دارایی بوده است که پیشتر بسیار خوب رتبه‌بندی شده بودند. در سال ۲۰۰۸، بیش از ۲۲۱۰۰۰ گروه^۲ رتبه‌بندی شده از اوراق بهادارسازی با پشتوانه دارایی خصوصی، با کاهش رتبه مواجه شدند. این مسأله به کاهش گسترده اعتماد به مؤسسات رتبه‌بندی در ارزیابی اعتباری این نوع اوراق بهادار با پشتوانه دارایی منجر شد و بانک‌ها و سرمایه‌گذاران، ارزش دفتری این نوع از دارایی‌های نگهداری شده خود را کاهش دادند.

بسیاری از این اوراق بهادار که پیش‌ازین بسیار خوب رتبه‌بندی شده بودند، هرگز در بازارهای ثانویه مبادله نمی‌شدند و تحت الزام افشای عمومی ویژگی‌ها و عملکرد جاری وثیقه ذی‌ربط، قرار نداشتند و یا صرفاً به مقدار اندکی مشمول این مقررات بودند. به نظر می‌رسد انگیزه‌های مالی برای درآمد کوتاه‌مدت، باعث خلق حجم وسیعی از ابزارهای اوراق بهادارسازی شده با رتبه اعتباری بسیار بالا شد، البته در این فرآیند، توجه کافی به بررسی دقیق و شناسایی ریسک‌های در حال انتقال به سرمایه‌گذاران، صورت نپذیرفته بود. افزون‌براین، ممکن است برخی از ابعاد چارچوب نظارتی آمریکا، بانک‌ها و دیگر سرمایه‌گذاران نهادی را تشویق به پذیرش این باور نموده باشد که اوراق بهاداری با رتبه بسیار بالا، براساس تعریف، از حداقل ریسک برخوردار است.

۱. ابزار گزارش‌دهی و تمکین مبادله، برنامه‌ای است که گزارش‌دهی اجباری از معاملات بازار ثانویه فرابورس در اوراق بهادار با درآمد ثابت واجد شرایط را تسهیل می‌بخشد. کارگزاران/ معامله‌گران، ملزم به گزارش‌دهی معاملات اوراق قرضه شرکتی در این برنامه شده‌اند.

امروزه، راه‌های اصلاح انگیزه‌هایی که به شکست مدل صدور - به - توزیع منجر شدند، در میان گروه‌های مختلف سیاستگذاران در سراسر دنیا، مورد بررسی قرار گرفته‌اند. یکی از حوزه‌های مورد توجه آنها نیز بحث افشا است. برای مثال، گروه‌های اوراق بهادار سازی رتبه‌بندی شده^۱، باید تحت الزام افشای جزئیات مشخصات در سطح وام و گزارش‌های عملکرد منظم باشند. در بلندمدت، نقدشوندگی و اعتماد در صورتی می‌تواند بهبود یابد که قیمت‌های بازار ثانویه و حجم اوراق بهادار با پشتوانه دارایی، در سامانه‌ای مشابه سامانه برنامه گزارش‌دهی و تمکین مبادله گزارش شوند، سامانه‌ای که به ثبت این اطلاعات برای اوراق قرضه شرکتی می‌پردازد.

در افق زمانی بلندمدت‌تر، اگر صادرکنندگان (ناشران)^۲ وام‌هایی که تبدیل به اوراق بهادار می‌شوند، به نوعی ملزم شده بودند به حفظ خطرپذیری مشخصی در قبال دارایی‌های فروخته‌شده، بپردازند، ممکن بود یک الگوی پایدارتر صدور - به - توزیع حاصل شود. این عقیده توسط گروه ۳۰ تأیید شده و به‌طور جدی توسط کمیسیون اروپا مورد بررسی قرار گرفته است. برخی نیز در ایالات متحده متذکر شده‌اند که در اجرای این عقیده، چالش‌هایی وجود دارد؛ برای مثال، آیا ناشران باید از پوشش خطرپذیری خود در قبال سودهای انباشته منع شوند؟ اذعان به این مسائل و اصلاح مشکلات موجود در الگوی صدور - به - توزیع از اهمیت فراوانی برخوردار است و نوعی الزام به حفظ خطرپذیری، فراتر از شیوه‌های مرسوم گذشته در صنعت، همچنان باید مورد بررسی و مطالعه قرار گیرد.

۴.۶.۳. اصلاح مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری

شرکت بیمه سپرده فدرال به‌طور کلی با پیشنهاد گروه ۳۰، مبنی بر ضرورت اصلاح سیاست‌های نظارتی در مورد سازمان‌های رتبه‌بندی اوراق بهادار به رسمیت شناخته‌شده ملی^۳ و کاربرد رتبه‌های ارائه‌شده توسط آنها، موافق است. مؤسسات تحت نظارت باید در مورد ابزارهای ریسک اعتباری که در آنها سرمایه‌گذاری نموده‌اند، ارزیابی‌های مستقلی ارائه دهند. این مؤسسات باید ریسک زیان‌های بالقوه ناشی از دامنه وسیعی از عوامل ریسکی، شامل ریسک نقدشوندگی و ناپایداری قیمت را مورد ارزیابی قرار دهند. ناظران باید انگیزه‌ها

1. Rated Securitization Tranches

2. Originators

3. Nationally Recognised Securities Rating Organisations. (NRSROs).

و محرک‌هایی را مورد بررسی قرار دهند که در الگوهای تجاری فعلی این مؤسسات رتبه‌بندی به رسمیت شناخته شده، وجود دارد. برای مثال، یک حوزه کاری مهم در کمیته نظارت بانکی بال، ابداع استانداردهای عملیاتی در به‌کارگیری سرمایه مورد نیاز مبتنی بر رتبه‌بندی است. در آینده سرمایه مورد نیاز نباید این انگیزه را برای بانک‌ها به وجود آورد که کورکورانه بر رتبه‌های اعتباری یک مؤسسه رتبه‌بندی خوب، تکیه نمایند. پیش‌شرط‌های لازم برای به‌کارگیری سرمایه مورد نیاز مبتنی بر رتبه‌بندی باید این اطمینان خاطر را به وجود آورد که سرمایه‌گذاران و ناظران از دسترسی سریع به اطلاعات در سطح وام برخوردار خواهند بود، و ام‌هایی که دارای مبنای اوراق بهادار هستند؛ همچنین، انجام سطح مناسبی از ارزیابی دقیق را تضمین نمایند.

۵. حمایت از مصرف‌کننده

دیگر شک و تردیدی در وجود ارتباط بین حمایت از مصرف‌کنندگان در مقابل شیوه‌ها و ابزارهای سوءاستفاده‌کننده و امنیت و سلامت نظام مالی وجود ندارد؛ ابزارها و رویه‌هایی که ثروت خانواده و افراد را چپاول کرده، و در واقع، پایه و شالوده اقتصاد را تحلیل می‌برند. براساس آنچه که بحران فعلی به تصویر می‌کشد، ترکیب ابزارهای مالی به طور روز افزون پیچیده، با شیوه‌های بازاریابی و افشای غالباً مبهم، باعث بروز مشکلاتی نه تنها برای مصرف‌کنندگان، بلکه برای مؤسسات و سرمایه‌گذاران نیز خواهد شد.

به منظور حمایت مصرف‌کنندگان از ابزارهای مالی بالقوه زیان‌بخش، چارچوبی برای یک کمیسیون مستقل جدید ایمنی ابزار مالی، به صورت مستقل از مقامات مقرراتی و نظارتی (گونه‌ای از مدل نظارتی دو رأسی)^۱ در نظر گرفته شده است. به طور قطع، باید تلاش بیشتری در زمینه حمایت از مصرف‌کنندگان انجام شود. ایجاد یک نهاد جدید به منظور وضع استانداردهای حمایت از مصرف‌کننده سازگاری برای بانک‌ها و مؤسسات غیربانکی، باید چشم‌انداز ناظران بانکی و مقامات اجرایی مؤسسات مالی غیربانکی را دربرگیرد. ضروری است از این موضوع اطمینان حاصل شود که فعالیت‌های انجام شده در حمایت از مصرف‌کننده، براساس اطلاعات، منابع و مهارت نظارتی بانک‌های دیگر، تنظیم و تکمیل شده؛ و اجرای این قوانین در مورد بانک‌ها نیز به ناظران بانکی محول شده است.

1. Twin Peaks Regulatory Model

نظام فعلی در آمریکا این اجازه را به ناظران بانکی می‌دهد که دیدگاهی جامع از مؤسسات مالی بر پایه دو بُعد حمایت از مصرف‌کننده، و امنیت و سلامت داشته باشند. بر این اساس، ریسک‌هایی که مصرف‌کنندگان در معرض آنها قرار دارند نه تنها با ریسک‌های دیگر موجود در مؤسسات مالی، در ارتباط نزدیک خواهند بود؛ بلکه براساس برداشت کلی از این ریسک‌ها گزارش خواهند شد. همچنین ارزیابی‌های ریسک‌های دیگر - شامل ایمنی و سلامت - از دانش فعالان اصلی، روندها و مسائل نوظهور در مورد حمایت از مصرف‌کننده بهره‌مند می‌شوند. اگر نظارت بر حمایت از مصرف‌کننده از امور دیگر مقرراتی و نظارتی جدا شود، گردآوری اطلاعات مورد نیاز در انجام مؤثر وظایف مربوطه، برای هر یک از طرفین، سخت‌تر خواهد شد.

توسعه سیاستی باید به‌نحوی با دقت تنظیم شود که درک جامعی از مدیریت، عملیات، سیاست‌ها و شیوه‌های اجرایی در مؤسسات مالی را منعکس نماید. جایگزین کردن فعالیت‌های سیاستگذاری در زمینه حمایت از مصرف‌کننده در یک سازمان جداگانه، صرف‌نظر از زیرساخت تخصصی و بازرسی موجود، می‌تواند در نهایت به حمایت ناکارا از مصرف‌کنندگان منجر شود.

با این وجود، اگر یک کمیسیون جدا و مستقل برای ایمنی ابزار مالی پایه‌ریزی شود، این کمیسیون باید به حداکثر استفاده ممکن از منابع، تجربه، قدرت قانونی مقامات کنونی ناظر، در جهت تقویت مقررات مربوط به مؤسسات مالی تحت نظارت پردازد و مدیرانی را از مؤسسات نظارت بانکی در سطح هیأت مدیره کمیسیون، منصوب نماید. چنین کمیسیونی باید الزام به ارسال گزارش‌های دوره‌ای از کارایی فعالیت‌های حمایت از مصرف‌کننده کمیسیون و ناظران بانکی به کنگره، داشته باشد.

در صورت به‌وجود آمدن یک کمیسیون جدید، ضروری است استانداردهای یکسانی برای ابزارهای مالی ارائه شده توسط بانک‌ها و مؤسسات مالی غیربانکی، در نظر گرفته شود. این استانداردها باید برای تمامی کشورها و ناشران، به‌کارگرفته شوند؛ در غیر این صورت، همان‌گونه که در زمینه استانداردهای وام‌دهی رهنی مشاهده شد، شکاف‌های موجود موجب شکل‌گیری فشارهای رقابتی در تنزل استانداردها خواهند شد. استانداردهای شفاف همچنین، باعث اجرای سازگار استانداردهای تنظیم‌شده خواهند شد که در نهایت به حمایت مصرف‌کننده و در بُعد گسترده‌تر، به حمایت نظام مالی خواهند انجامید.

سرانجام، زمان آن فرا رسیده است که در آمریکا، محدود نمودن ممانعت فدرال از اجرای قوانین ایالتی در حمایت از مصرف‌کننده، مورد آزمون قرار گیرد. بی‌اعتبار شدن قوانین ایالتی به وسیله قوانین فدرال نشان می‌دهد که مؤسسات به ثبت رسیده و مجاز فدرالی، توسط قوانین دولتی محدود نمی‌شوند. این امر، به‌عنوان راهکاری برای بهبود کارایی بنگاه‌های مالی در نظر گرفته شده و استدلال می‌شد که باعث کاهش هزینه‌های مصرف‌کنندگان می‌شود. در حالی که ممکن است این فرآیند در کوتاه‌مدت صحیح باشد، اما اکنون مشخص شده است که لغو قوانین مناسب ایالتی، به‌ویژه آن گروه از قوانین مربوط به حمایت از مصرف‌کننده، فرصت آربیتراژ مقرراتی را فراهم آورده که در واقع، به یک نگرش «با تمام سرعت به سمت پایین»^۱ منجر شده است. در نظر گرفتن یک محدوده حداقل برای حمایت از مصرف‌کننده، براساس قانون فدرال یا ایالتی مناسب، در مقایسه با سیستم فعلی که سقفی را برای حمایت‌ها در نظر می‌گیرد، به‌نحو قابل ملاحظه‌ای حمایت از مصرف‌کننده را بهبود خواهد بخشید. شاید بازنگری شبکه موجود از قوانین فدرال و ایالتی مربوط به حمایت از مصرف‌کننده و انتخاب مناسب‌ترین قانون برای تعیین محدوده حداقل، بتواند به‌عنوان یکی از اولویت‌های اولیه در تشکیل کمیسیون ایمنی ابزارهای مالی در نظر گرفته شود.

۶. جمع‌بندی

بحران مالی جاری بیانگر ضرورت اعمال تغییراتی در انحلال و نظارت بر مؤسسات مالی است، به‌ویژه مؤسساتی که در نظام مالی از نظر سیستمی از اهمیت برخوردارند. انتخاب‌ها دشوار و در واقع دشوارتر شده‌اند؛ زیرا در شرایطی که گردباد مشکلات اقتصادی به‌طور مداوم ما را احاطه کرده‌است، سعی داریم به مشکلات رسیدگی کنیم. در حالی که به‌وضوح ضرورت انجام برخی اصلاحات، از جمله تدوین چارچوب قانونی برای انحلال آن گروه از مؤسسات مالی که از نظر سیستمی از اهمیت ویژه‌ای برخوردارند، مشاهده می‌شود؛ اما اصلاحات دیگر مورد نظر، از شفافیت کافی برخوردار نبوده و از این رو، ضرورت اعمال رویکردی دقیق و مشورتی در ارتباط با آنها، توصیه می‌شود.

منابع

- 1- Amel, D., Barnes, C., Panetta, F. and Salleo, C. (2002). Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence. Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series Working Papers, 47.
- 2- Berger, A. N., Demsetz, R. and Strahan, P.E. (1999). The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences and Implications for the Future. *Journal of Banking and Finance*, 23(2-4), PP 123-94.
- 3- Bliss, R. R. (2003). Bankruptcy law and Large Complex Financial Organizations : A Primer. Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives, 1st Quarter, PP 48-58.
- 4- Boyd, J. H. and Graham, S. L. (1998). Consolidation in US Banking: Implications for Efficiency and Risk. In Yakov Amihud and Geoffrey Miller (eds.), *Bank Mergers and Acquisitions*, Kluwer Academic, Dordrecht, PP 113-35.
- 5- Congressional Oversight Panel. (2009). Modernizing the American Financial Regulatory System: Recommendations for Improving Oversight, Protecting Consumers and Ensuring Stability. Special Report on Regulatory Reform, Washington, DC, January.
- 6- DeLong, G. L. (2001). Stockholder Gains from Focusing Versus Diversifying Bank Mergers. *Journal of Financial Economics*, 59(2), PP 221-53.
- 7- De Nicolo, G. and Kwast, M. L. (2002). Systemic Risk and Financial Consolidation: Are They Related? *Journal of Banking and Finance*. 26(5), PP 861-80.
- 8- Federal Deposit Insurance Corporation. (2009). Testimony of Sheila C. Bair, Chairman, FDIC, on Modernizing Bank Supervision and Regulation Before the US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs. 111th Cong., 1st sess., March 19.
- 9- G10. (2001). Consolidation in the Financial Sector: Working Group. Report to the Governors of the Group of Ten.

- 10- G30. (2009) .Financial Reform: A Framework for Financial Stability. Washington DC, January 15.
- 11- Jones, K. D. and Critchfield, T. (2005) .Consolidation in the US Banking Industry: Is the 'Long, Strange Trip' About to End? FDIC Banking Review, 17(4), PP 31-61.
- 12- Jones, K. D. and Nguyen, C. (2005) .Increased Concentration in Banking: Megabanks and Their Implications for Deposit Insurance. Financial Markets, Institutions and Instruments, 14(1), PP 1-42.
- 13- -Kwan, S. (1997).Efficiency of US Banking Firms — an Overview. Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 6.
- 14- Larosière, J. de. (2009) .The High-Level Group Report on Financial Supervision in the EU.
- 15- Stiroh, K. J. (2004) .Diversification in Banking: Is Noninterest Income the Answer? Journal of Money, Credit and Banking, 36(5), PP 853-82.





پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی