

طراحی مدل ایرانی

پیشنهاد مدل خصوصی - دولتی برای نهادهای مدیریت دارایی

که موسسات مالی مستقیماً روی آنها سرمایه‌گذاری و ناگهان با مشکل فقدان بازار برخورد کرده بودند. مساله دوم و متفاوت با مساله اول وام‌های معوقه یا مشکوک‌الوصول (NPL) هستند که دیگر به نقطه نکول رسیده‌اند و امیدوی به جریان نقدی خود وام نیست بلکه هدف تملک وثیقه پشتیبان وام و تبدیل آن به دارایی نقد است. فرق گروه اول و دوم این است که دارایی‌های گروه اول بیشتر دچار معضل نقدشوندگی است ولی ضربه خیلی شدیدی به ارزش آنها وارد نشده است ولی گروه دوم با معضل افت ارزش هم مواجه هستند.



معضل بانک‌های ما ترکیبی از این دو مساله است. چون هر چند بانک‌های ما سرمایه‌گذاری مستقیم چندانی روی ابزارهای مالی کاغذی ندارند ولی هم خودشان مستقیماً در دارایی‌هایی (عموماً در بخش زمین و مسکن) سرمایه‌گذاری کرده‌اند و به مشکل برخورد کرده‌اند و هم وام‌هایی پرداخت کرده‌اند که بازپرداخت نمی‌شود. بخش مهمی از دارایی‌های مساله‌دار در آمریکا و اروپا از جنس وام‌های مسکن (و در درجه بعدی وام‌هایی مثل خودرو و دانشجویی) بودند که هر چند زیربنای آنها یک دارایی فیزیکی بود ولی عملاً تبدیل به اوراق بهادار (Security) شده بودند. تفاوت وضعیت بانک‌های ما با آنها این است که بانک‌های ما وارث مستقیم دارایی‌های فیزیکی (مثل کارخانه) خواهند بود که برخلاف وام‌های مسکن اوراق بهادارسازی شده (MBS) برایش بازار کاغذی وجود ندارد.

ک به نظر شما چرا نهادهای مدیریت دارایی تاکنون در ایران راه‌اندازی نشده است؟
به نظرم مشکلات و ریشه‌های متعدد است. اول اینکه وقتی با بانکداری استاندارد می‌شود سود بالایی کسب کرد تمایل کمتری برای ورود به کسب و کارهای پیچیده و ریسکی مثل مدیریت دارایی‌های سسمی وجود دارد. مشکل دوم ضعف قوانین ورشکستگی ما و محدود بودن امکان عمل صاحبان بدهی برای تجدیدساختار موسسات ورشکسته است. در قوانین ورشکستگی خیلی از کشورها بین دو فرآیند انحلال و تسویه و تجدید ساختار در زمان ورشکستگی تفاوت قائل شده‌اند، چیزی که در آمریکا به فصل ۷ و فصل ۱۱ (Chapter 7 & 11) مشهور است. متأسفانه قانون تجارت ما عملاً به سمت انحلال و تسویه (فصل ۷) رفته است. در نتیجه صاحب بدهی دارایی مشکوک (مثلاً بانک یا نهاد تملک سرمایه) نمی‌تواند به سادگی در هیات‌مدیره شرکت مساله‌دار بنشیند و با اصلاح ساختار شرکت ارزش آفرینی کند. وقتی چنین نقشی از بین می‌رود قدرت ارزش آفرینی نهاد تملک سرمایه هم کم می‌شود و جذابیت سرمایه‌گذاری در این حوزه‌ها کاهش می‌یابد. در کنار اینها نبود ابزارهایی مثل اوراق بهادارسازی (Securitization) و دارایی‌های ساختاریافته (Structured Products) باعث می‌شود خریدار دارایی مسموم (یا خود بانک در درجه اول) نتواند به یک بازار سوم برای مبادله ارزش فعلی و جریان نقدی آتی این دارایی‌ها اتکا کند. نهایتاً حجم سرمایه بزرگی است که این موسسات نیاز دارند و گاه از توان بخش خصوصی ایران خارج بوده است.

ک این موسسات در دنیا بیشتر به شکل دولتی اند یا خصوصی؟
هر دو شکل وجود دارند. بازار خصوصی برای دارایی‌های نزدیک به نکول (Distressed Assets) مدت‌هاست که وجود دارد و صندوق‌های پوششی (Hedge Funds) و موسسات سهام خصوصی (Private Equity) و امثال آن فعلاً در این بازار حضور دارند. این شکل راه‌حل غیرمرکزی و توزیع شده معضل است که به بانک‌ها توصیه می‌کند به صورت انفرادی و با مذاکره با سرمایه‌گذاران خصوصی مشکل را حل کنند.

راه‌حل دولتی هم معمولاً به تبع بحران‌های مالی بانکی در کشورهای مختلف شکل گرفته است ولی در سال‌های اخیر و پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸ نقش آنها پررنگ‌تر و آشکارتر شد. بخش دولتی برخی کشورها مجبور شد مستقیماً وارد عمل شود و نهادهای مالی را نجات دهد. یک شکل نجات تزریق سرمایه (از طریق تملک سهام یا اعطای وام) بود. ولی شکلی که به بحث ما مربوط‌تر است و در سال‌های اخیر تقویت شدند همین نهادهایی بودند که در قالب برنامه‌های مختلف

مشکل معوقات سیستم بانکی اکنون به جدی‌ترین مشکل بانک‌های ایرانی بدل شده است. یکی از راهکارهایی که اخیراً برای خروج وام‌های معوق بانکی پیشنهاد شده است، راه‌اندازی موسسات مدیریت دارایی است. برای بررسی این نهادها و بازبینی درس‌هایی از بحران‌های بانکی برای سیستم مالی با حامد قدوسی، استاد پار اقتصاد مالی انستیتو فناوری استیونس آمریکا به گفت‌وگو پرداخته‌ام که شرح آن را در ذیل می‌بینید.

ک مشکل بانک‌ها انجام دارایی‌هاست و این انجام، تشنگی بانک‌ها و مشتریان بانک‌ها را رفع نمی‌کند. این موضوعی است

که اخیراً کارشناسان اقتصادی مطرح کشور بر آن تاکید داشته‌اند و معتقدند شرایط امروز ایجاب می‌کند که بین فعالان اقتصادی، سیاستگذار تولیدی، سیاستگذاران مالی و اقتصادی کشور در مورد اینکه صورت مساله چیست، اجماع شکل گیرد تا در مراحل بعدی در مسیر رفع این معضل گام برداشت. شما چه نظری در این باره دارید؟

فکر می‌کنم در مورد کلیات توافق نظر خوبی وجود دارد. ولی نکات مبهم در مورد قدم‌های بعدی و تفصیلی ماجرا هنوز برقرار است که شاید پاسخ‌های آن به جلو رفتن بحث کمک کند. من در اینجا برخی سوالات را فهرست می‌کنم.

۱- ریشه این مساله از کجا ناشی شده است: آیا وام‌های تحمیل شده به نظام بانکی منشاء معوقات است یا اینکه وضعیت بد اقتصادی باعث شده وام‌گیرندگان قادر به بازپرداخت نباشند. در واقعیت احتمالاً ترکیبی از هر دو است ولی نیاز است که سهم هر عامل را بدانیم.

۲- نقش سرمایه‌گذاری مستقیم نهادهای مالی در بخش املاک و مستغلات و پروژه‌های بزرگ ساختمانی در بروز این مساله چه بوده است و چه نیروهایی نهادهای مالی را به این سمت سوق داده است.

۳- ترکیب وثیقه‌های وام‌های معوقه (زمین و مستغلات یا دارایی‌های شرکت‌های صنعتی/تولیدی) چیست؟

۴- وضعیت ریسک بانک‌ها با در نظر گرفتن مطالبات معوقه چیست و تحت مقررات نظارتی مختلف (مثلاً بازل ۲ و ۳) وضعیت نقدشوندگی بانک‌های ما چه خواهد بود؟

۵- چطور باید مشکل به هم خوردن نسبت سهام و بدهی بانک (خروج از مرز نقدشوندگی تحت مقررات نظارتی) را پس از خارج کردن این دارایی‌ها از ترازنامه حل کرد؟

۶- قیمت‌گذاری دارایی‌های مشکوک‌الوصول به چه شکلی باید صورت گیرد؟ قیمت تعادلی تنزیل مربوط به مشکوک بودن و تنزیل مربوط به نقدشوندگی پایین باید به چه طریقی معلوم شود؟

۷- معضل کزفتاری آینده را باید چطور حل کرد؟

ک در همایش اخیر پژوهشکده پولی و بانکی به بحث نهادسازی خارج از بانک در راستای برطرف کردن مشکل مطالبات غیر جاری اشاره شده است. این موسسات چه سازوکاری دارند و چگونه قادر به حل معضل مطالبات معوق هستند؟

نقش اصلی این موسسات خارج کردن دارایی‌های غیر نقد، مشکوک (یا به قول معروف مسموم (Toxic)) یا مساله‌دار (Distressed) و نزدیک به نکول از ترازنامه نهادهای مالی و تزریق سرمایه جدید نقدشونده به ساختار سرمایه موسسات مالی است. شبیه اینکه کسی منزلی در جایی داشته باشد که فروش نمی‌رود یا مشکل سند دارد و الخ و در عین حال خرج درمانش نیاز به پول دارد. این فرد هر چند برخی دارایی‌های ثابت را داراست ولی جریان نقدی در اختیار ندارد. این موسسات جای دارایی غیرقابل نقد را با سرمایه نقد عوض می‌کنند و بعد سعی می‌کنند دارایی غیرنقد را در بازار دیگری به فروش برسانند.

البته باید بین دو گروه دارایی تفاوت قائل شویم: گروه اول دارایی‌های به اصطلاح مسموم بودند که در دوره بحران مالی هم خیلی از آنها اسم برده شد. اینها دارایی‌های عمدتاً مالی کاغذی بودند

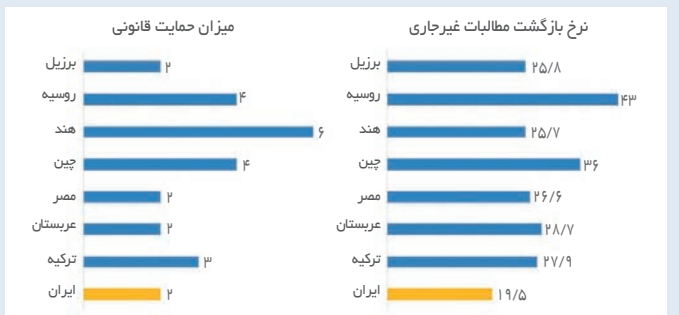


حمید بیگلری / معاون سابق مدیرعامل سیتی‌گروپ

راهاندازی به شرط عدم سیاسی کاری

به نظر من صلاحیت آن است که دارایی‌های بانک به دو گروه خوب و بد تفکیک شود. به هیچ عنوان توصیه نمی‌شود که مسوولیت مدیریت وام‌های سررسید گذشته به همان کارمندان واگذار شود که مسوول وضعیت بد فعلی بانک هستند. مدیریت وام‌های مشکوک الوصول نیاز به تخصص ویژه‌ای دربارہ ریسک دارد که متفاوت با مدیریت تسهیلات در شرایط عادی است. تفکیک دارایی‌های بانک به دو قسمت، باعث اجتناب از هدر رفتن تلاش‌های مدیریتی و پیدایش مشوق‌های نامعقول می‌شود. رویکردانی از روش‌های اشتباه گذشته نیز به بازسازی اعتماد به بانک‌های متوقف‌شده، کمک خواهد کرد. استدلالی که تشکیل یک موسسه مدیریت دارایی متمرکز را بر وصول مطالبات جداگانه برتری می‌دهد، آن است که سطح مقیاس بیشتر باعث استفاده بهتری از مدیریت حرفه‌ای و فناوری اطلاعات (IT) در تصفیه و اوراق بهادارسازی دارایی‌های مسدودشده می‌شود. به علاوه، وام‌های غیر جاری با سرعت و شفافیت و به طور کامل و مبتنی بر یک ضابطه واحد از شایبی، از بانک‌ها حذف می‌شوند. با وجود این مزیت‌ها، معایبی نیز در تمرکز این موسسات وجود دارد. مدیریت موسسات متمرکز معمولاً از بانک‌های خصوصی ضعیف‌تر بوده و کارایی فعالیت‌ها را کاهش می‌دهد. دلیل ضعف نسبی چنین موسسات دولتی این است که اغلب تحت فشار سیاسی به انتقال و پارک شدن وام‌های سررسید گذشته به جای تسویه، منجر می‌شود. اشکال بعدی این است که انتقال وام‌ها به یک شرکت متمرکز می‌تواند رابطه بین بانک‌ها و شرکت‌های طرف حساب را مختل سازد. ارتباطی که با توجه به دسترسی بهتر بانک‌ها به اطلاعات جزئی شرکت‌ها مفید است. همچنین، تجدید ساختار معمولاً نیازمند تسهیلات جدید بوده و ممکن است موسسات غیربانکی نظیر موسسات مدیریت دارایی متمرکز، از ظرفیت لازم برخوردار نباشند. از منظر تجربی، معمولاً نتیجه عملکرد موسسات مدیریت دارایی متمرکز، ضعیف بوده است. این عملکرد ضعیف به علت وجود فشارهای سیاسی، محدودیت‌های نظم‌دهنده بازار آزاد و وجود اهداف متضاد به وقوع پیوسته است. گرچه استثنایی هم وجود دارد که به دلایل خاصی موفق بوده‌اند. تجربه سوئد یک نمونه موفق نادر است که به دلیل رویکرد غیرسیاسی و واقع‌بینانه موسسه مورد نظر در جهت بهینه‌سازی بهبود اتفاق افتاد. موسسه RTC در آمریکا نیز به دلیل عمق زیاد بازارهای مالی و توسعه‌یافتگی بالای آنها و وفور متخصصان شایسته، موفق شد به سرعت دارایی‌ها را تصفیه کند. در بیشتر کشورهای، از مکزیک تا فیلیپین و سنگال، به علت ملاحظات سیاسی که دورنمای بهبود را متاثر ساختند، شاهد تجربیات ناموفق بوده‌ایم. اغلب این موسسات، کار مثبتی در مورد این نوع وام‌ها انجام نمی‌دهند تا خصومت و عداوت سهامدارانی را که ارتباطات قوی سیاسی دارند و مسوول وام‌ها می‌باشند، متوجه خود نسازند. این سازمان معمولاً به جای تجدید ساختار عملیاتی شرکت‌ها، صرفاً به تجدید ساختار بدهی‌ها پرداختند. در نتیجه، در بیشتر کشورهای ناموفق، ایجاد تمرکز در موسسات مدیریت دارایی، فرآیند تجدید ساختار شرکتی و بهبود شرایط اقتصادی را به تعویق انداخته است. در مجموع، اگر چنانچه به هر دلیلی تمایل برای تشکیل یک موسسه مدیریت دارایی متمرکز وجود داشته باشد، ضرورت دارد ضوابط زیر برای موفقیت در نظر گرفته شود:

- باید این موسسه به سرعت تشکیل شده و مکانیسم شفاف قیمت‌گذاری برای انتقال دارایی‌ها را مشخص کند
 - باید به اندازه کافی از قدرت مالی برخوردار باشد و قدرت و انگیزه لازم را برای عرضه سریع دارایی‌ها در بازار خصوصی داشته باشد.
 - باید در برابر تأثیرگذاری‌های سیاسی محافظت شود و نباید ابزار و محملی برای مخفی کردن خسارت‌ها و زیان‌های واردشده، شود.
 - باید به طور منظم مورد حسابرسی قرار گرفته و کیفیت دارایی آن توسط موسسات حسابرسی ثالث مورد تأیید قرار گیرد
 - سرانجام، باید با اختیار و قدرت زیاد و برای یک مدت کوتاه -مثلاً حداکثر بین سه تا پنج سال- تشکیل شود
- * این مقاله بر اساس سخنرانی نویسنده در بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران تنظیم شده است.



دارایی‌های مسموم نهادهای مالی را با سرمایه نقدشونده تهاوت می‌کردند.

❗ به نظر شما کدام ساختار برای ایران بهتر جواب می‌دهد؟

حداکثر من این است که این موسسات در قالب بخش خصوصی به سختی شکل می‌گیرد چون حجم عظیمی از سرمایه برای راهاندازی آن مورد نیاز است و بخش خصوصی چنین توانایی و خصوصاً چنین نقدینگی را در شرایط فعلی ندارد. ضمن اینکه پیشبرد مسائلی مثل تجدید ساختار و وضعیت حقوقی دارایی‌های تملک‌شده نیاز به فشار سنگین دولتی خواهد داشت. از طرف دیگر مدیریت صرف دولتی هم می‌تواند ناکارآمدی‌ها و رانت‌جویی‌های رایج خودش را به دنبال داشته باشد.

در نتیجه اگر بتوانیم به مدلی از مشارکت خصوصی-دولتی (PPP) در اینجا برسیم شاید به کارایی بهتری دست پیدا کنیم. نهادهای که در آن موسسات بزرگ مالی خصوصی، موسسات مالی نیمه‌دولتی و دولتی و برخی نهادهای مسوول دولتی (مثل بانک مرکزی و وزارت دارایی) با یکدیگر مشارکت کنند و ضمن حاکم بودن قواعد اقتصادی در آن از پشتیبانی دولت هم برخوردار باشد. طرفین دولتی و خصوصی می‌توانند از طریق مشارکت در سهام یا اعطای وام (Debt) در ساختار مالی نهاد مشارکت کنند. ضمن اینکه نهاد می‌تواند مشارکت سرمایه‌گذاران بلندمدت دیگری مثل شرکت‌های بیمه و بازنشستگی را هم جلب کند. می‌توانیم از ساختار معمول موسسات سرمایه خصوصی (Private Equity) الهام بگیریم که در هسته مرکزی نهاد سرمایه‌گذاران فعال (مثل بانک مرکزی و خود نظام بانکی) حضور داشته باشد و در حلقه بعدی شرکت‌های عمومی (General Partners) مثل شرکت‌های بیمه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری حضور پیدا کنند.

باید تأکید کنیم که چنین شرکتی نباید باعث اختلال قیمتی در بازار و خلق رانت‌های جدید یا تحمیل بار سنگین به خزانه دولت شود. هر چند فدرال رزرو لزوماً با بحث ما قابل مقایسه نیست ولی از نتایج فرآیند خرید دارایی‌های سمی می‌توان برای طراحی الگوی کل نهاد ایرانی الهام گرفت. مسوولان این بانک در پاسخ به نقدها گفتند بانک مرکزی آمریکا با خرید این دارایی‌ها نه تنها به موسسات مالی کمک کرده بلکه خود بانک هم سود زیادی از قبل افزایش قیمت دارایی‌ها در طول زمان کسب کرده است. در نتیجه حل مساله دارایی‌های مشکوک عملاً از جیب مالیات‌دهندگان نبوده و برنامه نجات دارایی‌های مسموم صرفاً یک بازار مفقوده (Missing Market) را دوباره خلق و برقرار کرده است. نگاه ما به این نهاد هم باید این گونه باشد.

❗ احتمال می‌رود این موسسات با توجه به درجه بالای احتمال نکول وام‌های معوق آنها را به ثمن بخش خریداری کنند. در این صورت آیا گرهی از مشکل حبس دارایی‌های بانکی در شرایط فعلی باز می‌شود؟

این یکی از نگرانی‌های عمده است که در سوال اول هم به آن اشاره کردم. فکر می‌کنم پس از مشخص شدن قیمت خرید دارایی‌ها برخی بانک‌ها عقب بنشینند و حاضر نباشند دارایی‌ها را با تنزیل سنگین واگذار کنند. البته باید دو نکته را از هم تفکیک کنیم. یکی اینکه حجم سرمایه بانک‌ها پس از قیمت‌گذاری مجدد دارایی‌های مشکوک و مسموم چقدر کاهش می‌یابد و این کاهش سرمایه چه نتایجی برای ظرفیت وام‌دهی آنان دارد. روشی که در کشورهای دیگر هم استفاده شده فشار به بانک‌ها از طرف نهادهای نظارتی برای تجدید ساختار سرمایه از طریق واگذاری سهام (Equity) به سرمایه‌گذاران جدید بوده است. بحث دیگر شفاف‌سازی ساختار مالی بانک‌ها و تبعیت از مقررات نظارت بانکی است. از این حیث خارج کردن این دارایی‌ها شفافیت را خیلی بیشتر می‌کند و اثرات مثبتی در بلندمدت دارد. البته همان‌طور که در موارد دیگر هم اشاره کردم مساله کژرفتاری (Moral Hazard) ناشی از آن همچنان باقی است.

❗ به نظر شما راهاندازی چنین نهادهایی برای ایران در اولویت قرار دارد یا ارتقا و راهاندازی شیوه‌های نوینی در رتبه‌بندی اعتباری مشتریان تسهیلات؟ در شرایط کنونی کدام مقدم است؟

من از تشبیه بیمار استفاده می‌کنم. یک وقت هست بیمار شما دچار حمله قلبی شده است. به این بیمار نمی‌توان گفت تغذیه‌ها را رعایت کن. اول باید حمله قلبی درمان شود ولی پس از دوره نقاهت به او توصیه خواهیم کرد که چه اصولی را رعایت کند که دچار حمله مجدد نشود. این دو حرکت جایگزین هم نیستند. اولی به مثابه یک شوک درمانی گذرا باید مشکل فعلی را حل کند ولی دومی (در کنار خیلی موضوعات دیگر) راه‌حلی برای بهبود کیفیت اعطا و نظارت بر وام‌ها در نظام بانکی است که اتفاقاً اگر درست اجرا شود می‌تواند منجر به تحرک بیشتر نظام بانکی در آینده هم بشود. ❗

