مدیریت کیفیت داوطلبانه اعتبارنامه‌ها و اعتماد در بازار بدهی: چالش‌ها و فرصت‌های پیش‌روی نهادهای رتبه‌بندی در اقتصاد نوظهور

(گفت‌وگو با دکتر فرهاد نیک‌پی، مدیرعامل شرکت رتبه‌بندی اعتبار پایدار و استاد اقتصاد مالی دانشگاه صنعتی امیرکبیر)

پرسش: با توجه به تجربه‌ی بحران‌های اعتباری سال‌های اخیر، چرا بازار بدهی ایران هنوز به نهادهای رتبه‌بندی اعتبار اعتماد کامل ندارد؟

پاسخ: بحران‌های اعتباری اخیر نشان داد که بسیاری از سرمایه‌گذاران به رتبه‌های منتشرشده تکیه کرده‌اند بدون آن‌که ساختار واقعی ریسک را بررسی کنند. وقتی یک اعتبارنامه با تأخیر یا پس از بروز مشکل تغییر رتبه می‌دهد، عملاً نقش هشداردهنده خود را از دست داده است. ما می‌خواهیم نشان دهیم که رتبه‌بندی می‌تواند زودتر از بازار حرکت کند، به شرط آن‌که مستقل بماند و فشار سیاسی یا تجاری بر آن تحمیل نشود.

پرسش: شما از «رتبه‌بندی داوطلبانه» صحبت می‌کنید. این یعنی چه و چه تفاوتی با رتبه‌بندی‌های الزامی دارد؟

پاسخ: در رتبه‌بندی الزامی، ناشر بدهی خود را نزد نهاد رتبه‌بندی می‌برد و هزینه را می‌پردازد. در مدل داوطلبانه، سرمایه‌گذار یا نهاد ناظر درخواست می‌دهد و ناشر حق دارد بپذیرد یا رد کند. این مدل شفاف‌تر است، اما به اعتماد بیشتری نیاز دارد. ما برای همین یک کمیته‌ی مستقل رتبه‌بندی تشکیل داده‌ایم که هیچ عضوی از سهام‌داران شرکت ندارد.

پرسش: روش شما برای ارزیابی ریسک نقدشوندگی چیست؟ آیا از مدل‌های خارجی استفاده می‌کنید؟

پاسخ: ما از ترکیب روش‌های کمی و کیفی استفاده می‌کنیم. مدل‌های خارجی را بررسی کرده‌ایم، اما آن‌ها را بدون تغییر وارد نکرده‌ایم. بازار بدهی ایران ویژگی‌هایی دارد که در مدل‌های اروپایی دیده نمی‌شود، مثل تمرکز شدید عرضه در چند ناشر بزرگ و وابستگی بالای نقدشوندگی به تصمیم‌های بانک مرکزی. اگر این ویژگی‌ها را نادیده بگیریم، رتبه‌ها گمراه‌کننده می‌شوند.

پرسش: در گزارش اخیر خود نوشته‌اید که ۶۳ درصد اوراق منتشرشده در سال گذشته فاقد رتبه‌ی معتبر بوده‌اند. چرا ناشران حاضر نیستند هزینه‌ی رتبه‌بندی را بپردازند؟

پاسخ: بخشی از دلیل، نبود فشار است. وقتی سرمایه‌گذار رتبه را نمی‌خواهد، ناشر هم انگیزه‌ای برای پرداخت ندارد. بخشی دیگر به هزینه برمی‌گردد؛ به‌ویژه برای ناشران کوچک و متوسط که حجم انتشارشان کم است. ما پیشنهاد کرده‌ایم که برای این گروه هزینه‌ها کاهش یابد و به‌جای آن، افشای اطلاعات الزامی‌تر شود. در عوض، ناشر باید بداند که بدون رتبه، بازار با او با احتیاط بیشتری رفتار می‌کند.

پرسش: برخی معتقدند که رتبه‌بندی‌ها خود به بحران دامن زده‌اند. پاسخ شما به این انتقاد چیست؟

پاسخ: این انتقاد تا حدی درست است. رتبه‌بندی‌ها وقتی دیر یا همراه جمع حرکت کنند، بحران را تشدید می‌کنند. ما تلاش کرده‌ایم از این الگو فاصله بگیریم و به‌جای واکنش، پیش‌نگر باشیم. البته این کار ساده نیست و ممکن است در کوتاه‌مدت با نارضایتی ناشران روبه‌رو شویم. اما اعتبار بلندمدت ما در گرو همین استقلال است.

پرسش: برنامه‌ی شما برای سال ۱۴۰۴ چیست؟ آیا قصد دارید وارد بازار سهام هم شوید؟

پاسخ: در حال حاضر نه. تمرکز ما بر بدهی است، چون تخصص ما همین‌جاست. اما در نظر داریم یک واحد تحلیل بخش و صنعت راه بیندازیم تا گزارش‌های کیفی‌تری درباره‌ی ساختار درآمد و ریسک‌های زیست‌محیطی شرکت‌ها منتشر کنیم. اگر این کار جواب بدهد، شاید سال بعد به سهام هم ورود کنیم.

پرسش: اگر بخواهید در یک جمله به یک تحلیل‌گر جوان بگویید چرا باید به رتبه‌بندی اعتماد کند، چه می‌گویید؟

پاسخ: نگویید اعتماد کند؛ بگویید بررسی کند. رتبه‌ها را مثل یک نقطه‌ی شروع ببیند، نه پایان کار. هر رتبه‌ای باید با پرسش‌های بیشتری از سوی سرمایه‌گذار همراه باشد. اگر این عادت شکل بگیرد، بازار بدهی ما هم سالم‌تر می‌شود و هم ما کار سخت‌تری برای انجام خواهیم داشت.

پرسش: در گزارش اخیر خود نوشته‌اید که ۶۳ درصد اوراق منتشرشده در سال گذشته فاقد رتبه‌ی معتبر بوده‌اند. چرا ناشران حاضر نیستند هزینه‌ی رتبه‌بندی را بپردازند؟

پاسخ: بخشی از دلیل، نبود فشار است. وقتی سرمایه‌گذار رتبه را نمی‌خواهد، ناشر هم انگیزه‌ای برای پرداخت ندارد. بخشی دیگر به هزینه برمی‌گردد؛ به‌ویژه برای ناشران کوچک و متوسط که حجم انتشارشان کم است. ما پیشنهاد کرده‌ایم که برای این گروه هزینه‌ها کاهش یابد و به‌جای آن، افشای اطلاعات الزامی‌تر شود. در عوض، ناشر باید بداند که بدون رتبه، بازار با او با احتیاط بیشتری رفتار می‌کند.

پرسش: برخی معتقدند که رتبه‌بندی‌ها خود به بحران دامن زده‌اند. پاسخ شما به این انتقاد چیست؟

پاسخ: این انتقاد تا حدی درست است. رتبه‌بندی‌ها وقتی دیر یا همراه جمع حرکت کنند، بحران را تشدید می‌کنند. ما تلاش کرده‌ایم از این الگو فاصله بگیریم و به‌جای واکنش، پیش‌نگر باشیم. البته این کار ساده نیست و ممکن است در کوتاه‌مدت با نارضایتی ناشران روبه‌رو شویم. اما اعتبار بلندمدت ما در گرو همین استقلال است.

پرسش: شما از «رتبه‌بندی داوطلبانه» صحبت می‌کنید. این یعنی چه و چه تفاوتی با رتبه‌بندی‌های الزامی دارد؟

پاسخ: در رتبه‌بندی الزامی، ناشر بدهی خود را نزد نهاد رتبه‌بندی می‌برد و هزینه را می‌پردازد. در مدل داوطلبانه، سرمایه‌گذار یا نهاد ناظر درخواست می‌دهد و ناشر حق دارد بپذیرد یا رد کند. این مدل شفاف‌تر است، اما به اعتماد بیشتری نیاز دارد. ما برای همین یک کمیته‌ی مستقل رتبه‌بندی تشکیل داده‌ایم که هیچ عضوی از سهام‌داران شرکت ندارد.

پرسش: روش شما برای ارزیابی ریسک نقدشوندگی چیست؟ آیا از مدل‌های خارجی استفاده می‌کنید؟

پاسخ: ما از ترکیب روش‌های کمی و کیفی استفاده می‌کنیم. مدل‌های خارجی را بررسی کرده‌ایم، اما آن‌ها را بدون تغییر وارد نکرده‌ایم. بازار بدهی ایران ویژگی‌هایی دارد که در مدل‌های اروپایی دیده نمی‌شود، مثل تمرکز شدید عرضه در چند ناشر بزرگ و وابستگی بالای نقدشوندگی به تصمیم‌های بانک مرکزی. اگر این ویژگی‌ها را نادیده بگیریم، رتبه‌ها گمراه‌کننده می‌شوند