

بازارهای اوراق بهادار در کشورهای با اقتصاد نوظهور

مروری بر مسائل سیاستگذاری

فیلیپ ترنر¹

مترجم: ال ناز تجویدی

1. مقدمه

بانک‌های مرکزی انگیزه‌های متعددی در توسعه بازار اوراق قرضه دارند. در سطح بنیادی، بازارهای اوراق قرضه دولت در تأمین کسری بودجه به صورت غیر تورمی کمک می‌کنند و بنابراین اثر بخشی سیاست‌های پولی را افزایش می‌دهند. علاوه بر این، اغلب بانک‌های مرکزی از بازارهای اوراق قرضه دولت برای هدایت سیاست‌های پولی استفاده می‌کنند، در ابعاد مختلف مدیریت بدهی‌های دولتی به عنوان نماینده دولت عمل می‌کنند، بر سیستم‌های تهاتر و تسویه نظارت می‌کنند و مسئول ثبات سیستم مالی هستند، و اغلب نیز به طور مستقیم بر بانک‌ها نظارت می‌کنند. تنوع زیاد بدین معناست که مسائل سیاست‌گذاری ایجاد شده بسیار مختلف هستند. بسیاری از این مسائل را گروه‌های کوچکی از بانک‌های مرکزی در بانک تسویه حساب‌های بین‌المللی در نشست دو روزه در دسامبر سال 2001 مد نظر قرار دادند. مقاله حاضر برخی از مسائل مهم‌تری را که در این جلد درباره‌ی آن‌ها بحث شد، به طور خلاصه بیان می‌کند.

در طول سال‌های گذشته، بازارهای نوظهور اوراق قرضه افزایش چشمگیری داشته است. با در نظر گرفتن بازارهای نوظهور به صورت گروهی، اوراق قرضه منتشر شده در سال 2000، 36 درصد تولید ناخالص داخلی در سال 2000 بود

¹ Philip Turner

در حالی که در سال 1994 تنها 24 درصد بود (جدول 1). در طول این دوره، سهم بدهی‌های کوتاه مدت در منطقه آمریکای لاتین کاهش چشمگیری داشت.

جدول 1

رشد اخیر در بازارهای اوراق بهادار

بدهی کوتاه مدت به صورت درصدی از کل بدهی				منتشر شده ¹		
اوراق بهادار بین‌المللی		اوراق بهادار داخلی				
2000	1995	2000	1995	2000	1994	
6	5	22	19	39	26	آسیا
7	12	37	53	37	22	آمریکای لاتین
...	...	15	15	24	24	اروپای مرکزی
6	9	25	29	36	24	جمع کل

¹ اوراق قرضه داخلی و بین‌المللی به صورت درصدی از تولید ناخالص داخلی

منبع: نگاه کنید به مقاله میهالجیک، سکاٹیگنا و ویلار² در این جلد

2 – بازارهای بدهی: مسائل عمومی سیاست‌گذاری

2.1 – چرا بازار بدهی ایجاد شود؟

بخشی از انگیزه‌ی ایجاد بازار بدهی، خاص (در ارتباط با برآورده ساختن نیازهای استقرایی خاص به صورت کارآ) و بخشی از آن، عام است (در ارتباط با ملزم نمودن بازارهای مالی به عملکرد اثر بخش‌تر). اولین دلیل خاص برای ایجاد بازار اوراق قرضه در اغلب کشورها تأمین کسری‌های سالانه بود. در حکومت‌های مالی بسیار قانونمند که پیش از دهه 80 غالب بود، دولت اغلب بازارهای نوظهور می‌توانست بخش عمده‌ای از نیازهای استقرایی خود را با ملزم نمودن بانک‌های داخلی به نگهداری اوراق دولتی، تأمین نماید، که این کار معمولاً برای برآورد ساختن الزامات بسیار مشکل مرتبط با ذخیره گرفتن بود. در بسیاری از کشورها، تورم بخشی از کسری دولت را «تأمین مالی» می‌کرد. همچنین استقرای خارجی نیز یک راه کار ممکن دیگر بود. ریسک نرخ ارز

² Mihaljek, Scatigna and Villa

این گونه استقراض، در شرایط پیشتری که نرخ تبدیل در آن ثابت بود، نسبتاً پایین بود. چنین روش‌های تأمین مالی با آزاد سازی فزاینده بازارهای مالی و جریان‌های سرمایه در سراسر جهان، اتخاذ سیاست‌های ضد تورمی و نرخ ارز انعطاف پذیر، کاهش پیدا کرده است. دولت‌ها به طور فزاینده‌ای مجبور به استقراض از بازارهای داخلی شدند. علاوه بر این کشورهای مختلف با نیاز به تأمین مخارج غیر عادی بسیار بالا مواجه شدند. تأمین مالی برای تجدید ساختار بانک نمونه‌ای است که اخیراً در اغلب بازارهای نوظهور وجود دارد.

دومین دلیل خاص برای ایجاد بازار اوراق قرضه، نیاز به سازی جریان ورودی بسیار زیاد سرمایه است. این مورد چالشی برای اغلب بانک‌های مرکزی در طول نیمه اول دهه 90 بود. در نبود بازار اوراق قرضه کاملاً توسعه یافته، بانک مرکزی برای هدایت بازارهایی که در اختیار خود دارد تنها از ابزارهای بدهی کوتاه مدت استفاده می‌کند. فرآیند عقیم سازی که عمدتاً بر انتشار اوراق کوتاه مدت تکیه دارد، منجر به افزایش نرخ بهره کوتاه مدت و در نتیجه افزایش جریان ورودی این اوراق می‌شود. این ریسک‌ها ساختار جریان‌های ورودی را به سمت کوتاه مدت شدن می‌کشاند. عقیم‌سازی از طریق فروش اوراق قرضه چنین ریسکی را کاهش می‌دهد.³

اگر چه دلایل خاص توسعه بازارهای اوراق قرضه عمدتاً ناشی از بخش عمومی است، استقراض کنندگان بخش خصوصی نیز نیازمند دستیابی به تأمین مالی بلند مدت هستند، چه این کار مستقیماً از بازار سرمایه یا به صورت واسطه‌ای توسط بانک‌ها صورت گیرد. شرکت‌های سهامی نیازمند تأمین مالی پروژه‌های ثابت سرمایه‌گذاری هستند که انتظار می‌رود بازدهی آن‌ها بلند مدت باشد. در برخی موارد، تقاضاهای خاص بخش خصوصی برای تأمین مالی منجر به توسعه بیش‌تر بازارهای بدهی شده است.

دلایل عمومی مختلفی نیز برای توسعه بازارهای بدهی وجود دارد.⁴ دلیل اصلی کامل‌تر کردن بازارهای مالی با ایجاد نرخ بهره‌ای است که منعکس کننده هزینه فرصت وجوه در سررسید باشد. چنین بازاری برای سرمایه‌گذاری و تصمیمات کارای تأمین مالی ضروری است. علاوه بر این، وجود ابزارهای قابل معامله به مدیریت ریسک کمک می‌کند. اگر تنها طیف اندکی از این ابزارها در اختیار استقراض کنندگان بود (مثلاً در قالب سررسید، ارز و ...)، آن‌ها در معرض ناهماهنگی چشمگیری بین دارایی‌ها و تعهدات خود قرار می‌گرفتند. به عنوان مثال اگر بازارهای اوراق قرضه وجود

³ خلاصه‌ای مفید از این مورد توسط فرانکل (Frankel)(1993) در این جلد تهیه شده است.

⁴ برای توضیح مناسبی از این‌که چرا بازارهای اوراق قرضه هسته‌ی توسعه مالی هستند، نگاه کنید به هرینگ و چتوسریپیتیک (Herring and Chatusripitak)(2001).

نداشت، شرکت‌ها مجبور می‌شوند که تحصیل دارایی‌های بلند مدت را با تحمل بدهی‌های کوتاه مدت تأمین مالی کنند. در نتیجه، سیاست‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها به نفع پروژه‌های کوتاه مدت جهت گیری می‌یافت و از عملیات کارآفرین فاصله می‌گرفتند. اگر شرکت‌ها با استقراض از بازارهای اوراق قرضه بین‌المللی فقدان بازار اوراق قرضه داخلی را جبران می‌کردند، خود را در معرض ریسک نرخ ارز خارجی قرار می‌دادند.

ریسک ایجاد شده از چنین ناهماهنگی باید مدیریت می‌شد و توانایی انجام چنین کاری اغلب بستگی به این دارد که بتوان اوراق بهادار را به حد کافی مصون نمود. هر چه گستره‌ی ابزارهای که در بازار مبادله می‌شوند بیشتر باشد، مصون سازی به این صورت بیش تر در دسترس است.⁵ بازارهای سیال به مشارکت کنندگان بازار مالی در مصون شدن در برابر ریسک کمک می‌کنند. در صورتی که ریسک بین تعداد زیادی مشارکت کننده پخش شود - و بر تعداد اندکی متمرکز نشود - و بتواند به شرکت‌هایی منتقل شود که بهتر از همه توان تحمل آن را دارند، هزینه‌های واسطه‌گری کاهش می‌یابند و می‌توان سیستم مالی را با ثبات تر ساخت. هر قدر که حساب‌های سرمایه‌ای بیشتر آزاد شود، نیاز به تقویت سیستم مالی به این شکل، بیش تر می‌شود. اگر به خاطر نبود اوراق بلند مدت جریان ورودی سرمایه مجبور به حرکت به سمت تعهدات کوتاه مدت شوند، (سپرده‌های بانکی یا اوراق بهادار)، آسیب‌پذیری سرمایه به تغییرات ناگهانی به مراتب بیش تر خواهد شد.

دومین دلیل عمومی توسعه بازار اوراق قرضه اجتناب از تمرکز انحصاری بر بانک‌ها است. به دلیل اهرمی بودن شدید بانک، اقتصاد نیز نسبت به بحران‌ها بسیار آسیب‌پذیر می‌شود. در غیاب بازار اوراق قرضه‌ای با عملکرد خوب، عموماً ضرری که با چنین بحران‌هایی به اقتصاد واقعی وارد می‌شود، بسیار بیش تر و فرآیند تجدید ساختار مشکل تر است. با وجود این، تنها از بازارهای سرمایه کاملاً توسعه یافته می‌توان انتظار داشت که جایگزین بانک‌ها باشند. برای بیش تر و احتمالاً اغلب بازارهای نوظهور، همچنان واسطه‌گری بانک‌ها غالب می‌باشد.

سومین دلیل عمومی توسعه بازارهای اوراق قرضه این است که چنین بازارهایی به عملیات سیاست‌های پولی کمک می‌کنند. بازار پول با عملکرد مناسب، برای انتقال هموار سیاست‌ها ضروری است، زیرا سیاست‌های پولی به طور فزاینده‌ای به ابزارهای غیر مستقیم کنترل بستگی دارند. علاوه بر این، قیمت‌ها در بازار اوراق قرضه بلند مدت، اطلاعات با ارزشی درباره‌ی انتظار از احتمال توسعه اقتصاد کلان و واکنش بازار به تغییر سیاست‌های پولی می‌دهد.

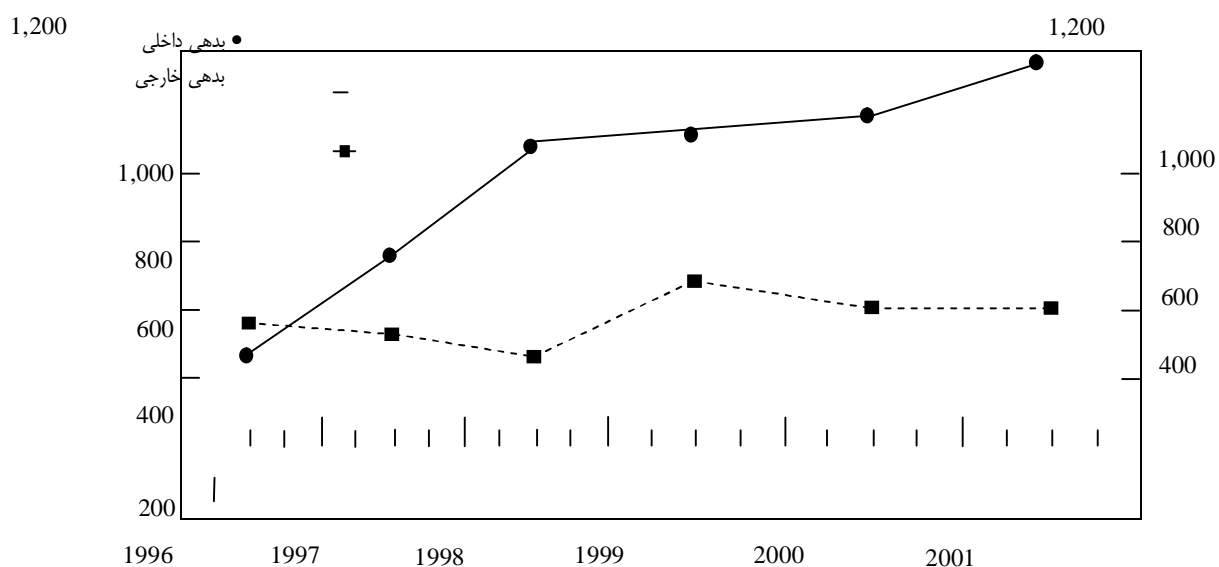
⁵ البته همیشه این طور نیست. به عنوان یک عامل مهم، بانک‌ها تا آنجا که فعالیت‌های تجاری‌شان مصونیت‌های طبیعی را فراهم آورد، می‌توانند به این صورت مصون سازی کنند.

2.2 انتقال از بازارهای بین‌المللی به بازارهای داخلی اوراق بهادار

سوال اساسی این است که بازار داخلی تا چه حد می‌تواند راه‌کار عملی در مقابل اتکا به بازارهای بین‌المللی باشد. بسیاری اعتقاد دارند که گستره اتکا بیش‌تر بر بازارهای داخلی و اتکا کم‌تر بر بازارهای بین‌المللی، در بسیاری از کشورهای با اقتصاد نوظهور قابل توجه است. به‌طور کلی، حجم انتشار بدهی داخلی که توسط شرکت‌های موجود در بازارهای نوظهور منتشر شده است، نسبت به بدهی‌های بین‌المللی افزایش قابل توجهی داشته است.⁶ علاوه بر این برآوردی که اخیراً انجام شده است، بیانگر این است که کل مبادله‌ی بین‌المللی در بازار نوظهور داخلی اوراق قرضه از مبادله در بازار بین‌المللی اوراق قرضه بیش‌تر است، علی‌رغم این که اوراق قرضه بین‌المللی ابزارهای بسیار سیال‌تری هستند. نمودار 1، ارزیابی اندازه‌های نسبی اوراق قرضه قابل معامله‌ی بین‌المللی و داخلی را نشان می‌دهد.

نمودار 1

بدهی قابل عرضه در بازارهای نوظهور¹



¹ به بیلیون دلار آمریکا

منبع: مریل لینچ⁷ (2002)

⁶ اوراق قرضه داخلی در بازارهای نوظهوری که اطلاعات آن در دسترس است، از 20% تولید ناخالص داخلی در سال 1994 به 29% تولید ناخالص داخلی در سال 2000 رسیده است. به مقاله‌ی میهالچک و سکا تیگنا و ویلار در این جلد نگاه کنید.

⁷ Merrill Lynch

دلایل بسیاری برای توضیح این روند می‌توان بیان کرد. یک دلیل تلاش‌های آگاهانه‌ای است که برای توسعه زیر ساخت مبادلات اوراق قرضه (از جمله تغییر مالیات) و تغییر سیاست انتشار متناسب با نیازهای فعالیت در بازار ثانویه در حال افزایش، صورت می‌گیرد. دلیل دوم، نرخ‌های پایین تورم در بسیاری از کشورها است که بخش زیادی از بدهی‌های مبتنی بر پول داخلی را برای سرمایه‌گذاران جذاب‌تر نموده است. مقاله میهالجیک و دیگران در این جلد شواهد روشنی یافته است مبنی بر این که تورم پایین‌تر با میانگین تاریخ طولانی‌تر سررسید اوراق قرضه دولتی مرتبط است. در برخی موارد، بازار داخلی برای شناور ساختن بدهی دلاری نیز استفاده شده است. مشکلاتی که بازارهای بین‌المللی در سال‌های اخیر با آن مواجه شده‌اند، منجر شده است که استقراض کنندگان داخلی، اوراق قرضه دلاری را در بازارهای داخلی شناور سازند. همچنین زمانی که نرخ ارز شناور می‌شود، تقاضا برای اوراق دلاری افزایش می‌یابد - که می‌تواند برای مصون سازی اوراق بهادار خارجی استفاده شود.

2.3 ساختار بدهی داخلی و میزان پذیرش ریسک

کوتاه مدت بودن بیش از حد بدهی، استفاده بیش‌تر از نرخ شناور به جای نرخ ثابت برای بدهی و بیان ارزش اسمی بر مبنای ارز به جای پول رایج، امری عادی بوده است. این ویژگی‌ها بحران‌های مختلف در بازارهای نوظهور را تشدید کرده است.⁸ تلاش‌های بسیاری برای بهبود ساختار اوراق بدهی داخلی صورت گرفته است. بنابراین سوال این است: در طول سال‌های گذشته این ویژگی‌ها تا چه حد اصلاح شده‌اند؟

علی‌رغم این که سهم کل اوراق بدهی داخلی که کوتاه مدت است، در سال‌های اخیر کاهش یافته است، ولی این سهم همچنان نسبتاً بالا است. در آمریکای لاتین 37% از اوراق بدهی داخلی در سال 2000 کوتاه مدت بود که نسبت به 53% در سال 1995، کاهش یافته است ولی هنوز هم از آسیا و اروپای مرکزی بیش‌تر است. علاوه بر این، 28% بدهی، تورم در سال 2000 و 22% آن مرتبط با نرخ تسعیر بود. با وجود این، در آسیا بدهی عمدتاً بلند مدت است و مقدار اندکی از آن مربوط به تورم یا نرخ تسعیر است. نرخ بدهی شناور بخش زیادی از کل بدهی را تشکیل می‌دهد. (جدول 2).

۸ - به عنوان مثال نگاه کنید به همایش ثبات مالی (2000)

جدول 2

نوع بدهی داخلی در زمان انتشار

(به صورت درصدی از کل در پایان سال 2000)

نرخ شناور	نرخ ثابت	مبتنی بر تورّم	مبتنی بر نرخ تسعیر
35	63	0	2
34	16	28	22
13	65	20	2
27	48	16	9

¹ شامل عربستان سعودی و اسرائیل است

منابع: با نرمال کردن داده‌های جدول 6 در صفحه 27 محاسبه شده است.

برخی از کشورها ساختار بدهی‌های قابل عرضه خود را به تدریج تغییر داده‌اند. به‌عنوان مثال مکزیک پس از بحران سال 1994 از بدهی داخلی به سمت بدهی تورمی یا بدهی با نرخ شناور حرکت کرد. اخیراً دولت مکزیک بدهی بلند مدت با نرخ ثابت منتشر کرده است. این تجربه، مسئله عمومی ترتیب یا تسلسل را ایجاد کرده است، بدین معنی که، توسعه ساختار بدهی «بهتر» باید به صورت مرحله‌ای صورت گیرد. به عنوان مثال، برای کشورهایی که تورم بالا و پر نوسان داشته‌اند، حرکت از بدهی دلاری به نرخ اسمی ثابت، در یک مرحله مشکل است. برای بسیاری از آن‌ها شکلی از فهرست‌بندی یا بازگشت به نرخ شناور بدهی به عنوان مرحله‌ای انتقالی مطلوب بود.

برزیل نمونه مهمی در مورد تلاش این کشور برای توسعه ساختار بدهی پایدارتر در مراحل مختلف است. در پایان سال 1999، خزانه و بانک مرکزی برزیل رهنمودهایی برای مدیریت بدهی داخلی تعیین نمودند، از جمله: طولانی کردن متوسط زمان سررسید بدهی؛ افزایش در سهم اوراق بهادار با نرخ ثابت و کاهش در سهم بدهی‌های دلاری. در طول سال 2000 و بخشی از سال 2001 پیشرفت‌هایی برای دستیابی به این اهداف صورت گرفت.

ولی هر میزان محیط بین‌المللی و اقتصاد کلان در طول سال 2001 معضلات سخت‌تری برای مراجع ایجاد نمود، نتیجه‌ی آن اتخاذ سیاست‌هایی شد که منجر به تغییر مسیر روند پیشین یعنی جدا شدن از بدهی مبتنی بر دلار شد.

به دلیل این که کشورهای بسیاری با این مشکلات درگیر هستند، این مسائل سزاوار توجه می‌باشند. اول این که تلاش برای کاهش انتشار ارز که پس از کاهش شدید در نرخ تبدیل آغاز شد، خود مسئله‌ساز است. واحد پول برزیل کاهش شدیدی یافت (حدوداً 40% از پایان سال 2000 تا سپتامبر 2001). اثر این کاهش افزایش سهم بدهی‌های ارزی در کل بدهی‌ها بود. در همان زمان، بازدهی بالای اوراق داخلی باعث شد که استقراض با پول داخلی بسیار گران شود؛ و برای آنان که اعتقاد داشتند نرخ تبدیل کاهش بسیار زیادی یافته است و احتمال دارد که دوباره برگردد، بسیار گران‌تر به نظر می‌آمد. موضوع دیگر مورد توجه، نوسانات نرخ تبدیل بود - و پیش‌بینی ضعف بیش‌تر آن - که تقاضا برای مصون نمودن نرخ تبدیل را افزایش داد. بانک مرکزی تصمیم به افزایش انتشار اسناد دلاری گرفت.

مشکل مشابهی نیز بین بدهی با نرخ ثابت و شناور وجود دارد؛ وقتی که شیب منحنی بازدهی افزایش می‌یابد (همانطور که در برزیل رخ داد)، استقراض بلند مدت گران‌تر می‌شود، و وسوسه‌ی کاهش مدت سررسید یا تکیه بیش‌تر بر بدهی با نرخ شناور افزایش می‌یابد. در هر مورد، سیاست‌گذاران نسبت به قیمت‌هایی که به اعتقاد آنان بسیار «نادرست» است، واکنش نشان می‌دهند (به عنوان مثال نرخ تبدیل، نرخ بهره بلند مدت). اگر قضاوت آن‌ها تأیید شود، در هزینه‌های استقراض صرفه‌جویی می‌شود.⁹ ولی اگر انتظارات آن‌ها اشتباه شود، این استراتژی بسیار ریسکی هستند (مثلاً نرخ‌های بلند مدت بیشتر افزایش یابد). همانطور که در مقاله‌ی سوکولر در این جلد، اشاره شده است، ممکن بود پیامد نامطلوب افزوده‌ای ناشی از آشفتگی در واکنش بازار مالی به وجود آید که این امر می‌توانست هشدارهای داده شده به دولت را درباره سیاست‌های ناپایدار بی‌اثر کند.

3. سرمایه‌گذاران نهادی و بازارهای اوراق قرضه

در بازارهای نوظهور، نسبت سرمایه‌گذاری توسط سرمایه‌گذاران نهادی به تولید ناخالص داخلی بسیار کوچک‌تر از کشورهای صنعتی بزرگ است (جدول 3). به دلیل این که سرمایه‌گذاران نهادی مانند شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی نیاز به نگهداری بدهی‌های بلند مدت دارند، اغلب این موسسات را از عوامل اصلی توسعه بازارهای بدهی می‌دانند. احتمال این که توسعه برنامه‌های صندوق بازنشستگی، نفوذ بسیار زیادی

۹ - هزینه استقراض برزیل در ماه‌های بعدی افزایش یافت. بین اکتبر 2001 تا مارس 2002 در مقابل دلار، 17% افزایش یافت: بامروزی بر گذشته نرخ واقعی اسمی استقراض در میانه سال 2001 بسیار گران‌تر از استقراض دلاری بود.

اعمال نمایند، وجود دارد؛ وجوه انباشته شده‌ی سیستم‌های بازنشستگی زمانی که کاملاً تکمیل شود، اغلب برابر با مبلغ تولید ناخالص داخلی سالانه است. علاوه بر این در طول فرآیند تکمیل، خالص تقاضا برای دارایی‌ها، در صندوق بازنشستگی «جوان» چشمگیر است. اگر بازارهای اوراق قرضه داخلی توسعه نیافته باشند، سرمایه‌گذاران نهادی به مجبور به نگهداری اوراق کوتاه مدت می‌شوند. در برخی کشورها، صندوق‌های بازنشستگی، به علت معکوس بودن منحنی بازده یا سهولت بیشتر مبادله‌ی برخی ابزارهای بازار پول نسبت به اوراق بلند مدت، تمایل به نگهداری اوراق کوتاه مدت دارند.

شاهد این که توسعه صندوق‌های بازنشستگی در بازارهای نوظهور باعث توسعه همزمان بازار اوراق قرضه می‌شود، کشور شیلی است، که سیستم صندوق بازنشستگی در سال 1981 را آغاز نمود. این کار باعث ترقی طولانی در قیمت دارایی‌های شیلی شد، که در نتیجه صندوق‌های بازنشستگی (تا سال 2000) مبلغی معادل بیش از 50% تولید ناخالص داخلی را نگهداری می‌کردند و بازار سرمایه شیلی یکی از توسعه یافته‌ترین بازارها در آمریکای لاتین شد¹⁰. استفاده از بدهی مبتنی بر شاخص تورم ویژگی اصلی این موفقیت بود. مقاله سی فونن تس، دسورمناکس و گنزالز در این جلد، اشاره می‌کند که سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در بازارهای داخلی اوراق قرضه در طول دوره‌های گذشته زمانی که سیار سرمایه‌گذاران از بازار خارج می‌شدند، افزایش داشته است و حاکی از این است که صندوق‌های بازنشستگی باعث ثبات بازار می‌شوند¹¹.

جدول 3 - دارایی‌های سرمایه‌گذاران نهادی

(درصدی از تولید ناخالص داخلی)

سرمایه‌گذاری تجمیع شده	صندوق‌های بازنشستگی	شرکت‌های بیمه		
13/5	46/0	62/4	(1990 – 97)	کشورهای جی 10
...	...	10/8	(1990 – 97)	بازارهای نوظهور
2/6	1/2	3/1	(1981)	شیلی
3/2	24/2	6/7	(1990)	
7/7	53/8	16/7	(2000)	

¹⁰ حداقل با این معیار چنین بود.

¹¹ در کشور شیلی صندوق‌های بازنشستگی 70% از اوراق قرضه بانک مرکزی و دولت را نگهداری می‌کنند.

اهمیت سرمایه‌گذاران نهادی به گونه‌ای است که قواعد مرتبط با تقسیمات پرتفوی گردانی می‌تواند مسائل بیشتری را ایجاد کند. مانند سرمایه‌گذاران نهادی به نگهداری سهم زیادی از دارایی‌های خود به صورت اوراق قرضه دولتی که منجر به ایجاد بازار «انحصاری» می‌شود. این مسئله باعث تضعیف امکان ایجاد بازار واقعی اوراق قرضه می‌شود و سایر سرمایه‌گذاران را نیز دلسرد می‌کند.

دومین مسئله در نظر گرفتن قواعد هدایت کیفیت اعتباری سرمایه‌گذاری آنان است. به منظور حمایت سرمایه‌گذاران، اغلب قواعدی برای پیشگیری یا محدود نمودن سرمایه‌گذاری در اوراق از نوع غیر سرمایه‌گذاری اعمال می‌شود. با وجود این، چنین قاعده‌ای می‌تواند پیامدهای متعددی داشته باشد که باعث کاهش ثبات مالی می‌شود و می‌تواند تأثیر کاهش اعتبار اوراق قرضه شرکت را بزرگ جلوه دهد زیرا سرمایه‌گذاران نهادی مجبور به فروش اوراق قرضه رده پایین خود می‌شوند. پیامد احتمالی دیگر، این است که اعتبار ضعیف می‌تواند به بانک‌ها اعمال شود، و این عمل به معنای انتخاب معکوس است.

مسئله دیگر در ارتباط با سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار خارجی است. چنین سرمایه‌گذاری اغلب ممنوع یا محدود است، زیرا ملزم نمودن سرمایه‌گذاران نهادی به خرید اوراق بهادار داخلی به افزایش عمق بازارهای مالی کمک می‌کند. ولی نسبت به چنین استدلالی دو استثناء وجود دارد. اول این که کشورهای کوچک نوعاً نیاز بیش‌تری به تنوع‌سازی و بنابراین سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار خارجی دارند. سهم بالای دارایی‌های سرمایه‌گذار نهادی در اوراق خارجی، (بیان ارزش اسمی به صورت ارز) می‌تواند برای کشور حائلی در مقابل نوسانات نرخ تبدیل باشد. دومین استثناء در ارتباط با اندازه بازار داخلی است. اگر صندوق‌های بازنشستگی مجبور به نگهداری کلیه دارایی‌های خود در اوراق بهادار داخلی شوند، در بازارهای داخلی که اغلب بسیار کوچک هستند، سهم بسیار زیادی دارند. این کار می‌تواند عملکرد بازار داخلی را به شدت خدشه‌دار کند.

آخرین مسئله در ارتباط با انگیزه‌ها یا عوامل بازدارنده مبادله‌ی سرمایه‌گذاران نهادی است. سرمایه‌گذاران بلند مدت مانند صندوق‌های بازنشستگی یا شرکت‌های بیمه نیازهای نقدینگی مشابه با سایر مشارکت‌کنندگان بازار ندارند. به همین دلیل، برای خرید اوراق قرضه غیر سیال که نسبتاً ارزان هستند (در نتیجه صرف حاصل از نقدینگی کسب می‌کنند) و فروش اوراق قرضه بسیار سیال کاملاً مناسب هستند. چنین فعالیتی نقدینگی کل بازار اوراق قرضه را

بیش تر می‌کند. یک دلیل مهم چنین حاصلی، نبود حسابداری برای بازار¹² است. حسابداری بهای تمام شده بدین معناست که سود و زیان‌ها تنها در صورت مبادله ثبت می‌شوند، و اغلب به دلایل حسابداری شرکت‌ها از انجام مبادله اجتناب می‌ورزند (به عنوان مثال برای عدم گزارش زیان). تجربه کشورهای مختلف حاکی از این است که زمانی که بانک‌ها ملزم به فروش بخشی از پرتفوی خود به بازار باشند، معامله‌کنندگان فعال‌تری می‌شوند. سرمایه‌گذاران نهادی نیز عمدتاً به همین صورت واکنش نشان می‌دهند. در اغلب کشورها، موسسات پس‌انداز (که هدف آن پس‌اندازهای کوچک است) بخش زیادی از اوراق قرضه دولتی را نگهداری می‌کنند. عده‌ای استدلال می‌کنند که معافیت آن‌ها از قواعد ورود به بازار باید تجدید نظر شود.

4. بازار اوراق قرضه شرکتی و نقش بانک‌ها

4.1 بازار اوراق قرضه شرکتی

به استثناء چند کشور آسیایی، بازارهای اوراق قرضه در اغلب بازارهای نوظهور توسعه نیافته هستند (جدول 4). اصلی‌ترین استثناء کشور کره است، شاید به خاطر بزرگی شائبول¹³. مقاله‌ی کیم و پارک در این جلد روند اخیر در بازار اوراق قرضه شرکتی را دنبال کرده است: انتشار چشمگیر 3 ساله اوراق قرضه شرکتی در طول بحران سال‌های 1997 تا 1998 (اوراق قرضه به بیش از 25% تولید ناخالص داخلی افزایش یافت)؛ تمایل عمومی به کسب بازدهی بیش‌تر از طریق گواهینامه‌های از نوع اوراق قرضه که توسط شرکت‌های تراست سرمایه‌گذاری منتشر می‌شد، به دست می‌آمد؛ از بین رفتن اعتماد عمومی پس از سقوط گروه دوو در اواسط سال 1999؛ و سپس دوره طولانی که در آن اقدامات مختلف دولت برای تثبیت تقاضا توانست مانع از برداشت گسترده وجوه شود.

12 - Mark to Market Accounting

13 - Chaebol

جدول 4- انتشار کنندگان اوراق بدهی داخلی

(درصدی از کل، در پایان سال 2000)

بخش خصوصی	بخش دولتی	بانک مرکزی	نهادهای مالی	
31	40	10	20	آسیا ¹
20	32	22	26	آمریکای لاتین

¹ میانگین ساده هنگ‌کنگ، کره، مالزی و تایلند

این تجربه با کشور تایلند در تضاد است. انتشار اوراق قرضه شرکتی پس از بحران آسیا، نسبت به سطح بسیار پایین اولیه به شدت افزایش یافت. علاوه بر این در طول سال‌های مختلف نقدینگی بهبود یافته است. دلیل این عملکرد بسیار متفاوت چیست؟ یک پاسخ احتمالی این است که در دوره آغازین پیش از بحران، حجم اوراق قرضه شرکتی به طور کاذب بیش از حجم قابل تحمل شده است. مکانیزم انتقال پس‌اندازهای افراد از طریق شرکت‌های تراست سرمایه‌گذاری احتمالاً خانواده‌ها را درباره ریسک واقعی این پس‌اندازها گمراه کرده است. این بدین معنی است که ریسک‌های اعتباری به طور مناسب ارزیابی نشده‌اند. دومین دلیلی که در مقاله‌ی کیم و پارک در این جلد به آن اشاره شده است، رویه‌های ناکافی حسابداری موسسات سرمایه‌گذاری است. حسابداری بهای تمام شده منجر به حرکت جریان عظیم وجوه به سمت گواهینامه‌های از نوع اوراق قرضه شد که توسط شرکت‌های تراست سرمایه‌گذاری منتشر شده است. نبود مکانیزمی برای حمایت از منافع سرمایه‌گذاران در اوراق قرضه در شرایط تسویه نیز عامل دیگری بود.

از اثرات تلویحی به دست آمده از تجربه کشور آمریکا داشتن استقلال در ارزیابی ریسک اعتباری به عنوان پیش شرط توسعه اوراق قرضه شرکتی است. به همین دلیل - و به دلیل اتکاء بیشتر بر ارزیابی خارجی که در توافق پیشنهاد جدیدی کمیته باسل در نظر گرفته می‌شود - اغلب کشورها تلاش برای توسعه رتبه‌بندی اعتباری را بیشتر کرده‌اند. این تلاش‌ها تا چه حد موفق بوده‌اند؟ در اغلب کشورها، قضاوت در این باره بسیار مشکل است زیرا انجام مستقل درجه‌بندی اعتباری شرکت‌ها بسیار جدید است. پیشینه تاریخی هماهنگی بین نرخ نکول و نرخ اعتباری در برخی از اقتصادهای نوظهور ترکیبی است: به عنوان مثال، در کره نرخ نکول BB برای استقراض کنندگان از موارد مشابه که نرخ A داشتند کمتر بوده است. یک مسئله در ارتباط با نقش خط مشی‌ها در ترویج توسعه موسسات درجه

بندی اعتباری است. آیا امکان تطبیق نیاز رو به افزایش برای بهبود درجه بندی‌های عینی با خط مشی‌های رسمی‌تر وجود دارد؟ (به عنوان مثال بهبود موسسات درجه بندی اعتباری یا حسابرسی عملکرد آن‌ها به صورت رسمی). آیا می‌توان با قید شرایطی که به برخی قانونگذاران سرمایه‌گذاران نهادی امکان تعیین درجه اعتباری اوراقی را که شرکت‌های «آن‌ها» می‌توانند در آن سرمایه‌گذاری کنند، توسط خودشان می‌دهد، درجه بندی اعتباری مستقل را قبولاند؟ مسئله‌ی دیگر، در رابطه با سطح افشا شرکت‌ها است. در برخی موارد، شرکت‌ها با اتکا به جایابی در بخش خصوصی به دنبال گریز از الزامات سخت‌گیرانه افشا هستند. به عنوان مثال این پدیده در هند ملاحظه شده است، که باعث ایجاد مسائلی در ارتباط با پیش‌بینی‌های راهبردی که باید در بخش خصوصی عملی شود، گردید.

4.2 نقش بانک‌ها

رابطه بین واسطه‌گری از طریق بانک‌ها و واسطه‌گری از طریق بازارهای سرمایه بحث برانگیز است. حتی در اقتصادهای توسعه یافته، در سیستم کاملاً مجزا رشد یافته‌اند - یکی بازارهای سرمایه که بسیار مهم هستند (خصوصاً در کشورهای انگلیسی زبان) و دیگری بانک‌ها در سیستم‌هایی که بانک غالب است، به طور تاریخی بانک‌ها را بابت رقابت با بازارهای سرمایه حمایت می‌کنند. انتشار بدهی‌های کوتاه مدت که با سپرده‌های بانکی رقابت می‌کرد، و انتشار اوراق قرضه توسط شرکت‌ها اغلب محدود می‌شدند¹⁴.

با وجود این در طول دهه‌ی گذشته، با توسعه بازارهای سرمایه در سراسر جهان، از شدت این تضاد و دوگانگی کاسته شده است. در بسیاری از کشورها، بانک‌ها تنها در صورتی باقی می‌مانند که با این روند سازگار شوند و نقش مهمی در بازارهای سرمایه داشته باشند - این نتیجه‌گیری در گردهمایی‌های بین‌المللی مختلفی در بازارهای نوظهور، خصوصاً در آسیا، حاصل شد¹⁵. طبق این دیدگاه، بانک‌ها باید در فرآیند پذیره نویسی اوراق قرضه و فروش محصولات بازار سرمایه به افراد کاملاً درگیر باشند. علاوه بر این، باید بتوانند وام‌های بانکی را به صورت مجموعه‌های قابل فروش در بازار ارائه کنند (فروش اوراق بهادار) این رویه برای وثائق ساختمانی و اعتبارات مصرف کننده - دو حوزه‌ای که در اغلب اقتصادی‌های در حال توسعه آسیایی رشد بسیاری داشته است - بسیار مناسب است، زیرا تصمیم درباره‌ی قیمت

14 - برای مقایسه سیستم‌های مالی بانک محور با سیستم‌های بازار محور به آن و گیل (Allen and Gale) (2000) رجوع کنید.

15 - به ویژه نگاه کنید به یوشی تومی و شیاری (Yoshitomi and Shiarai) (2001). آپک (APEC) (۱۹۹۹) ۳۶ عنصر کلیدی برای توسعه بازارهای اوراق قرضه را تشریح کرده است.

گذاری این وام‌ها به دانش یا روابط خاصی بستگی ندارد بلکه بستگی به معیاری «عینی» (مانند سود، ارزش‌گذاری دارایی‌های وثیقه‌ای) دارد. با پیشرفت این فرآیند، ابزارهای جدید بدهی وارد بازار می‌شوند.

علاوه بر این، توسعه این چنین بدین معناست که قیمت‌های به دست آمده از بازار می‌تواند در ارزش‌گذاری وام‌های بانکی استفاده شود. در این صورت تفاوت سنتی بین واسطه‌گری از طریق بانک‌ها (که نوعاً وام‌های غیر قابل مبادله بلند مدت را تا تاریخ سررسید در ترازنامه نگه می‌داشتند) و از طریق بازارهای سرمایه (که دارایی‌ها در بازار ثانویه مبادله می‌شوند) از بین می‌رود.

مسئله حل نشده میزان پیشرفت این روندها در بازارهای نوظهور است. در حال حاضر، تبدیل دارایی‌های بانک‌ها به اوراق بهادار در کشورهای با اقتصاد نوظهور همچنان غیر متداول است. بخشی از آن به دلیل تقاضای ضعیف برای اعتبار در محیط کنونی است که باعث می‌شود بانک‌ها بسیار سیال باشند. با وجود این در بازارهای نوظهور موانع مهم (و نامطلوبی) برای تبدیل وام بانک‌ها به اوراق بهادار وجود دارد.

پرسش دوم در رابطه با نقشی است که بانک‌ها در بازارهای اوراق قرضه در حال توسعه می‌توانند ایفا کنند. این دید که افزایش انتشار اوراق قرضه فعالیت‌های تجاری سودآور را از بانک‌ها می‌گیرد بیش از حد ساده انگارانه است. اول این - که مشکل «گرفتن بهترین فرصت‌های تجاری» به خاطر چارچوب قانونی ایجاد شده است، که می‌تواند تغییر کند. اگر بانک‌ها مجبور به نگهداری سرمایه بیشتر در مقابل وام‌های پرداختی به استقراض کنندگان دارای ریسک پایین شوند، استقراض کنندگان «خوب» از بانک به بازار حرکت می‌کنند که اگر شرایط غیر از این می‌بود، صورت نمی‌گرفت. این کار بیانگر تحریف است و می‌تواند باعث ناکارایی شود. علاوه بر این، می‌تواند تهدیدات کاملی در متمرکز نمودن ریسک‌های ضعیف بر بانک‌ها باشد. بازنگری پیشنهادی کمیته باسل در توافقات سرمایه‌ای، برای اصلاح چنین تحریفاتی باید با تلاش بسیاری صورت گیرد. دوم این‌که رابطه بین بانک‌ها و بازارهای سرمایه نسبت به دیدگاه سنتی بیشتر به صورت مداراتی است. عناصر مختلف مدارا کردن در مقاله‌ی هاکنیز در این جلد به صورت کلی بیان شده است.

مسئله تقریباً مجزای دیگر، این است که آیا انتقال به نرخ اوراق قرضه مبتنی بر بازار بدین معناست که بانک‌ها بیش - تر در معرض ریسک مصون نشده نرخ بهره قرار گرفته‌اند. نتایج مقاله‌های مختلف در این جلد حاکی از آن است که این نگرانی بی‌دلیل است و تنها منعکس کننده فقدان ابزارهای مصون کننده نرخ بهره در بازارهای نوظهور است. رویکرد

دیگر در رابطه با کاربرد روش ورود به بازار است. آیا قواعد موجود در این زمینه به حد کافی دقیق هستند؟ آیا از مدیریت مناسب ریسک نرخ بهره اطمینان می‌دهند؟

5. سیاست‌های پولی و مدیریت بدهی

5.1 اهداف متضاد

در ساده‌ترین حالت که تنها یک هدف وجود داشته باشد (ثبات قیمت) بانک مرکزی نرخ بسیار کوتاه مدت را متناسب با شرایط اقتصاد کلان تعیین می‌کند. از آن پس تعیین نرخ‌های بلند مدت‌تر بدون دخالت بانک مرکزی و بر عهده‌ی بازار است. به اعتقاد بسیاری بهترین کار این است که در نرخ‌های بازار که اطلاعات با ارزشی درباره‌ی انتظارات بازار و تأثیر مشاهده شده‌ی تغییر در رویه‌ها دارد، نباید نفوذ کرد.

در سایر موارد، بانک مرکزی مسئولیت‌های بیش‌تری می‌تواند داشته باشد که مستلزم پیگیری سایر اهداف است که خصوصاً به بازارهای اوراق قرضه مرتبط هستند. به عنوان مثال، برخی از بانک‌های مرکزی بابت مدیریت بدهی‌های دولتی مسؤول هستند. مدیر بدهی معمولاً تمایل به حداقل کردن نرخ بهره پرداختی بابت بدهی دولتی دارد که این هدف با تعیین نرخ بهره‌ی مورد نیاز برای دستیابی به ثبات قیمت و کنترل کسری‌های فروش بدهی دولت در تضاد است (که باعث ایجاد مشکلات بیش‌تری برای سیاستگذاری پولی می‌شود). به همین دلیل است که کشورهای بسیاری به سیستمی برای فروش اوراق بهادار دولتی روی آورده‌اند که طبق آن مقامات مسؤول میزان اوراق بهادار دولتی برای فروش تعیین می‌کنند و بازار نیز قیمت یا نرخ بهره را تعیین می‌کند. تمهیدات این چنینی به منضبط کردن مخارج دولت کمک می‌کند. زیرا دولت باید نرخ بهره حاصل از نیازهای تأمین مالی خود را بپذیرد، همچنین نسبت به این که تأمین مالی بودجه با تضعیف سیاست‌های پولی به شرایط مالی لطمه‌ای نمی‌زند، اطمینان می‌دهد.

مسئله دیگر مورد توجه، که در بازارهای نوظهور اغلب بروز می‌کند، حساسیت بازارهای داخلی به نوسانات بازارهای سرمایه بین‌المللی است. زمانی که بازدهی اوراق قرضه تحت فشار شدید برای افزایش قرار گرفت، بانک‌های مرکزی در بازارهای اوراق قرضه دولتی مداخله کردند - اغلب به خاطر شوک‌های خارجی (به عنوان مثال پیامدهای حمله 11 سپتامبر). یک دید این است که پیشگیری از نوسانات بیش‌تر، تقاضای اوراق قرضه را افزایش می‌دهد. چنین وضعیتی

خصوصاً در مورد بانک‌ها که نوعاً بیش‌تر در معرض ریسک نرخ بهره هستند، درست است. اگر بانک‌ها می‌توانستند مطمئن شوند که نوسان بیش‌تر قیمت اوراق قرضه می‌تواند با اقدامات دولتی تعدیل شود، در این صورت تمایل بیش‌تری به نگهداری اوراق قرضه داشتند. در دیدگاه متقابل، چنین عملی حمایت بی‌دریغ از بانک‌ها است. در این صورت آن‌ها انگیزه‌ی کمتری برای ایجاد مکانیزم‌های مدیریت صحیح ریسک دارند. همچنین از توسعه بازار ابزارهای مصون‌کننده نیز جلوگیری می‌کند. توازن میان این استدلال‌ها بستگی به شرایط دارد: در بازارهای راکد ممکن است نیاز به دخالت بیش‌تر، وجود داشته باشد.

5.2 رواج بازارهای اوراق قرضه عمیق و سیال دولتی

بانک مرکزی (یا دولت) برای کمک به توسعه بازار اوراق قرضه دولتی عمیق و سیال چه کاری می‌تواند یا باید انجام دهند؟ پاسخ این سؤال ساده نیست. یک دیدگاه این است که مقامات مسؤول نباید کاری انجام دهند: به شرط این که قوانین، مانع از مبادله‌ی نهاد مالی نشود، با افزایش انتشار اوراق قرضه نقدینگی افزایش می‌یابد. دیدگاه دیگر این است که بانک‌های مرکزی و خزانه‌ها باید «اولین قدم ضروری» را برای آغاز فعالیت بازار بردارند و احتمالاً این کار را در طول چندین سال انجام دهند. این مسائل که با جزئیات بیش‌تر در مقاله‌ی موهاننتی بررسی شده است، در ادامه خلاصه‌وار بیان می‌شود.

بازارهای اولیه: روش‌های انتشار و کشف قیمت

برای بهبود روش‌های انتشار و سیستم مبادله چه کاری می‌توان انجام داد؟ یک انتخاب راهبردی بین چندین قیمت مزایده‌ای (برندگان، قیمت مبادله را پرداخت می‌کنند)، و یک قیمت مزایده‌ای (همگی یک قیمت را که توسط برنده‌ی نهایی اعلام شده است، پرداخت می‌کنند)، است. عده‌ای استدلال می‌کنند که مسئولیت سنگین «لطمه دیدن برنده» (در صورت برنده شدن از بالاترین قیمت پیشنهادی بیش‌تر پرداخت کرده‌اید) از چندین قیمت مزایده‌ای باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران از حراج دوری کنند. در این صورت قیمت مزایده‌ای واحد در حداقل کردن هزینه‌های استقراض دولت کارایی بیش‌تری دارد. ولی عده‌ی دیگری استدلال می‌کنند که حراج به قیمت واحد در بازارهای راکد (که ریسک قیمت پیشنهادی از مبلغ اوراق بهاداری که می‌خواهند منتشر شود کمتر می‌شود) بیش‌تر در معرض تبانی

خریداران قرار می‌گیرد. حتی بدون تبانی خریداران نیز، در بازارهای راکد که ریسک کاهش قیمت پیشنهادی نسبت به مبلغ اوراق بهاداری که قرار است منتشر شوند، بسیار بالا است، حراج به قیمت واحد، خوب عمل نمی‌کند. در چنین شرایطی، مدیران بدهی تمایلی به استفاده از سیستم‌های حراج با قیمت واحد ندارند مگر این که اختیار تعیین حداقل قیمت یا عدم تخصیص کل مبلغ پیشنهاد را داشته باشند. از چنین مکانیزم‌های چند وجهی حراج (مانند حراج به قیمت واحد مشروط به محدودیت‌های فردی) در برخی کشورها استفاده می‌شود.

تجربه کشورهای مختلف که در مقاله موهانتی ارائه شده است، بیانگر الگوی واحدی نیست. کشور کره اخیراً از روش مزایده چند قیمتی به مزایده با قیمت واحد روی آورده است. در کشور مکزیک از طریق مزایده با قیمت واحد تنها اسناد با بهره ثابت فروخته می‌شود. کشور هند برای اسناد خزانه 91 روزه به صورت تجربی از روش مزایده با قیمت واحد استفاده کرد. چنین تنوعی در تجربه کشورهای مختلف، بیانگر این است که نوع سیستم حراج در مقایسه با حمایت از اصل عمومی امکان دادن به بازار برای تعیین قیمت، از اهمیت کم‌تری برخوردار است.

مسئله‌ی دیگر این است که چه کسی باید اجازه شرکت در مزایده را داشته باشد و نقش بانک‌های مرکزی در اینجا چیست. یک دید این است که محدود کردن شرکت در مزایده به تعداد اندکی معامله‌گر رقابت را محدود می‌کند. دید مقابل این است که امکان دادن به مشارکت تعداد بسیاری معامله‌گر هزینه‌ها را افزایش می‌دهد و نقش بازار سازی معامله‌گران اصلی را تضعیف می‌کند. این سوال نیز مطرح است که آیا ایجاد معامله‌گران اصلی برای بهبود نقدینگی مهم است یا خیر. به‌عنوان مثال بازارهای اوراق قرضه در کشور شیلی بدون معامله‌گران اصلی توسعه یافت. در مقابل در بسیاری کشورهای دیگر، معامله‌گران اصلی نقش مهمی در سیال نگه داشتن بازارها دارند. اغلب معامله‌گران اصلی در درک بازار به بانک مرکزی کمک می‌کنند. علاوه بر این مظنه‌های دو سویه که توسط معامله‌گران اصلی ارائه می‌شود، نقش مهمی در توسعه بازار ثانویه شفاف دارد. پس از ورود معامله‌گران اصلی، گردش در بازار اوراق قرضه در کشورهای مختلف افزایش چشمگیری یافت. در بسیاری از کشورها برخی از امتیازها را به معامله‌گران اصلی می‌دهند، از جمله دارا بودن حق انحصاری معامله در بازار اولیه، دسترسی به قیمت‌های پیشنهادی غیر رقابتی یا بخشودگی‌های مالیاتی. ورود شرکت‌های خارجی به عنوان معامله‌گران اصلی به همان صورت شرکت‌های داخلی، می‌تواند به انتقال بهترین رویه‌های بین‌المللی در بازارهای داخلی کمک کند.

آخرین مسئله این است که آیا بانک مرکزی باید مستقیماً در مزایده مشارکت داشته باشد. دید غالب این است که از مشارکت مستقیم بانک مرکزی به شکلی که نتایج مزایده را موثر سازد باید جلوگیری شود. زمانی که بانک مرکزی اوراق بهادار سررسید شده‌ی موجود در پرتفوی خود را جایگزین می‌کند، مشارکت غیرمستقیم آن اجتناب‌ناپذیر است؛ در بهترین حالت، بانک‌های مرکزی باید چنین اوراق بهاداری را مانند خریداری غیررقابتی بی‌طرفانه تحصیل نمایند. با وجود این مقاله ردی در این جلد، به دلایل این‌که چرا بانک‌های مرکزی برای متوازن کردن انتظارات در دوره‌های دشوار می‌توانند مداخله کنند یا اوراق بهادار را مستقیماً از دولت خریداری کنند، اشاره شده است.

بازار ثانویه

در ارتباط با این‌که بانک‌های مرکزی و مدیران بدهی برای بهبود نقدینگی بازار چه باید بکنند نیز پرسش دیگری مطرح است. توسعه بازار رپو¹⁶ برای اوراق قرضه دولتی، در فراهم نمودن فرصت‌های آربیتراژ در منحنی بازده و جذب مازاد نقدینگی در بازار ضروری است. ولی نقص اصلی این است که بازارهای رپو در اکثر اقتصادهای نوظهور توسعه نیافته است. در بیش‌تر مقاله‌های این جلد نیز اشاره شده است که بازار رپوی بین بانکی بسیار کوتاه مدت است. از عوامل اصلی که توسعه این بازارها را محدود کرده بود، فقدان وثیقه و وجود مبادلات رپو در دارایی‌هایی بود که واجد الزامات ذخیره‌گیری بودند. یک راه کار پیشنهادی این است که بانک‌های مرکزی باید نقش فعالی در بازارهای رپو داشته باشند و بنابراین نقدینگی اوراق بهادار را، که در غیر این صورت در اختیار بانک‌ها به صورت غیر سیال است، افزایش دهند.

عده‌ای دیگر نقش فعال‌تری قائل هستند، مانند امکان دادن به مشارکت کنندگان بازار برای فروش اوراق بهادار بانک‌های مرکزی می‌توانند برای افزایش نقدینگی با قرض دادن اوراق بهادار به معامله‌گران اصلی و سایر بازیگران بازار تلاش در این زمینه را تکمیل کنند (مانند آن‌چه که در هنگ کنگ و مکزیک انجام شد). دید مقابل این است که فروش استقرایی باعث افزایش اهرم و ایجاد کانال‌های اضافی که از طریق آن‌ها می‌تواند به سیستم مالی ضربه وارد شود و ریسک سیستماتیک نیز ایجاد شود. مسئله دیگر این است که با تحمیل شرایط محدود کننده بسیار زیاد برای کاهش این ریسک‌ها (مانند اعمال صرف بیش‌تر برای نرخ بهره) مشارکت کنندگان از بازار دوری می‌کنند.

¹⁶ Repo: علامت اختصاری Repurchase agreement به معنای قرارداد بازخرید است - م

حالت تعدیل شده‌ی فعال بودن این است که بانک‌های مرکزی فقط باید «به بازار دریافتن عمق خود کمک کنند». مطابق این استدلال، بانک‌های مرکزی در ایجاد معیارها و ترویج نوآوری در محصولات برای جذب سرمایه‌گذاران و تشویق انجام مبادله می‌توانند فعال باشند. در موارد بسیاری، تقسیم بدهی‌های معوق دولت به انواع مختلف اوراق بهادار مانع نقدینگی می‌شود. یکی از علائم این حالت، منحنی بازدهی پرنوسان است. سیاست تلفیق با بانک مرکزی (بدین معنا که اوراق غیر سیال باز خرید و اوراق پرترفدار منتشر شوند) می‌توانند منحنی بازده را بسیار هموار نماید و بنابراین معیار بهتری فراهم کند¹⁷.

کشورهای بسیاری به منظور توسعه معیارها از چنین راه‌کارهایی استفاده کرده‌اند. اخیراً کشور سنگاپور برای توسعه این معیارها وارد عملیات بازخرید شده است و در کشور تایلند نیز برای کمک به مدیربدهی در بازار خرید اوراق بهادار تغییرات قانونی صورت گرفته است. ابزارهای جدیدی (اوراق قرضه بدون بهره) در بسیاری از کشورها از برای افزایش گستره‌ی این ابزارها معرفی شده است. علاوه بر این در بسیاری از کشورها بر ایجاد بازارهای آتی تأکید شده است. در کشور کره، پس از ایجاد بازار آتی اوراق قرضه، مبادله در بازار اوراق قرضه افزایش یافت. روند مشابهی نیز در کشور سنگاپور مشاهده شد. برای بهبود مبادلات کاهش یا حتی حذف مالیات بر مبادلات اوراق بهادار پیشنهاد شده است. علی‌رغم این، بسیاری استدلال می‌کنند که اوراق قرضه دولتی نباید مزیت مالیاتی داشته باشند، زیرا چنین عملی در ارتباط با انتشار دهندگان بخش خصوصی که ممکن است از بازار خارج شوند، بر «سطح مشارکت کنندگان در بازار» مؤثر است.

بسیاری بر این نکته تأکید می‌کنند که حدود این اقدامات اولیه در بهبود نقدینگی بستگی به کارآیی سازماندهی و برنامه‌ریزی مبادلات در بازار دارد. فرآیند اجرای مبادلات که منجر به رقابت بیشتر بین مبادله‌کنندگان شود و جریان اطلاعات به مشارکت کنندگان بازار را افزایش دهد، باید پراکندگی را کاهش و نقدینگی را افزایش دهد. طبق این دیدگاه، با شکل گرفتن پایگاه‌های الکترونیکی مبادلاتی، باید مبادلات باز و بی‌نام توسعه یابد (یا از طریق مبادلات سازمان یافته یا سیستم مبادله بین کارگزاری). با انتشار تاریخ و اطلاعات درباره‌ی نتایج مزایده‌ها به شفافیت بیشتر می‌توان رسید. دیدگاه مقابل این است که در توسعه بازار، شفافیت بسیار زیاد، موقعیت معامله‌گرها را به طور معکوس تحت تأثیر قرار می‌دهد و سود آن‌ها کاهش می‌دهد. دولت با اعلام برنامه انتشار انعطاف‌پذیری خود را در برخورد با

¹⁹ نگاه کنید به استیبنگ (Stebbing) (1997) برای تجربه کشور استرالیا (خصوصاً نمودار 2) که نتایج بسیار سودمندی برای اقتصادهای نوظهور به دست داد.

شرایط عدم اطمینان از دست می‌دهد. آخرین مسئله‌ی مهم در ارتباط با سیستم‌های پرداخت و تسویه است. استدلال می‌شود که دولت باید برای بهبود زیر ساخت‌هایی مانند سپرده‌گذاری کاراً، برنامه‌های نظارتی و سیستم‌های قوی پرداخت، سرمایه‌گذاری کند تا اعتماد سرمایه‌گذاران در بازارهای اوراق قرضه افزایش و ریسک سیستماتیک مبادلات اوراق بهادار کاهش پیدا کند. این که دخالت بانک مرکزی تا کجا باید باشد مسئله‌ای قابل بحث است.

منابع

- Allen, F and D Gale (2000): Comparing Financial Systems, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- APEC (1999): Compendium of sound practices: guidelines to facilitate the development of domestic bond markets in APEC member economies, September.
- Carmichael, J and M Pomerleano (2002): Development and Regulation of Non-bank Financial Institutions, World Bank, Washington DC, March.
- Financial Stability Forum (2000): “Report of the Working Group on Capital Flows”, (www.fsforum.org).
- Frankel, J (1993): “Sterilisation of money inflows: difficult (Calvo) or easy (Reisen)?” University of California Berkeley, Center for International and Development Economics Research Paper, no C93-024, October.
- Herring, R and N Chatusripitak (2001): “The case of the missing market: the bond market and why it matters for financial development”, Wharton Financial Institutions Center Working Paper, University of Pennsylvania. (An earlier version appeared as ADB Institute working paper, no 11, July 2000.)
- Karacadag, C and A Shrivastava (2000): “The role of subordinated debt in market discipline - the case of emerging markets”, IMF working paper, no 00/215, December.
- Merrill Lynch (2002): World bond markets 2002, April.
- Stebbing, P (1997): “Debt management practices in Australia: some recent history”, paper presented at the IMF/Bank of Korea seminar on Fiscal and Monetary Policies and Public Debt Management in
- Asian Transition Economies, Seoul, November.
- World Bank and IMF (2001): Developing government bond markets: a handbook, Washington DC.

- Yoshitomi M and S Shirai (2001): “Designing a financial market structure in post-crisis Asia: how to develop corporate bond markets”, ADB Institute working paper, no 15, March.