

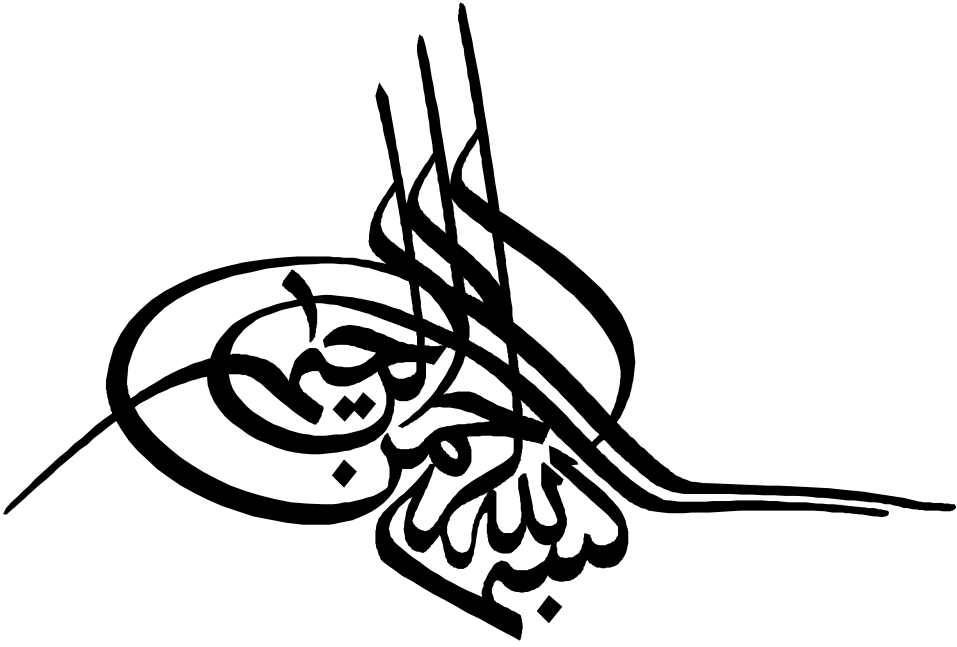
# بازارهای اوراق قرضه شرکتی در حال توسعه در آسیا



شرکت بورس اوراق بهادار پاکستان

(اسٹیٹم)

مدیریت آموزش



# بازارهای اوراق قرضه شرکتی در حال توسعه آسیا

کلیه حقوق مادی اثر / ترجمه متعلق به بورس اوراق بهادار تهران می باشد.  
استفاده از مطالب این کتاب با ذکر منبع بلامانع است.

## فهرست مطالب

7	فصل اول ♦ پیشگفتار .....
9	فصل دوم ♦ شرکت‌کنندگان در سمینار توسعه‌ی بازارهای اوراق قرضه شرکتی در آسیا .....
17	فصل سوم ♦ بازارهای اوراق قرضه‌ی شرکتی در حال توسعه آسیا: خلاصه مباحث کان مینگ .....
35	فصل چهارم ♦ توسعه‌ی بازار اوراق قرضه شرکتی چین .....
51	فصل پنجم ♦ توسعه بازارهای اوراق قرضه شرکتی آسیا .....
69	فصل ششم ♦ چرا بازار اوراق قرضه شرکتی: رشد و تامین مالی مستقیم .....
	فصل هفتم ♦ توسعه‌ی لایه‌های متعدد واسطه‌گری مالی:
75	قوانین مکمل بازارهای اوراق قرضه‌ی شرکتی و بانک‌ها .....
89	فصل هشتم ♦ شفافیت و زیرساختار بازار اوراق قرضه شرکتی - تجربه کشور امریکا .....
105	فصل نهم ♦ نقش و وظیفه موسسات رتبه‌بندی .....
119	فصل دهم ♦ بررسی بازار اوراق قرضه شرکتی استرالیا .....
137	فصل یازدهم ♦ توسعه بازار اوراق قرضه چین .....
149	فصل دوازدهم ♦ توسعه بازارهای اوراق قرضه شرکتی: از منظر قانون اروپا .....
177	فصل سیزدهم ♦ بازارهای اوراق قرضه در حال توسعه آسیا با تجربه .....
193	فصل چهاردهم ♦ بازار بدهی شرکتی هند .....
209	فصل پانزدهم ♦ توسعه بازار اعتباری ژاپن .....
221	فصل شانزدهم ♦ توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی: تجربه کره .....
251	فصل هفدهم ♦ بازار اوراق قرضه شرکتی مالزی .....
227	فصل هجدهم ♦ بازار اوراق قرضه شرکتی نیوزلند .....
287	فصل نوزدهم ♦ بازار اوراق قرضه شرکتی فیلیپین .....
305	فصل بیستم ♦ توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی سنگاپور .....
313	فصل بیست و یکم ♦ بازار اوراق قرضه شرکتی تایلند .....

## فصل اول

### پیش‌گفتار

ایده‌ی سمینار بازارهای اوراق قرضه‌ی شرکتی در حال توسعه آسیا، اولین بار در سال 2005 هنگامی مطرح شد که آقای ژو زی‌اوچوان<sup>1</sup>، مسئول بانک خلق چین<sup>2</sup>، دوازده بانک مرکزی اصلی در آسیا و اقیانوسیه را برای شرکت در یک سمینار رده بالا راجع به بازارهای مالی دعوت کرد. در رایزنی‌های بین بانک خلق چین و بانک پرداخت‌های بین‌المللی<sup>3</sup>، مشخص شد که سمینارهای متعددی در آسیا راجع به بازارهای مالی برگزار شده است، که از آن جمله توسعه‌ی بازارهای اوراق قرضه ارزی محلی بود. اما این سمینارها نکته‌ی مهم بازارهای نو ظهور بانک‌های مرکزی

<sup>1</sup> - Zhou Xiaochuan

<sup>2</sup> - People's bank of china(PBC)

<sup>3</sup> -Bank for International Settlements(BIS)

یعنی توسعه‌ی بخش غیردولتی بازارهای اوراق قرضه ارزی محلی را مورد توجه قرار ندادند. در حالی که پیشرفت زیادی در توسعه‌ی بازارهای اوراق دولتی صورت گرفته بود، انتظار می‌رفت بازارهای اوراق قرضه‌ی شرکتی در اکثر کشورهای آسیا، بخصوص از لحاظ نقدینگی بازار، عقب‌تر از اوراق قرضه دولتی باقی بماند. از این رو، موضوع مطرح شده توسط ژو، از دید شرکت‌کنندگان در سمینار بسیار جالب بود. او سپس از دفتر نمایندگی بانک پرداختهای بین‌المللی آسیا و اقیانوسیه جهت سازماندهی سمینار درخواست همکاری کرد.

سی شرکت‌کننده شامل نمایندگان رده بالا از بانک‌های مرکزی آسیا و اقیانوسیه، بانک مرکزی اروپا و بانک پرداختهای بین‌المللی در سمینار حضور داشتند. که می‌توان از ژو از بانک خلق چین، ژوزف یام<sup>1</sup> از نهاد پولی هنگ کنگ و مالکوم دی نایت<sup>2</sup> از بانک پرداختهای بین‌المللی نام برد. شرکت‌کنندگان همچنین شامل تعداد معدودی از شخصیت‌های دانشگاهی، قانون‌گذاران و فعالان بازار بودند.

برای برگزاری این سمینار از بانک‌های مرکزی شرکت‌کننده خواسته شد مقالات پیش‌زمینه‌ای برای تشریح بازارهای اوراق قرضه‌ی شرکتی و تعریف سیاست‌های مهم ارائه کنند. از دانشگاهیان و سایر شرکت‌کننده‌ها خواسته شد تا بر موارد خاص تمرکز کنند. این موارد در پنج دسته طبقه‌بندی شد: (1) چرا به یک بازار اوراق شرکتی نیاز است؟ (2) چارچوب نهادی و قانونی (3) نقش اطلاعات (4) نقدینگی بازار و (5) نقش بانک‌های مرکزی در توسعه‌ی بازار. این شماره تمامی مقاله‌های تجدید نظرشده را در بر می‌گیرد.

---

<sup>1</sup> - Joseph Yam

<sup>2</sup> - Malcom D Knight



فصل دوم

**شرکت کنندگان در سمینار توسعه ی بازارهای اوراق قرضه شرکتی در آسیا،**

**کان مینگ، چین 17-18 نوامبر 2005**

بانک های مرکزی و نهادهای پولی<sup>1</sup>

استرالیا

بانک ذخیره ی استرالیا<sup>2</sup>

ریک باتلینو<sup>3</sup>

معاون مدیر (بازارهای مالی)

<sup>1</sup> - Central banks and monetary authorities

<sup>2</sup> - Reserve Bank Of Australia

<sup>3</sup> - Ric Battellino



مارک چمبرز<sup>1</sup>

مدیر ارشد،

بخش بازارهای اوراق بهادار، بخش بازارهای داخلی

بانک خلق چین

چین

ژو زیاوچوان<sup>2</sup>

مدیر

موهاپینگ<sup>3</sup>

مدیر عمومی، بخش بازارهای مالی

هی ژبان زیونگ<sup>4</sup>

نماینده‌ی مدیر عمومی، بخش بین‌المللی

ژانگ تاو<sup>5</sup>

نماینده‌ی مدیر عمومی، دایره‌ی تحقیق

بانک مرکزی

اتحادیه‌ی اروپا

اروین نیروپ<sup>6</sup>

نماینده‌ی مشاور عمومی، مسئول بخش مالی،

مدیر خدمات حقوقی عمومی

<sup>1</sup> -Mark Chambers

<sup>2</sup> -ZHOU Xiaochuan

<sup>3</sup> -MU Huaipeng

<sup>4</sup> - HE Jianxiong

<sup>5</sup> -ZHANG Tao

<sup>6</sup> -Erwin Nierop





واحد پولی هنگ کنگ	هنگ کنگ
ژوزف یام	
مدیر اصلی	
جولیا لیونگ <sup>1</sup>	
مدیر اجرایی، بخش خارجی	
کیتی لای <sup>2</sup>	
مدیر، بخش خارجی	
سانی یانگ <sup>3</sup>	
معاون اداری مدیر اجرایی	
بانک ذخیره‌ی هند <sup>4</sup>	هند
وی کی شارما <sup>5</sup>	
مدیر اجرایی	
چاندارن سینا <sup>6</sup>	
مدیر اجرایی عمومی، بخش بازارهای مالی	
بانک ژاپن	ژاپن
هیداکاکی اونو <sup>7</sup>	

<sup>1</sup> - Julia Leung

<sup>2</sup> - Kitty lai

<sup>3</sup> - Sunny Yung

<sup>4</sup> - Reserve Bank Of India

<sup>5</sup> - V K Sharma

<sup>6</sup> - Chandan Sinha

<sup>7</sup> - Hideaki Ono



مشاور مدیر، بخش بازارهای مالی

هیبکی ایچیو<sup>1</sup>

نماینده‌ی مدیر، بخش بازارهای مالی

سو هو کیم<sup>2</sup>

مدیر عمومی، بخش بازارهای مالی

میونگ - جانگ لی<sup>3</sup>

مدیر، تیم بازار درآمد ثابت، بخش بازارهای مالی

بانک مرکزی مالزی<sup>4</sup>

محمد بن ابراهیم<sup>5</sup>

معاون مدیر

آدریان ونگ<sup>6</sup>

مدیر ارشد، عملیات سرمایه‌گذاری و بخش بازارهای مالی

بانک ذخیره ی نیوزلند<sup>7</sup>

سایمون تایلور<sup>8</sup>

مدیر، عملیات بازار، بخش ثبات مالی

بانک کره

مالزی

نیوزلند

<sup>1</sup> -Hibiki Ichiue

<sup>2</sup> -Soo-Ho Kim

<sup>3</sup> -Myong-Jong Lee

<sup>4</sup> - Central Bank of Malaysia

<sup>5</sup> -Muhammad bin Ibrahim

<sup>6</sup> -Adrian Wong

<sup>7</sup> -Reserve Bank of NewZealand

<sup>8</sup> -Simon Tyler



فیلیپین	بانک مرکزی فیلیپین <sup>1</sup> نستر آ اسپنیلا <sup>2</sup> وکیل مدیر، بخش نظارت و آزمایش دولکه ماریا والدیویسو <sup>3</sup> نماینده‌ی بانک، اداره‌ی سیاست‌گذاری، توسعه، نظارت و آزمایش
سنگاپور	نهاد پولی سنگاپور <sup>4</sup> چوان تک لی <sup>5</sup> مدیر اجرایی، مدیریت پولی
تایلند	بانک تایلند پون پن رن ویرایو <sup>6</sup> مدیر ارشد، بازارهای مالی و بخش مدیریت ذخایر ساکاپوپ پانیانوکول <sup>7</sup> تحلیل‌گر ارشد، بازارهای مالی و بخش مدیریت ذخایر
<b>سایر نهادها</b>	
هنگ کنگ	شرکت با مسئولیت محدود مودیز آسیا و اقیانوسیه <sup>8</sup> توماس کلر <sup>1</sup>

<sup>1</sup> -Bangko Sentral ng Pilipinas

<sup>2</sup> -Nestor A Espenilla, Jr

<sup>3</sup> -Dulce Maria Valdivieso

<sup>4</sup> -Monetary Authority of Singapore

<sup>5</sup> -Chuan Teck LEE

<sup>6</sup> -pongpen Ruengvirayudh

<sup>7</sup> -Sakkapop panyanukul

<sup>8</sup> -Moody's Asia Pacific Limited



مدیر گروه

شرکت مورگان استنلی ژاپن <sup>2</sup>	ژاپن
روبرت بردن <sup>3</sup> مدیر، رئیس گروه اعتباری سهامی	
دانشگاه ملون کارنگی، پیتس بورگ <sup>4</sup> ماروین گودفرند <sup>5</sup> پروفسور اقتصاد، مدرسه‌ی تجاری تپر	امریکا
دانشگاه کلمبیا <sup>6</sup> ، نیویورک سورش ساندرسن <sup>7</sup> پروفسور مالی و اقتصاد بانک مانهاتن کمیسیون بورس اوراق بهادار نیویورک <sup>8</sup> آمی کی ادواردز <sup>9</sup> اقتصاددان مالی، اداره‌ی تجزیه و تحلیل اقتصادی	امریکا

<sup>1</sup> -Thomas Keller

<sup>2</sup> - Morgan Stanley Japan limited

<sup>3</sup> -Robert Breden

<sup>4</sup> -Carnegie Mellon University,Pittsburgh

<sup>5</sup> -Marvin Goodfriend

<sup>6</sup> - Columbia University

<sup>7</sup> -Suresh Sundaresan

<sup>8</sup> -US Securities and Exchange Commission

<sup>9</sup> -Amy K Edwards



## بانک پرداخت بین‌المللی مالکوم دی نایت

مدیر عمومی

اداره‌ی نمایندگی های بانک تسویه بین‌المللی

آسیا و اقیانوسیه رابرت مک کاولی<sup>1</sup>

نماینده‌ی اصلی

الی رمولونا<sup>2</sup>

نماینده‌ی حقوقی اصلی

ژبن پیرمات<sup>3</sup>

مسئول خزانه

گونان ام ای<sup>4</sup>

اقتصاددان ارشد

<sup>1</sup> -Robert McCauley<sup>2</sup> -Eli Remolona<sup>3</sup> -Jean-Pierre Matt<sup>4</sup> -Guonan MA



## فصل سوم

**بازارهای اوراق قرضه ی شرکتی در حال توسعه آسیا:**

**خلاصه مباحث کان مینگ**

**گونان ما ، الی رمولونا و هی ژیاژونگ<sup>1</sup>**

خلاصه

در 17-18 نوامبر، نمایندگان سطح بالای یازده بانک مرکزی آسیا و اقیانوسیه و بانک مرکزی اروپا<sup>2</sup> در کان مینگ چین، با هم ملاقات کردند. این ملاقات به منظور تبادل تجربیات در بازارهای اوراق قرضه ی شرکتی ارزی محلی در حال توسعه سمینار صورت گرفت که بطور مشترک توسط بانک تسویه بین المللی و بانک خلق چین سازماندهی شده بود.

1- گونان ما. اقتصاددان ارشد در اداره ی BIS آسیا و اقیانوسیه است ، الی رمونولد وکیل اصلی اداره ی نمایندگی BIS آسیا و اقیانوسیه است و هی ژیاوژونگ وکیل مدیر عمومی بخش بین المللی PBC است.

<sup>2</sup> -European Central Bank(ECB)



برای اینکه سمینار کوچک و غیررسمی بماند، تعداد کمی از دانشگاهیان و نمایندگان بازار برای پیوستن به نمایندگان بانک های مرکزی دعوت شدند. در میان شرکت کنندگان، مدیر بانک خلق چین، ژو زیوچوان و مدیرعمومی بانک پرداخت های بین المللی، مالکوم دی نایت حضور داشتند که سخنرانی های اصلی را ایراد کردند. ژوزف یام، مدیر اجرایی نهاد پولی هنگ کنگ، فضایی برای تبادل فعال نقطه نظرها با ارائه فصل اول ایجاد کرد. دانشگاهیان شامل سورش ساندرسان از دانشگاه کلمبیا و ماروین گودفرند از دانشگاه ملون کارنگی<sup>1</sup> بودند.

ساختار سمینار به پنج بخش اصلی تقسیم شد: (1) چرا بازار اوراق قرضه شرکتی؟ رشد و تأمین مالی مستقیم؛ (2) چارچوب نهادی و قانونی: قوانین بازی (3) نقش اطلاعات: افشای موسسات رتبه بندی و ارزیابی (4) نقدینگی بازار، شفافیت و زیر ساختارها و (5) بانک های مرکزی و توسعه ی بازار اوراق قرضه ی شرکتی. یک فصل همراه ارائه های اصلی مطالب و موارد مرتبط برای بحث معرفی می کند، که به این پنج موضوع اختصاص داده شده است. شرکت کنندگان، با توجه به تجربه های بازارهای داخلی خود، وارد بحث شدند.

<sup>1</sup>-Carnegie Mellon University



### 3-1 چرا بازارهای اوراق قرضه ی شرکتی؟ رشد و تأمین مالی مستقیم از طریق بدهی

ماروین گودفرند<sup>1</sup> از دانشگاه ملون کارنگی، اهمیت تأمین مالی از طریق بدهی را در توسعه ی اقتصاد یک کشور مورد توجه قرار داد. ابتدا، واحدهای تجاری بر وجوه ایجاد شده در داخل یا وجوه استقراضی یک شرکت یا گروه توسعه یافته، اتکا می کنند. با توسعه اقتصاد شرکت نیاز به تأمین وجوه خارجی به شکل تأمین مالی غیرمستقیم با توجه به اطلاعات احساس می کند، برای مثال، وام های پرداختی توسط بانک ها. سپس، شرکت های بزرگ تر که در وضعیت خوبی هستند، به جستجوی تأمین مالی مستقیم از طریق بازارهای سرمایه و بدهی شرکتی می پردازند.

در این میان، بانک ها به ارائه ی خدمات دارای ارزش افزوده ادامه می دهند، در حالی که بانک های سرمایه گذاری به شکل های مختلف تأمین مالی مستقیم کمک می کنند. بر همین اساس، کانال های تأمین مالی متعدد که ساختار سرمایه ی شرکت را بهبود می دهند، رقابت را افزایش می دهند و نوآوری را تشویق می کنند. گودفرند، همچنین نقش تأمین مالی از طریق اوراق قرضه را در کاهش مشکل بستانکاران که وارثان آشکار بازارهای کوتاه مدت اعتباری هستند مورد تأیید قرار می دهد. مشخصاً، او راجع به اهمیت داشتن "لاستیک یدک"<sup>2</sup> که توسط بازارهای اوراق قرضه شرکتی، برای رهایی سیستم مالی از شوک ها، پیشنهاد شده است، نیز صحبت کرد.

محمد بن ابراهیم از بانک نگارای مالزی، مشاهده کرد سیستم مالی مالزی یدکی مربوط به خود را دارد. بازار اوراق قرضه ی شرکتی رینگیت<sup>3</sup> - چیزی که مالزیایی ها آنرا «بازار اوراق بدهی خصوصی»<sup>4</sup> می نامند - هم اکنون از بازار اوراق قرضه ی دولتی داخلی بزرگ تر است. بازار اوراق بدهی خصوصی حدود 80% وجوه ایجاد شده داخلی را به کار می گیرد که با نرخ کم تر از 50%

<sup>1</sup> - Marvin Goodfriend

<sup>2</sup> - spare tyre

<sup>3</sup> - The ringgit corporate bond market

<sup>4</sup> - Private debt securities (PDS)





وجوه در سال 1997 قابل مقایسه است. در سال‌های اخیر، این بازار توسط ناشران بخش‌های خدمات رفاهی، پیمانکاری و زیرساخت‌ها ایجاد شده است. یکی از بخش‌هایی که به سرعت رشد کرده است، بازار بدهی اسلامی است، که هم‌اکنون یک سوم بازار اوراق بدهی خصوصی را در اختیار دارد. سررسید بدهی‌های منتشر شده توسط بازار بدهی خصوصی مالزی از یک تا 28 سال در نوسان است، که با نیازهای ناشران مختلف، منطبق شده است. ولی اندازه‌ی انتشار آن‌ها کوچک است و احتمالاً منجر به نقدینگی بازار خواهد شد.

چاندان سینا<sup>1</sup> از بانک ذخیره‌ی هند، نیاز و توانایی توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی هند را پایین ارزیابی کرد. او بر پنج عامل تأکید کرد: (1) یک جانبه‌نگری موجود در پس‌انداز مالی داخلی در مقابل سپرده‌های بانک‌ها و اوراق دولتی. (2) نقش مهم اوراق قرضه‌ی دولتی در بازارهای بدهی داخلی. (3) اتکای سنگین بخش شرکتی بر استقراض بانکی (4) برتری تکیه بر بخش خصوصی به جای عرضه‌های عمومی. (5) بازار ثانویه‌ی نقدشوندگی. سینا موانع موجود برای توسعه‌ی بازار اوراق قرضه‌ی شرکتی هند را مشخص کرد. اولین و مهم‌ترین آن‌ها، فقدان زیرساخت‌های بازار و وجود تعداد معدودی از سرمایه‌گذاران نهادی در طرف تقاضا و ناشران کیفی کم در طرف عرضه است. او تعدادی از پیش‌وضعیت‌ها را برای توسعه‌ی آتی بازار شامل بازارهای اوراق قرضه و پولی کاراثر، چارچوب حقوقی واضح و در دسترس بودن ابزارهای عملیات حفاظتی بر شمرد. او پیشنهاد کرد که شفافیت بیشتر می‌تواند به خرده فروشی گسترده اوراق قرضه در بازار منجر شود.

چوان تک لی<sup>2</sup> در نهاد پولی سنگاپور بیان کرد، چگونه بازار اوراق قرضه شرکتی می‌تواند بر عمق بازار سرمایه حتی در اقتصادهای کوچک بیفزاید. او مقیاس‌هایی را که نهادهای قانونی سنگاپور برای توسعه بازار جهت نقدینگی داخلی و موارد خارجی مورد استفاده قرار دادند، را بیان کرد. بین 1997 و 2004 اندازه بازار اوراق قرضه شرکتی سنگاپور، چهار برابر افزایش یافت که

<sup>1</sup> - Chandan Sinha

<sup>2</sup> - Chuan Teck Lee



منجر شد ارزش اوراق قرضه شرکتی در حال حاضر دو برابر وام‌های دولتی شود. اقدامات صورت گرفته توسط نهادهای قانونی برای توسعه‌ی بازار اوراق قرضه محلی، سه هدف را دنبال می‌کرد:

- 1) ایجاد یک منحنی آزمون بازدهی نقدینگی دولتی.
  - 2) ایجاد رشد در بازار ثانویه فعال، برای مبادلات نقدی و مشتقات و
  - 3) تشویق سرمایه‌گذاران و ناشران داخلی و خارجی برای شرکت در بازار اوراق قرضه سنگاپور.
- جذابیت موضوع سنگاپور در این است که علی‌رغم اندازه کوچک اقتصاد آن، نهادهای قانونی تلاش خود را معطوف به جذب ناشران غیرمحملی ارزهای داخلی و خارجی به عنوان روشی برای افزایش اندازه و عمق بازار ورقه قرضه شرکتی کرده اند.
- رابرت بردن<sup>1</sup> از دانشگاه استنلی مورگان<sup>2</sup>، دیدگاه خود را به عنوان یک فعال بازار راجع به نقش بازار اوراق قرضه شرکتی در توسعه بازارهای مالی برون مرزی بیان کرد. یک بازار اوراق قرضه شرکتی عمومی در ایجاد ماهیت فرهنگ اعتباری، نظم بازار و معیارهای قابل مشاهده برای ناشران، سرمایه‌گذاران در اوراق قرضه و سایر ایجاد کنندگان سرمایه نقش بسزایی دارد. هم چنین به دستیابی تأمین مالی تضمین نشده و بلندمدت جهت رشد کسب و کارها کمک می‌کند. علاوه بر این، رشد اوراق قرضه‌ی شرکتی اولیه و ثانویه به بانک‌ها در رسیدن به موقعیت وام‌های منطبق بر بازار<sup>3</sup> کمک کند. بردن، اشاره کرد نقدینگی بالای ارزی و سرمایه‌گذاری بانک‌های آسیا، بازارهای اوراق قرضه شرکتی را خالی کرده است، چرا که شرکت‌ها تمایل کم‌تری برای بهره‌برداری از بازارهای سرمایه دارند، در حالی که بانک‌ها با نرخ پایین تری بدهی منتشر می‌کنند. او نتیجه‌گیری کرد نرخ پس‌انداز و آمارگیری در آسیا در کنار مشارکت بیش‌تر بیمه عمر و وام‌های بان‌نشستگی منجر به رشد سریع در مدیریت پولی نهادها می‌شود. مدیریت اثربخش این طرح‌ها منجر به تعادل دارایی‌ها خواهد شد.

<sup>1</sup> - Robert Breden

<sup>2</sup> - Mrgon Stanley expressed

<sup>3</sup> - Mark-to-Market(MTM)



### چارچوب نهادی و قانونی: قوانین بازی

چرا قوانین ورشکستگی و انحلال منجر به بازارهای اعتباری با کارکرد درست و تعادل در حقوق بدهکار و بستانکار می‌شود؟ سورش ساندرسن<sup>1</sup> از دانشگاه کلمبیا با ارائه‌ی 3 اصل راهنما، به این پرسش پاسخ می‌دهد. اول، قانون ورشکستگی باید ارائه‌کننده پیامدهای کافی منطبق بر گذشته باشد تا ارزش مجموع ادعاها (سرمایه و بدهی)، در این شرایط به بیش‌ترین حد برسد. دوم، قانون باید مواردی نظیر افزایش یک جانبه جریمه برای تعهدات قراردادی ادا نشده را با تضمین دستیابی به دارایی‌های قرض‌گیرنده آشکار کند. نهایتاً، باید انگیزه‌ای برای مؤسسات ورشکسته، به جز قرض‌گیرندگان غیر نقدی شرکتی ایجاد کند تا تجدید ساختار کنند. ساندرسن بیان کرد وام‌های بانکی باید تضمین شوند، و باید به بانک‌های محدودی بدهکار بود تا در شرایط توقیف و تنگدستی تجدید قرارداد آسان شود. در حالت مقایسه، مشخصاً ده هزار سرمایه‌گذار اوراق قرضه‌ی شرکتی برای یک ناشر وجود دارد، که مذاکره درباره‌ی اوراق بدهی در شرایط تنگدستی را پیچیده می‌کند. او سپس تعدادی از مکانیزم‌های بازار را تشریح کرد که می‌توانند در زمان وجود مشکلات مالی مورد استفاده قرار گیرند.

اروین نیپرو<sup>2</sup> از بانک مرکزی اروپا<sup>3</sup> تجربه‌ی اروپایی‌ها را راجع به بازارهای اوراق قرضه‌ی شرکتی بعد از معرفی یورو بیان کرد. تشکیل بانک مرکزی اروپا و ارز<sup>4</sup> واحد از طریق تکمیل بازارهای سرمایه<sup>5</sup> بوسیله‌ی کاهش هزینه‌های انتشار، ریسک ارز و توسعه‌ی اندازه‌ی بازار، سرمایه‌گذاران، منجر به توسعه‌ی بازار شد. نیپرو بیان کرد بخش اروپا مجبور به رقابت با دوازده بازار کارای مالی مختلف با یک ارز و یک نهاد پولی - به همراه دوازده قانون‌گذار و حوزه‌ی قضایی - می‌باشد. عموماً، بیست و پنج بازار سرمایه در اتحادیه‌ی اروپا وجود دارد. این چند بخشی

<sup>1</sup> - Suresh Sundaresan

<sup>2</sup> - Erwin Nierop

<sup>3</sup> - European Central Bank

<sup>4</sup> - Currency

<sup>5</sup> - Capital Markets



بودن حقوقی و قانون یکپارچگی بازارها را محدود کرده است. او سپس تلاش‌های جاری و اخیر منطقه اتحادیه‌ی اروپا و بانک مرکزی اروپا را برای هماهنگ کردن موارد زیر بیان کرد:

(1) سیستم پرداخت و سایر زیر ساختارهای بازار<sup>1</sup>

(2) قانون‌گذاری

(3) مقررات

(4) رهنمودها

(5) سیاست‌های موازی

(6) مقیاس‌هایی برای بهبود ثبات مالی.

میونگ جونگ لی<sup>2</sup> از بانک کره راجع به استفاده ضمانت بانک در کاهش ریسک اعتباری و قیمت‌گذاری آن در بازارهای اوراق قرضه شرکتی سوالاتی مطرح کرد. در کره، سهم انتشار اوراق قرضه شرکتی ضمانت شده بوسیله‌ی بانک‌ها و مؤسسات غیربانکی در مجموع از 85% در سال 1997 به 1% در سال 2004 تقلیل یافت. لی سه توضیح درباره کاهش شدید نقش ضمانت بانک‌ها ارائه کرده است: اول، بسیاری از بانک‌های تجاری و بازرگانی کره در طول بحران آسیا تحت فشار شدیدی قرار گرفتند، که آن‌ها را با بحران‌های تغییر ساختار برای دستیابی الزامات سرمایه‌ای خود مواجه کرد. و آن‌ها را نسبت به استفاده از ضمانت برای اوراق قرضه‌ی شرکتی کاملاً بی‌انگیزه ساخت. دوم، در مقابل قرارداد شدید اعتبار بانکی، بخش شرکتی کره مجبور شد وجوه خود را بدون ضمانت از بازارهای سرمایه تأمین کند. نهایتاً، با کاهش بحران مالی، نرخ‌های بهره داخلی کاهش یافت که منجر به جریان عظیم وجوه به شرکت‌های سرمایه‌گذاری و امانی<sup>3</sup> شد که در عوض، سرمایه‌گذاری سنگین در بازار اوراق قرضه شرکتی کره را در پی داشت. این

<sup>1</sup> - Payment systems and other market infrastructures

<sup>2</sup> - Myong-Jong Lee

<sup>3</sup> - Investment and Trust Companies (ITCs)



جریان‌های ورودی وجوه به این شرکت ها تقریباً بین 1997 و 1998 اتفاق افتاد. لی یکی از مهم‌ترین انشعاب‌های ایجاد شده توسعه را تمایل بیشتر اوراق قرضه شرکتی کره به انعکاس ریسک اعتباری شرکتی نسبت به ریسک اعتباری بانک‌ها بیان کرد، که به نظر می‌رسد این امر تحت حمایت دولت است.

موهاوی پنگ<sup>1</sup> در بانک خلق چین، چالش توسعه‌ی بازار اوراق قرضه‌ی شرکتی چین را مورد بحث قرار داده است. در چین دو بازار اوراق قرضه شرکتی وجود دارد: بازار اوراق قرضه بین بانکی<sup>2</sup> که توسط بانک خلق چین تنظیم می‌شود و بازار اوراق بهادار که بوسیله‌ی کمیسیون قانون‌گذاری اوراق بهادار چین هدایت می‌شود. 40% اوراق قرضه ی دولتی<sup>3</sup> در هر دو بازار منتشر و مبادله می‌شوند (منشتر شده بین دو بازار) ولی سایر اوراق دولتی و اوراق قرضه‌ی شرکتی تنها در یک بازار مورد داد و ستد قرار می‌گیرند. این دو بازار اوراق قرضه، زیرساختارها، مبانی سرمایه‌گذاری، و سیستم‌های نگهداری و تسویه متفاوتی دارند، که برای سرمایه‌گذاران قضاوت بین آن‌ها مشکل است. اگر دو قانون‌گذار کافی نباشند، تخصیص با اهمیت انتشار اوراق قرضه تحت نظر نمایندگی سوم دولتی، کمیسیون توسعه و اصلاح ملی<sup>4</sup>، می‌باشد. مو نکته دیگری را بیان کرد که بازارهای مختلف نیازهای مختلف سرمایه‌گذاران و ناشران را برآورده می‌کنند، اما باید تفکیک در سرمایه‌گذاران، ناشران، جریان وجوه و خدمات حفاظتی بین دو بازار اوراق قرضه کاهش یابد. او سپس تعدادی از مقیاس‌های سیاست‌گذاری برای توسعه‌ی بازار اوراق قرضه واحد چین را مطرح کرد که شامل ایجاد بازارهای خارج از بورس<sup>5</sup>، تقویت نظم بازار (بوسیله‌ی افزایش موسسات رتبه‌بندی اعتباری) و افشای اطلاعاتی بیش‌تر می‌شود.

<sup>1</sup> - Mu Huaipeng

<sup>2</sup> - Interbank Bond Market

<sup>3</sup> - Government Bond

<sup>4</sup> - National Development and Reform Commission

<sup>5</sup> - Over the Counter



تجربه‌ی مالزیایی‌ها، نشان داد که چگونه کاهش موانع قانونی و مشارکت بیش‌تر می‌تواند بازار اوراق قرضه‌ی شرکتی را تقویت کند. با ایجاد کمیته‌ی مالی بازار اوراق قرضه که از چند نمایندگی و قانون‌گذاری برای تقسیم مسئولیت قانون‌گذاری تشکیل شده است، فرآیند پذیرش انتشار شرکتی از 19 الی 12 ماه به چهارده روز کاهش یافته است. اندازه‌ی بازار<sup>1</sup> اوراق قرضه شرکتی مالزی از سال 1998 تا 2004، صد و بیست و چهار برابر رشد کرده است و در حال حاضر حدود 40% تولید ناخالص داخلی را ایجاد می‌کند.

رابطه بردن نقش مشتقات اعتباری، چارچوب دو باسل<sup>2</sup> و استانداردهای حسابداری جدید را تشریح کرده است. او بیان کرد در حال حاضر بازارهای معاوضه‌ی قراردادی اعتباری<sup>3</sup>، برای بازارهای اوراق قرضه و بدهی شرکتی با اهمیت هستند و برای توسعه‌ی بازارهای مشتقه اعتباری حیاتی می‌باشند. معاوضه‌ی اعتباری دو باسل، بانک‌ها را برای جستجوی مشتق‌های اعتباری به منظور حفاظت از شفافیت اعتبارهای مشخص تشویق می‌کند و ممکن است منجر به کاهش رتبه مؤسسات بانک تسویه بین‌المللی شود. بردن بحث می‌کند سیاست‌های حسابداری قابل لمس، خصوصاً برای شرکت‌های بیمه، می‌تواند منجر به توسعه بازارهای اوراق قرضه شود. در حوزه‌ی قانونی، هنگامی که تناسب بین حسابداری منطبق بر بازار و دارایی‌ها و سیاست‌های بدهی وجود ندارد، اگر بدهی‌های بلندمدت بر بازار منطبق نشوند در حالی که دارایی‌ها می‌شوند، تحریقاتی رخ می‌دهد. لذا شرکت‌های بیمه‌ای تمایل زیادی برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های کوتاه مدت‌تر دارند تا با بدهی‌های آن‌ها تطابق یابد. در ژاپن تغییری در قوانین حسابداری وجود داشت که امکان تطابق دارایی‌ها با بدهی‌ها را ایجاد و این قاعده را از حسابداری منطبق بر بازار معاف می‌کرد. این معیار در ایجاد فعالیت بازار سرمایه در اوراق قرضه شرکتی، شهرداری‌ها و موسسات بلندمدت مفید بوده است.

<sup>1</sup> - Market Size

<sup>2</sup> - Basel II framework

<sup>3</sup> - Credit Default Swap Market(CDS)



### نقش اطلاعات: افشاء، مؤسسات رتبه‌بندی و آزمون‌ها

لی از بانک کره تجربه‌ی کره‌ای‌ها در استانداردهای حسابداری منطبق بر بازار را مطرح و چند شاخگی در بازار اوراق قرضه و مدیریت وجوه داخلی را تشریح کرد. کره استفاده از حسابداری منطبق بر بازار را برای وجوه اوراق قرضه که بوسیله‌ی شرکت‌های سرمایه‌گذاری اطمینان‌بخش مدیریت می‌شوند و حساب‌های اطمینان بخش نگهداری شده توسط بانک‌ها، از دوره‌ی بعد از 1998 اجباری کرد. یکی از انگیزه‌های استفاده از روش منطبق بر بازار این است که روش ارزش دفتری تمایل به تشدید مقدار جریان وجوه<sup>1</sup> به خارج از شرکت‌های امین سرمایه‌گذاری دارد که این امر بخصوص در بحران آسیا و انحلال دوو در سال 1999 صورت گرفت. دلیل اصلی این فرار بودن جنبش سریع و انفجار شرکت‌های امین سرمایه‌گذاری در طول سال‌ها بود.

لی هم‌چنین بحث می‌کند حسابداری منطبق بر بازار تمایل به افزایش شفافیت<sup>2</sup> و نقدینگی<sup>3</sup> بازار دارد، چون سرمایه‌گذاران بهتر از ارزش منصفانه اوراق قرضه خود آگاه می‌شوند و تمایل بیشتری برای مبادله نسبت به نگهداری و شناسایی زیان دارند. مشکلات عملی اجرای استانداردهای منطبق بر بازار را، مخصوصاً در ارتباط با ارزیابی اوراق قرضه‌ی شرکتی غیر نقدی، با مشکل مواجه ساخته است. کره در حال حاضر به دو نمایندگی قیمت‌گذاری خصوصی که ارزیابی اوراق قرضه را بر مبنای قیمت‌گذاری ماتریسی صورت می‌دهند، روی آورده است.

توماس کلر<sup>4</sup> از خدمات سرمایه‌گذاری مودیزز<sup>5</sup> نقش مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در توسعه بازار اوراق قرضه‌ی شرکتی را مورد بحث قرار می‌دهد. بر مبنای اطلاعات تهیه شده توسط ناشران و تجربه وسیع مؤسسات رتبه‌بندی در ارزیابی ریسک تجاری، این نمایندگی‌ها راجع به اینکه یک ناشر چقدر می‌تواند از پس تعهدات خود برآید، اظهار نظر می‌کنند. کلر از این نظرات دفاع می‌کند

<sup>1</sup> - Cash Flow

<sup>2</sup> - Transparency

<sup>3</sup> - Liquidity

<sup>4</sup> - Thomas Keller

<sup>5</sup> - Moody's Investors Service



به دلیل آنکه نقشی مشابه کالای عمومی ایفا می‌کنند (به شکل عام در دسترس هستند) و به سرمایه‌گذاران در کاهش عدم تقارن<sup>1</sup> اطلاعات کمک می‌کند. توجه به این نکته مهم است که ناشر فعلی یا بالقوه اوراق قرضه برای خدمات رتبه‌بندی هزینه می‌کند، به این معنی که علاوه بر ظرفیت تحلیل قوی، مؤسسات رتبه‌بندی باید سطح بالایی از استقلال و عینیت را برای جلوگیری از تضاد منافع داشته باشند.

الی رمولونا<sup>2</sup> از اداره ی آسیایی بانک پرداخت بین المللی به سوال مطرح شده توسط لی اشاره می‌کند: چگونه ما می‌توانیم بگوییم که قیمت‌های بازار اطلاعات خوب را منعکس می‌کند؟ اطلاعات بازار درباره ی بستانکاران ممکن است به شکل‌های مختلف ارائه شود: گزارش‌های سود، اخطار سود، گزارش‌های اخطار مالی و تجزیه و تحلیل اعتباری بوسیله ی دفاتر اوراق بهادار. تلخیص این اطلاعات توسط مؤسسات رتبه‌بندی و به روش‌های مختلف از طریق اعلامیه‌های رتبه‌بندی، مرورها و چشم‌اندازها انجام می‌شود. در حالی که اعلامیه‌های رتبه‌بندی تشریحی (به آهستگی تهیه می‌شوند)، به موقع و نشان دهنده ی تصمیمات رتبه‌بندی در نود روز آتی هستند. رمولونا نتایج مطالعه ی اثرات این اعلامیه‌ها بر بازارهای گواهی سپرده را بیان کرد. نتایج نشان می‌دهد قراردادهای گواهی سپرده مانند سرمایه در عکس‌العمل به اطلاعات جدید، خاصیت نقدشوندگی دارند. مطالعات مؤسسات اعتباری عکس‌العمل شدیدی در گواهی سپرده و بازار سرمایه ایجاد کرد که با چشم‌اندازها و اعلامیه‌های رتبه‌بندی همراه شد. علاوه بر این، افشای این اطلاعات اثر شدیدی بر اعتبارها در انتهای پایین‌ترین طیف امتیاز سرمایه‌گذاری خواهد داشت که منعکس کننده ی قوانینی است که تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران نهادی در مقابل سرمایه‌گذاری در اوراق با آن مواجه هستند.

<sup>1</sup> - Asymmetry

<sup>2</sup> - Eli Remolona





### نقدشوندگی بازار: زیرساختارها و شفافیت

ساندرسن، موارد مرتبط با زیرساختارهای بازارهای با سود ثابت<sup>1</sup> به طور عام و شفافیت بازار اوراق قرضه شرکتی به طور خاص را مرور کرد. در مقایسه با بازارهای اوراق قرضه دولتی، اوراق قرضه شرکتی بسیاری از ناشران را به انتشار اوراق کم تر و دوره های قراردادی غیراستاندارد ملزم می کند. لذا اوراق قرضه شرکتی تمایل دارد که از بازارهای اوراق قرضه دولتی، نقدینه تر نباشد و سرمایه گذاران نهادی تمایل دارند بر بازارهای اوراق قرضه شرکتی چیره شوند. مؤسسات با رتبه بالا، خود را از نظر توافق های اولیه و ثانویه که در سطوح مختلف شفافیت بازار رخ می دهد، با بقیه متفاوت می دانند. برای مثال اوراق تجاری کوتاه مدت با کیفیت<sup>2</sup> معمولاً نیازمند تولید اطلاعات کم تر از اوراق قرضه با نرخ بهره ی بالاتر<sup>3</sup> می باشد. در بازار اولیه<sup>4</sup>، رویه های نکول سند<sup>5</sup>، مبانی سرمایه گذار هدف و الزامات افشا<sup>6</sup> بین اوراق قرضه عمومی و اوراق قرضه ی تعهد نشده<sup>7</sup> متفاوت است. سوال اصلی برای بازارهای ثانویه این است که استانداردهای مناسب برای شفافیت بعد و قبل از معامله چیستند، و چه تنظیماتی برای وام دهی موازی باید اتخاذ شود؟

نستر اسپنیللا<sup>8</sup> از بانک مرکزی فیلیپین بر تجربه ی فیلیپینی ها درباره ی شفافیت و زیرساختارهای بازار تمرکز کرد. او بر اهمیت شفافیت و نظم بازار، اتحاد سرمایه گذار و نقدینگی بازار تأکید کرد. تا این اواخر، بازار بدهی تحت تأثیر پراکندگی، کشف قیمت های ناکارا و فقدان شفافیت قرار داشت. او تلاش هایی برای ایجاد بازار سود ثابت فیلیپین بعنوان یک سکوی مبادلاتی الکترونیک برای اوراق بدهی را مورد بحث قرار داد. این ساختار مکمل به افزایش شفافیت بازار،

<sup>1</sup> -fixed income markets

<sup>2</sup> - High Quality Short-term Commercial Paper

<sup>3</sup> -high-yield bonds

<sup>4</sup> -Primary Market

<sup>5</sup> -Underwriting Procedures

<sup>6</sup> Disclosure Requirements

<sup>7</sup> -Unregistered bond

<sup>8</sup> - Nestor Espenilla



کارایی، نقدشوندگی و قابلیت اتکاء تمایل دارد و برای تحت پوشش درآوردن اوراق بدهی و انطباق بر زیرساختارهای مختلف طراحی شده است. این بازار یک مورد متمرکز با حق مشارکت معاوضه، آزادی سرمایه‌گذار برای انتخاب کارگزار، قیمت‌گذاری شفاف و یک برنامه‌ریزی برای استقراض می‌باشد. اسپینلا، هم‌چنین این سوال را مطرح کرد که انتظار ایجاد نقدشوندگی از شکل دهندگان بازار اوراق قرضه شرکتی تا چه حد منطقی است؟ و انجام دهنده معاملات بایستی اطلاعات مبادلات را آشکار کند. نهایتاً، او این سوال را مطرح کرد که آیا منفعتی در داشتن یک سیستم تسویه منطقه‌ای وجود دارد؟

امی ادواردز<sup>1</sup> از کمیسیون بورس و اوراق بهادار، مواردی مانند شفافیت بعد از مبادله را، خصوصاً در مورد تجربه آمریکا در مورد سیستم رعایت و گزارش‌گری معاملات<sup>2</sup>، آزموده است. سیستم رعایت و گزارش‌گری معاملات که در سال 2003 معرفی شده است، ایجاب که هر مبادله بازار خارج از بورس در اوراق قرضه شرکتی، پانزده دقیقه بعد از انجام معامله گزارش شود. سپس نقدشوندگی بازار افزایش یافت و تحقیقات او نشان می‌دهد که این شفافیت هزینه مبادلات را متعاقباً کاهش خواهد داد. عموماً شفافیت بعد از مبادله به سرمایه‌گذاران منفعت و به قانون‌گذاران در ایفای مسئولیت خود یاری می‌رساند. ادواردز اشاره کرد به خاطر داشتن این مطلب که نیاز به شفافیت به معنی تحمیل یک زیرساختار خاص بازار نیست، حایز اهمیت است.

یونین رونگ ویرایود<sup>3</sup> از بانک تایلند، راجع به تجربه‌ی تایلندی‌ها در ارتباط با افشای اطلاعات و شفافیت بازارهای اوراق قرضه ثانویه‌ی بانکوک صحبت کرد. بازار اوراق قرضه تایلند به شکل قابل توجهی بعد از بحران آسیا مقدار اوراق قرضه منتشره از 4% تولید ناخالص داخلی در 1997 به 42% تولید ناخالص داخلی در سال 2004 رشد کرده است. اوراق قرضه‌ی دولتی

<sup>1</sup> - Amy Edwards

<sup>2</sup> - Trad Reporting and Compliance Engine (TRACE)

<sup>3</sup> - Pongpen Ruengvirayudh



همچنان بر بازار حکم فرماست و سیستم پرداخت پراکنده توسعه‌ی آن را کاهش داده است. سایر محدودیت‌هایی که بازار اوراق قرضه تایلند با آن مواجه است، شامل فقدان کیفیت ناشران و زیرساخت‌های ناکافی بازار می‌باشد. بازار دو بخش اصلی دارد: بازار الکترونیک تطابق اتوماتیک اوراق قرضه<sup>1</sup> و بازار خارج از بورس یک پایگاه معاملات الکترونیکی برای تطبیق ساختارهای مبادلاتی مختلف در سال 2006 معرفی خواهد شد. انتظار می‌رود سیستم جدید بر بعضی موانع بازار غلبه کند. از منحنی بازدهی اوراق قرضه دولتی قابل اتکاء، نیز این انتظار وجود دارد که به توسعه‌ی بازار اوراق قرضه‌ی شرکتی کمک کند.

این سوال که سایر بازارهای سود ثابت و بازار ارز خارجی برای بازارهای اعتباری شرکتی، چقدر اهمیت خواهد داشت، مبنای تمرکز ارائه ریک باتلینو<sup>2</sup> از بانک ذخیره استرالیا بود. او از تجربه استرالیا،<sup>3</sup> نتیجه گرفت: اول اینکه آسان‌ترین راه برای توسعه‌ی بازار سود ثابت شروع کار با اوراق قرضه‌ی دولتی است، چونکه نقدشوندگی بالایی دارد و برای توسعه‌ی زیرساخت‌ها سودمند است و می‌تواند یک منحنی بازده معیار<sup>3</sup> برای بازارهای اعتباری خارجی ایجاد کند. دوم، با گسترش بازارهای اعتباری خارجی بازگشت مقیاس‌ها به بازار اوراق قرضه‌ی دولتی بدون اینکه آسیبی به بازار اوراق قرضه وارد شود، امکان پذیر خواهد شد (احتمالی که توسط استرالیایی‌ها در طول حوادث اخیر مالی ثابت شد). سوم اینکه، داشتن یک بازار آزاد و بازار خارجی و تدریجاً یک نرخ تبدیل ارز شناور اهمیت دارد. فرض اصلی این است که بازار معاوضه ارز عمیق، ناشران خارجی را برای بهره‌برداری از بازارهای خارجی و سرمایه‌گذاران خارجی را در محافظت سرمایه‌گذاری خارجی خود کمک می‌کند. برای اقتصاد نسبتاً کوچکی مثل استرالیا، یک بازار معاوضه ارز عمیق از اهمیت به مراتب بیشتری برخوردار است.

<sup>1</sup> - Auto-Matching Bond Electronic Exchange

<sup>2</sup> - Ric Battelino

<sup>3</sup> - Benchmark Yield Curve



### بانک‌های مرکزی و توسعه‌ی بازار اوراق قرضه‌ی شرکتی

برای ایجاد زمینه‌ای برای بحث راجع به نقش بانک‌های مرکزی، هیبکی ایچیو<sup>۱</sup> از بانک ژاپن<sup>۲</sup>، فضای باز اعتباری ژاپن را مورد بررسی قرار داد که شامل بازار اوراق قرضه‌ی شرکتی منطقه‌ای، بازار اوراق قرضه‌ی سامورایی، وام‌های سندیکایی، اوراق بهادار<sup>۳</sup> و مشتقات اعتباری<sup>۴</sup> می‌باشد وام‌های بانکی هم‌چنان حاکم بر بازار اعتباری ژاپن<sup>۵</sup> است، اما اوراق قرضه‌ی شرکتی در طول بحران مالی رشد کرده است. ایچیو پیشنهاد کرد موسسات منطقه‌ای و بین‌المللی اعتباری مانند اوراق قرضه‌ی شفاهی که قرار است در سال 2006 معرفی شوند، توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی را بهبود خواهند داد. یک عامل کلیدی که بر بازار اعتباری ژاپن تأثیر می‌گذارد، وجود مازاد پس‌انداز قابل ملاحظه است، که فضای اعتباری را کم‌تر کرده است. و نتیجه این بوده است که بازار اوراق قرضه‌ی شرکتی در اختیار سرمایه‌گذاران داخلی قرار گیرد. بازار اوراق قرضه‌ی سامورایی و وام‌های سندیکایی به سرمایه‌گذاران ژاپنی برای افشای کافی ریسک اعتباری خارجی کمک می‌کند. انتشار اوراق قرضه‌ی شرکتی در سال‌های اخیر کاهش یافته است در حالی که وام‌های سندیکایی از سال 2000 تا 2005 حدود سه برابر افزایش یافته است. بانک ژاپن نقش محوری در توسعه بازار وام‌های سندیکایی از طریق انتشار آمار و ارقام، پذیرش وام‌های سندیکایی به شکل همزمان در عملیات بازارهای باز و کمک به سازمان‌های خود انتظام<sup>۶</sup> در طراحی قراردادهای استاندارد شده، ایفا کرده است. بازار اوراق قرضه نیز در سال‌های اخیر توسعه یافته است که این امر با حمایت اوراق قرضه‌ی با پشتوانه رهن<sup>۷</sup> صورت گرفته است. انتشار سایر اوراق قرضه

<sup>۱</sup> -Hibiki Ichiue

<sup>۲</sup> -Bank of Japan(BOJ)

<sup>۳</sup> - Securitisation

<sup>۴</sup> - Credit Derivatives

<sup>۵</sup> -Cedit market in Japan

<sup>۶</sup> - Self-Regulatory

<sup>۷</sup> - Mortgage-Backed Securities



قرضه با پشتوانه دارایی<sup>1</sup> و اوراق تجاری نیز رشد کرده است، که نیمی از دارایی‌ها شامل وام‌های بانکی به شرکت‌های کوچک و متوسط است. مجدداً، بانک ژاپن فعالانه به این توسعه از طریق سمینارها، افشای اطلاعات کامل استاندارد شده، تحقیقات بازار و انتشار آمار پرداخت.

جولیا لیونگ<sup>2</sup> از نهاد پولی هنگ کنگ، بر تجربه‌ی همکاری بانک مرکزی در ایجاد صندوق اوراق قرضه‌ی آسیایی<sup>3</sup> و توسعه‌ی بعدی آن تمرکز کرد. او پنج چالش را در مقابل توسعه‌ی بازار اوراق قرضه آسیا برشمرد: (1) مشارکت کم سرمایه‌گذاران. (2) نقدینگی پایین (3) فقدان شفافیت قیمت بازار (4) رتبه اعتباری پایین و (5) مالیات زیاد.

صندوق دوم اوراق قرضه‌ی آسیایی تمایل داشت با این چالش‌ها مقابله کند و زیرساختارهای بازار را بهبود بخشد. نه صندوق اوراق قرضه‌ی آسیایی با آستانه‌ی ثبت حداقل و هزینه‌های مبادلاتی پایین مرتبط با شاخص‌ها مواجه شدند. این صندوق‌ها از شفافیت زیاد و افشای کامل، سود می‌برند و باید بر یک مبنای سرمایه‌گذاری گسترده گرایش پیدا کنند. مشخصاً صندوق شاخص هنگ کنگ، از زمان فهرست بندی آن در جولای سال 2005، حدود 40% توسعه یافت. صندوق دوم اوراق قرضه‌ی آسیایی هم‌چنین به بهبود نقدینگی از طریق معرفی مکانیزم‌های تنظیم بازار کمک می‌کند. از طرف دیگر، صندوق دوم اوراق قرضه‌ی آسیایی رتبه‌بندی نمی‌شوند، که این امر بعضی از سرمایه‌گذاران را به شکل بالقوه می‌ترساند. لیونگ سه سوال اصلی مطرح کرد: آیا تنظیم بازار می‌تواند زمینه ایجاد بازار اوراق قرضه را فراهم کند؟ آیا فهرست‌بندی شفافیت را افزایش می‌دهد؟ و اینکه آیا روش‌هایی برای غلبه بر رتبه‌بندی اعتباری پایین ناشران آسیایی

<sup>1</sup> - Asset-Backed Securities

<sup>2</sup> - Julia Leung

<sup>3</sup> - Asian Bond Fund II (ABF<sup>2</sup>)



وجود دارد؟ او پیشنهاد کرد برای افزایش مشارکت منطقه‌ای در توسعه‌ی بازارهای اوراق قرضه کارهای بیش‌تری می‌تواند انجام گیرد.

سایمون تایلر<sup>۱</sup> از بانک ذخیره نیوزلند<sup>۲</sup> سه سوال مرتبط با نقش موسسات مختلف در توسعه‌ی بازارهای اوراق قرضه‌ی شرکتی را مطرح کرد: اول: چه نمایندگی یا مؤسسه‌ای نقش سیاست‌گذاری پیشرو در توسعه‌ی بازار اوراق قرضه‌ی شرکتی منطقه‌ای را ایفا می‌کند؟ دوم چه بخشی از توسعه بازار را بانک مرکزی بر عهده خواهد گرفت؟ سوم: بانک‌های مرکزی با سایر قانون‌گذاران و مقامات ناظر چگونه باید کار کنند؟ اغلب تعداد زیادی از نمایندگی‌ها درگیر بازارهای سرمایه هستند. بهتر است هر نمایندگی نقش خود را بهتر بشناسد. موسسات مختلف باید موانع را پیدا کنند، برای از بین بردن این موانع تلاش کنند و فعالان بازار را برای بهبود نقدینگی تشویق کنند. به هر حال، نقش هر کدام از این نمایندگی‌ها، با تغییر و توسعه بازار، تغییر می‌کند. در صورتی که دولت بتواند به ایجاد نقدینگی منحنی بازده معیار، حراج اوراق قرضه‌ی دولتی به شکل شفاف، کاهش عدم اطمینان بوسیله‌ی اعلام برنامه انتشارهای اوراق و انتشار آمار و ارقام مورد توجه استفاده‌کنندگان کمک کند، نقش دولت بعنوان یک ناشر توسعه بازار را تضمین خواهد کرد. نقش بانک مرکزی شامل جمع‌آوری و انتشار اطلاعات بازار، تشویق استاندارد سازی مدارک مثبت، انتساب بازار سازان بازار، هماهنگ کردن کمیته‌های بازار و ایجاد اطمینان نسبت به سیستم‌های نگهداری، تسویه و پرداخت می‌باشد. تایلر، هم‌چنین تعدادی از موانع رایج توسعه‌ی بازارهای اوراق قرضه را مانند پیچیدگی ثبت و مالیات بالا مشخص کرد.

<sup>۱</sup> - Simon Tyler

<sup>۲</sup> - Reserve Bank of New Zealand



وی کی شارما<sup>1</sup>، از بانک ذخیره ی هند، مراحل توسعه ی بیش تر بازارهای اوراق قرضه ی شرکتی در هند را بیان کرد. بعد از مرور درس های فراگرفته شده از بازارهای اوراق قرضه در حال توسعه، شارما بازار اوراق قرضه دولتی و نقش آن در کاربرد بازار اوراق قرضه شرکتی را شرح داد. او تعدادی از تفکرات مربوط به اینکه چه تغییراتی در بازارهای اوراق قرضه هند، در حال رخ دادن است و اینکه چگونه به توسعه ی بازار بدهی اوراق شرکتی منطقه ای کمک خواهد کرد را با تأکید بر اهمیت توسعه ابتدایی بازار اوراق قرضه دولتی بیان کرد.

<sup>1</sup> - V K Sharma



## فصل چهارم

### توسعه ی بازار اوراق قرضه شرکتی چین

#### درس‌های فراگرفته شده

ژو زیو چوان

از دیدن همکاران خود در بانک مرکزی حاضر در سمینار بازارهای اوراق قرضه شرکتی در آسیا، بسیار خوشحال هستیم، باعث شادمانی است که این اتفاق با تلاش بانک پرداختهای بین‌المللی صورت گرفت و مخصوصاً مالکوم دی نایت، مدیر عمومی این بانک که در اینجا به منظور تقسیم دیدگاه‌های خود در موضوعات سمینار، حضور یافت. در جلسه‌ای که امروز و فردا برگزار خواهد شد، همکاران از اطراف منطقه و جهان، دیدگاه‌های خود را تقسیم خواهند کرد. از موقعیت همکاری برای بحث پیرامون توسعه‌ی بازارهای اوراق قرضه شرکتی در چین و خصوصاً نیاز منطقه برای تسریع این فرایند، بی‌نهایت خرسندم.





## 1- محیط اقتصادی کلان<sup>1</sup>

اقتصاد چین از رشد تولید ناخالص داخلی 9 درصدی سالانه، در سالهای اخیر سود برده است- با حرکت قوی که تا سال 2006 ادامه خواهد داشت - در حالی که تورم<sup>2</sup> شاخص قیمت مصرف کننده در کنترل قرار داشت.

نقدینگی کافی در اقتصاد منجر به نرخ بهره ی پایین و مهار تورم می شود. علاوه بر این، نرخ پس انداز، به شکل قابل توجهی بالاست. در نتیجه، نسبت بالای تولید ناخالص داخلی M2/GDP با سایر اقتصادها مقایسه می شود و ممکن است تا سال 2005 به 200% برسد. بانکهای تجاری به ایفای نقش برجسته ی خود در هدایت پس اندازها به سرمایه گذاری ادامه خواهند داد. متقابلاً، تأمین مالی از طریق بازار سرمایه<sup>3</sup> کم خواهد شد در حالی که بازارهای اوراق قرضه کم تر از 10% از آن را در اختیار خواهد گرفت.

بازار اوراق قرضه چین خیلی بزرگ است، اما به تناسب تولید ناخالص داخلی، تأمین مالی بازار اوراق قرضه هنوز ناکافی است. از اوراق قرضه منتشره فعلی، 40% آن اوراق قرضه دولتی هستند، در حالی که بقیه اوراق قرضه شرکتی هستند که توسط مؤسسات مالی و غیرمالی منتشر شده اند. علاوه بر این، ارزش اوراق قرضه جاری مؤسسات مالی هفت یا هشت برابر اوراق قرضه جاری مؤسسات غیرمالی هستند.

در حال حاضر، بازار اوراق قرضه چین به دو بخش بازارهای خارج از بورس و بازارهای بورس تقسیم شده است. بازار خارج از بورس اساساً یک بازار بین بانکی است که در آن قانون گذاری کمی وجود دارد و مؤسسات برای مشارکت در آن آزاد هستند و معاملات خود را با قیمت غالب بازار انجام می دهند. از زمان ایجاد آن در سال 1997، این بازار به منظور در برگرفتن مؤسسات مالی و غیرمالی توسعه یافته است و در حال حاضر حدوداً 4000 اوراق شرکت غیرمالی در آن

<sup>1</sup>-Macroeconomic environment

<sup>2</sup>-Inflation

<sup>3</sup>-Capital Market Finance



معامله می‌شود. در این بین، در تلاش برای توسعه اوراق قرضه کوتاه‌مدت و اوراق تجاری در بازار خارج از بورس هستیم. مشتاق هستیم از تجربه‌های سایر کشورها درس بگیریم تا بازار اوراق قرضه را به سمت ایفای نقش مهم در توسعه اقتصادی سوق دهیم.

## 2- مشکلات توسعه اوراق قرضه شرکتی

تخریب ساختار تأمین مالی در اقتصاد توسط بازار اوراق قرضه ی شرکتی توسعه نیافته چین تهدیدی برای ثبات مالی مانند توسعه اقتصادی و اجتماعی ایجاد کرده است. اشتباهات صورت گرفته ریشه در شرایط خاص گذشته دارد. مشخصاً، طراحی مرکزی در روزهای اولیه تحول اقتصادی چین، نقش به مراتب مهم‌تری از نیروهای بازار ایفا کرد. در سال 2003 فضای سوم گروه طرفدار کمیته‌ی مرکزی چین در جستجوی نقش بیش‌تری برای تأمین مالی مستقیم از طریق ایجاد سیستم بازار سرمایه چند لایه و تشویق رشد سرمایه‌گذاران نهادی<sup>1</sup>، بود. تنها از طریق درک کامل مشکلات و اشتباهات گذشته، می‌توان راه‌حل‌های اثربخشی را پیدا کرد. لیست زیر، اشتباهات جزئی را که در اواخر 1980 و اواسط 1990 روی داده است، بیان می‌کند. حتی امروز، بعضی از این مشکلات، ممکن است مانع توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی چین شود:

- (1) تسهیم اداری محدودیت‌ها<sup>2</sup> برای اندازه انتشار و تعداد ناشران، توسط دولت مرکزی به دولت‌های استانی و سطوح پایین‌تر ابلاغ شد.
- (2) تسهیم امور اداری محدودیت‌ها، اغلب بعنوان معیاری برای معافیت مؤسساتی استفاده شد که از نظر مالی وضع مناسبی نداشتند.
- (3) عدم وجود سیستم رتبه‌بندی اعتباری، کسب یک ایده‌ی روشن از ریسک را برای سرمایه‌گذاران غیرممکن می‌کرد.

<sup>1</sup> - Institutional Investors

<sup>2</sup> - Administrative Allocation of Quotas



- 4) افشای کافی اطلاعات برای سرمایه‌گذاران راجع به موارد زیر وجود نداشت:
- الف- استانداردهای حسابداری و حسابرسی ناکافی. ب- فقدان تأکید قانونی برای افشای کافی توسط ناشران مانند تجزیه و تحلیل محتاطانه توسط سرمایه‌گذاران.
- 5) قیمت‌گذاری اداری اوراق قرضه شرکتی و کنترل قیمت‌ها از انعکاس ریسک جلوگیری کرد، لذا از مدیریت اثربخش ریسک توسط ناشران و سرمایه‌گذاران ممانعت بعمل آمد.
- 6) نهادهای قانونی نیاز به ضمانت بانک برای انتشار اوراق قرضه شرکتی داشتند و در حال حاضر نیز دارند. چون انتشار سهام به شکل اداری تخصیص داده می‌شد، قیمت‌ها کنترل می‌گردید و نه افشای اطلاعات و نه رتبه‌بندی در دسترس بود، ضمانت بانک به نظر طبیعی‌ترین راه حل بود. اوراق قرضه شرکتی که توسط بانک ضمانت شد، دیگر یک بدهی شرکتی استاندارد نبود، بلکه یک سپرده‌گذاری با نرخ بازده بالا در یک بانک تجاری بود.
- 7) انتشار اوراق قرضه از منظر سرمایه‌گذاران جزیی مدنظر بود نه از نظر سرمایه‌گذاران نهادی که توان ارزیابی ریسک را نیز داشتند.
- 8) بازار به طور موثری تنظیم نشده بود. نیروهای بازار می‌توانند هم انتشار<sup>1</sup> و هم معاوضه اوراق قرضه شرکتی را در شرایطی که سرمایه‌گذاران طبق قضاوت‌های خود در انتخاب اوراق عمل می‌کنند، تنظیم کنند، از این طریق که به آن‌ها اطلاعات نهایی شرایط انتشار، قیمت‌ها و پیامدهای آن را می‌دهند. علاوه بر این برای اینکه بازار خارج از بورس نقش محکمی ارائه کند، بایستی شیوه‌ی معاملاتی مناسب به منظور تضمین و تشخیص درست ریسک گروه مقابل و انعطاف‌پذیری قیمت‌گذاری ایجاد کند.
- 9) آموزش سرمایه‌گذار کافی نبود. بسیاری از سرمایه‌گذاران تا حد زیادی، با اوراق قرضه شرکتی، مانند سایر روش‌های سپرده‌گذاری برخورد می‌کردند. هرگاه قصور در ایفای تعهدات اوراق قرضه شرکتی اتفاق می‌افتاد، آن‌ها به نمایندگی دولتی مراجعه می‌کردند و از ضامن می‌خواستند

<sup>1</sup>-Issuance



اوراق را بازخريد کند. علاوه بر اين، مصونيت ارائه شده توسط دولت محلي به سرمايه‌گذاران در اوراق قرضه، انگيزه‌ی ارزيابي ريسک را کاهش مي‌داد.

10) **قانون ورشکستگي جاري<sup>1</sup>** برای سرمايه‌گذاران، تسويه مؤثر را به عنوان گزينه ای در حالت قصور در ايفاي تعهدات فراهم نمی‌کرد. در چين، دارايی‌های باقی‌مانده – و حتی ناشر – می‌توانستند به سادگی بدون عبور از مراحل قانونی، ناپديد شوند. اگرچه بر روی قانون ورشکستگي جديد، به سختی کار شده است، قانون جاري از سرمايه‌گذاران به اندازه‌ی کافی حمايت نمی‌کند.

11) نقش ضامن به درستی تعريف نشده بود. تعهد بازخريد، نوعاً تحت لوای طرح مرکزی و مداخله اداری قرار داشت. علاوه بر اين در حالي که ناشر شکست می‌خورد ضامن بدهکار فرض می‌شد، توافقی که تفاوت‌های ضامن، نماينده‌ی فروش و نماينده باز خريد در آن به چشم نمی‌آمد. 12) مداخله اداری در حالت قصور ناشر شرکتی قویتر به نظر می‌رسد. مقابله با کوتاهی ناشر شرکتی طبق اصول بازار صورت نمی‌گرفت بلکه به منظور ثبات اجتماعی، ضامن می‌بایست به نام خود اوراق منتشر کند تا تعهد ناشر را برآورده سازد – با اين پیامد تمامی بدهی ناشر به ضامن منتقل می‌شد. مشکل بعضی شرکت‌های در حال تسويه یا تغيير ساختار، به باری که به دليل کوتاهی ناشر بر دوش آن‌ها می‌افتاد، قابل انتساب بود.

### 3- راه حل‌های ممکن

با توجه به درس‌هایی که از تجربیات گذشته آموختيم مانند آنچه که در ساير اقتصادها اتفاق افتاد، می‌توانيم راه‌حل‌های مؤثری برای مشکلات بيايم. اول، ما بايد از استراتژی مبتنی بر طرح‌ريزی مرکزی به استراتژی بر مبنای نیروی بازار، تغيير موضع دهيم. در صورت ادامه تسهيم

<sup>1</sup> -The Current Bankruptcy Law



محدودیت‌ها<sup>۱</sup>، پذیرش اداری و مداخله دولت، چشم انداز بازار اوراق قرضه، نا امیدکننده می‌شد. علاوه بر این، الگوی قدیمی که مبتنی بر طرح‌ریزی مرکزی بود، در هنگام تجزیه تحلیل اینکه چه اشتباهی رخ داده است بایستی کنار گذاشته می‌شد. متأسفانه بعضی تجزیه و تحلیل‌ها، دلایل مشکلات توسعه بازار اوراق قرضه را به عوامل غیربنیادی نسبت می‌دهند. لذا بحث عمیق برای درک این سوالات در موقعی مانند امروز مفید است.

دوم، باید منطقی عمل کرد. اینکه اوراق قرضه شرکتی باید سرمایه‌گذاران درست را مدنظر قرار دهد و در جای درست مورد معامله قرار گیرد، از اهمیت برخوردار است. باید با قرض‌گیرندگان نهادی لایق و بازارهای خارج از بورس کار خود را آغاز نمود، چرا که این مؤسسات با مدیریت ریسک و تجزیه و تحلیل قوی می‌توانند نقش قوی‌تری ایفا کنند. این امر تایید اداری و کنترل را آسان می‌کند، چون سرمایه‌گذاران نهادی واجد شرایط، بیش‌تر بر افشای اطلاعات و نظم بازار تکیه دارند، نه بر قضاوت نهادهای قانون‌گذاری. در عوض این تاکید، ضمانت بانک‌های تجاری را غیرضروری می‌کند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران نهادی، بهتر می‌توانند ریسک ورشکستگی<sup>۲</sup> را دریابند و هنگامی که این خطرات شدیدتر می‌شود، عکس‌العمل بیش‌تری نشان می‌دهند. و دولت نیازی به نگرانی بیش‌تر راجع به آن‌ها نخواهد داشت.

سوم، باید تلاش بیشتری برای تقویت نظم مؤسسات و توسعه محیط اقتصادی مالی، جهت تکمیل پیشرفتی که قبلاً صورت گرفته، انجام شود. استانداردهای حسابداری با استانداردهای مطلوب منطبق شده است. الزامات افشاء و اشتباه<sup>۳</sup> افزایش داشته و قانون ورشکستگی با این بینش که از بستانکاران محافظت کند، ارائه شده است. علاوه بر این، به سختی در تلاش هستیم تا مؤسسات رتبه‌بندی داخلی که برای توسعه بازارهای اوراق قرضه ضروری هستند را ایجاد کنیم، اگرچه این مؤسسات رتبه‌بندی در طول زمان به کندی رشد می‌کنند. سیاست اساسی این است

<sup>۱</sup> - Quota Allocation

<sup>۲</sup> - Default Risk

<sup>۳</sup> - Oversight



که به مؤسسات رتبه بندی خارجی اجازه دهیم به منظور خدمات با کیفیت مشارکت خاص ایجاد کنند. این حرکات با توجه به ذهنیت محافظه کارانه گذشته، بسیار بحث انگیز است، به هر حال، اکنون مجبور هستیم فرآیند را به سمت استانداردهای حسابداری بین المللی و خدمات رتبه بندی سرعت بخشیم.

چهارم، تلاش هایی برای بهبود اثربخشی<sup>1</sup> دولت باید صورت گیرد و تقسیم بندی اداری<sup>2</sup> را در سازماندهی بازار، خدمات، زیرساختارها و نظارت از بین ببریم. موانع سازمانی و نهادی برای ساخت بازار و کاهش بوروکراتیک، توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی چین را با مشکل مواجه ساخته است. و هنوز با میراث گذشته در این ارتباط مواجه هستیم. نهادهای مختلفی مسئول تایید انتشار اوراق قرضه، نظارت بر شرایط انتشار، و قانون گذاری برای بازارهای خارج از بورس و بازارهای اوراق بهادار هستند. علاوه بر این، تفاوت های زیر ساختارهای بازار، مبادلات بین بازار را سخت می کند. این ها مشکلاتی هستند که در راه توسعه ی بازارهای اوراق قرضه با آن مواجه هستیم.

#### 4- سوالاتی که باید به آن ها پاسخ داده شود.

سوالاتی وجود دارد که هنوز در توسعه ی بازارهای اوراق قرضه شرکتی با آن مواجه هستیم، که برای بعضی از این سوالات، راه حل های آسانی وجود ندارد.

نخست، چین با بسیاری از اقتصادهای آسیا در وضعیت های کلان اقتصادی مشابه، مانند نرخ پس انداز بالا، و نقدینگی کم سهیم است. هر دوی این شرایط اقتصادی کلان، در مقابل توسعه ی بازارهای اوراق قرضه ی آسیا قرار دارند. در واقع، شرکت های با موقعیت و شهرت مناسب، انگیزه ی کافی برای انتشار اوراق قرضه ندارند، در حالی که می توانند از بانک های تجاری با نرخ بهره ی پایین وام بگیرند. برای توسعه ی بازار اوراق قرضه شرکتی، نقدینگی کافی بازار مورد نیاز است. به

<sup>1</sup> -Efficiency  
<sup>2</sup> -Bureaucratic



هر حال، اگر خریداران اوراق قرضه، سرمایه‌گذاران اصلی نهادی و نهادهای مالی با نقدینگی زیاد باشند، آن‌ها ممکن است علاقه‌ای به انجام معامله در بازارهای ثانویه نداشته باشند.

دوم، آیا باید به شرکت‌کنندگان خارجی اجازه دهیم تا به بازار اوراق قرضه داخلی وارد شوند؟ در چین، بازار اوراق قرضه نسبتاً بسته می‌ماند. از آنجا که رن مینبی<sup>۱</sup> یک ارز قابل تبدیل نیست، نباید به شرکت‌کنندگان خارجی اجازه دسترسی به بازار را داد. اخیراً به بانک توسعه‌ی آسیا<sup>۲</sup> و شرکت تأمین مالی بین‌المللی<sup>۳</sup> اجازه انتشار اوراق قرضه ارزی محلی<sup>۴</sup> در بازار داخلی داده شده است و برنامه‌هایی برای گسترش بیش‌تر بازار وجود دارد اما تشخیص می‌دهیم که هم‌چنان، موانعی در هر دو مورد عملی و ذهنی برای ترفیع بازارهای باز وجود دارد. اما در نهایت بازار اوراق قرضه داخلی برای سرمایه‌گذاران خارجی، ناشران خارجی و تهیه‌کنندگان خدمات مالی خارجی مانند موسسات رتبه‌بندی اعتباری باز خواهد شد.

سوم، در چین بحث همیشگی راجع به اینکه بازار اوراق قرضه، باید به شکل عمده، نیازهای تأمین مالی شرکت‌های بزرگ یا شرکت‌های کوچک تا متوسط<sup>۵</sup> را برآورده کند، وجود دارد. یک نقطه نظر این است که دستیابی آسان شرکت‌های بزرگ به بازار سرمایه، ممکن است رقابت در بازارهای مالی را افزایش دهد و لذا بانک‌های تجاری را برای قرض دادن به شرکت‌های کوچک و متوسط تشویق کند - همانطور که در جاهایی از دنیا اتفاق افتاد. برای بهبود کیفیت دارایی‌ها و کاهش وام‌های غیراجرایی، بانک‌های تجاری تمایل به وام دادن به شرکت‌های بزرگ و با وضعیت مناسب دارند. هیچ مشکلی در این رویکرد وجود ندارد. در حالی که شرکت‌های بزرگ و با وضعیت خوب، تأمین مالی از طریق بازارهای اوراق قرضه را ترجیح می‌دهند، بانک‌های تجاری<sup>۶</sup>

<sup>۱</sup> - Renminbi

<sup>۲</sup> - Asian Development Bank

<sup>۳</sup> - International Finance Corporation

<sup>۴</sup> - local currency bonds

<sup>۵</sup> - Small-and Medium-sized Enterprises(SMEs)

<sup>۶</sup> - Commercial Bank



پیام را دریافت خواهند کرد و منابع خود را برای بررسی تأمین مالی شرکت‌های کوچک تا متوسط تغییر جهت می‌دهند و ممکن است بخش ارائه وام به شرکت‌های کوچک تا متوسط خود را ایجاد کنند.

رویه دیگر تمرکز بر توسعه‌ی بازار اوراق قرضه شرکتی برای شرکت‌های کوچک تا متوسط می‌باشد، چون که آن‌ها از نظر ثبات اقتصادی و اجتماعی و اشتغال، بااهمیت هستند. به هر حال، این اوراق نسبتاً نرخ بازدهی بالایی دارند و پر ریسک هستند. بدون ایجاد امکانات کافی، مبنای سرمایه‌گذاری واجد شرایط و یک مکانیزم قیمت‌گذاری کافی، بازار بدهی شرکت‌های کوچک تا متوسط به نظر با مشکل مواجه خواهد بود. در حقیقت، آیا انتشار اوراق قرضه با سرمایه‌گذاری نامطلوب در مراحل اولیه توسعه بازار توجیه پذیر است؟ در واقع این انتشار چگونه توسعه‌ی بازار اوراق قرضه‌ی شرکتی را دنبال می‌کند. آیا باید یک بازار درجه پایین را بعد از اینکه بازار اوراق قرضه‌ی شرکتی درجه بالا به شکل کامل توسعه یافت آغاز کنیم، یا رشد همزمان هر دو را افزایش دهیم؟ باید تحقیق بیشتری در این زمینه‌ها صورت گیرد. بسیاری از کشورها هنوز بازار اوراق قرضه کامل ندارند. حتی در آمریکا، سقوط اوراق قرضه با بازده زیاد در اواخر 1980 و اوایل 1990 مانند سقوط توصیف شده توسط مایک میکلن<sup>1</sup>، احتمالاً هم اثرات مثبت و هم اثرات منفی داشته است. به نظر این شکست در تاریخ بازار اوراق قرضه نیازمند مطالعه‌ی دقیق است. هم چنین تجربه‌ی سایر کشورها مورد بررسی قرار خواهد گرفت، مخصوصاً موارد رخ داده در کشورهای همسایه. از طرف دیگر، باید بررسی شود آیا تجربه‌ی آن‌ها در چین قابل استفاده است؟

لذا سوالات زیادی در ذهن وجود دارد امید است که در جلسه امروز و فردا، بحث مفیدی در این موارد داشته باشیم و به نمایندگی از بقیه، تجربه‌ها را تقسیم کنیم. مطمئناً همکاران من در بانک خلق چین، از این سمینار کاملاً سود خواهند برد.

<sup>1</sup> -Michael Milken





## 1-4 تقسیم تجربه‌ها در بازارهای اوراق قرضه شرکتی در حال توسعه

### مالکوم دی نایت

#### بانک پرداخت بین‌المللی

باعث خوشحالی است که در کان مینگ هستیم، و در بحث بسیار جالب بازارهای اوراق قرضه شرکتی آسیا، مشارکت می‌کنیم. از ژو به دلیل مطرح کردن ایده‌ی برگزاری سمینار بازارهای مالی آسیا و انتخاب این موضوع خاص تشکر می‌کنیم.

در بانک پرداخت بین‌المللی، از اینکه در آسیا توانستید در سال‌های معدودی بازار اوراق قرضه‌ی دولتی را توسعه دهید، تحت تأثیر قرار گرفتیم. این بازارها با حراج‌های با عملکرد مطلوب، بازارهای اوراق قرضه ثانویه و سیستم‌های پرداخت کارا، فعالیت می‌کنند. اکنون زمان آن است که توجه خود را به اوراق قرضه شرکتی معطوف کنیم، موضوعی که هنوز در جلسات بانک‌های مرکزی و کنفرانس‌های فعالان بازار، مورد کم‌توجهی قرار گرفته است.

همانطور که می‌دانید، حتی در جایی که بازار اوراق قرضه شرکتی، به بزرگی بازار اوراق قرضه دولتی است، تفاوت نقدینگی بین این دو بازار باعث ایجاد تناقض شدید می‌شود. مبادلات سنگینی در بازار اوراق قرضه دولتی وجود دارد، ولی هیچ مبادله‌ای در بازار اوراق قرضه شرکتی نیست. حتی چیز زیادی راجع به ایجاد نقدینگی در بازارهای اوراق قرضه نداریم و این دلیل به موقع بودن سمینار است.

چرا به بازارهای اوراق قرضه ارزی پر رونق محلی با عملکرد صحیح نیاز است. همه می‌دانیم که وجود یک سیستم تأمین وجوه ارزی محلی، چگونه از مشکلات عدم تناسب پیشگیری می‌کند، و چگونه در دسترس بودن تأمین مالی اوراق قرضه، مشکلات عدم تناسب در سررسید، در سیستم



بانکی کشور را کاهش می دهد. شاید مهم تر این است که یک سیستم تأمین مالی سالم نیاز به کانال های تأمین مالی<sup>۱</sup> متعدد دارد، که در آن بانک ها و بازارهای با سود ثابت برای بدست آوردن وجوه تلاش می کنند و به موسساتی که دچار کسری مخارج هستند، دوباره قرض می دهند. همانطور که ماروین گودفرند، امروز بعدازظهر توضیح داد، تأمین مالی از طریق اوراق قرضه، سیستم مالی را از طریق ایجاد یک مشکل جدید واسطه گری<sup>۲</sup> برای بازارهای اعتباری کوتاه مدت که ذاتاً بی ثبات و در معرض توقف ناگهانی و فرار اعتباردهندگان هستند، تقویت می کند.

این فرار اعتباردهندگان را در بازار مشاهده کردید، اما در اکثر کشورهای دارای اقتصاد پیشرفته نیز اتفاق افتاده است. برای مثال، در نوامبر 2001 نتیجه ورشکستگی ان رون<sup>۳</sup> این بود که بازار اوراق تجاری آمریکا<sup>۴</sup> دچار مشکل شد. به شکل ناگهانی بانک ها به ایجاد خطوط نقدینگی پشتیبان بی میل شدند. خوش بختانه، بیش تر قرض گیرندگان این بازار، توانستند به سمت بازار اوراق قرضه حرکت کنند و نقدینگی بالا و حالت بازگشت پذیر سابق را حفظ کنند. با توجه به تشبیه چیرمن گرین اسپن<sup>۵</sup>، بازارهای اوراق قرضه آسیا نگرسته شود، اولین چیزی که جلب همیشه آماده استفاده فعال هستند، خصوصاً زمانی که سایر مکانیزم های تأمین مالی به دست انداز برخورد می کند. هنگامی که من به بازار اوراق قرضه آسیا نگرسته شدم، اولین چیزی که جلب توجه می کند این است که این بازارها از نظر اندازه در بین کشورها، چقدر متفاوت هستند. اگر بازار اوراق قرضه را در برگیرنده ی ناشران شبه دولتی و نهادهای مالی تعریف شود، بازارهای بزرگ، کره، ژاپن، چین و استرالیا هستند که اوراق قرضه در جریان آنها بیش از 100 میلیارد دلار است. بازارهای متوسط از نظر اندازه، مالزی، تایلند، هنگ کنگ، نیوزلند، هند و سنگاپور هستند. بازارهای کوچک نیز اندونزی و فیلیپین هستند.

<sup>۱</sup> - Financing Channel

<sup>۲</sup> - Intermediation

<sup>۳</sup> - Enron

<sup>۴</sup> - US commercial paper market

<sup>۵</sup> - Chairman Greenspan



به این دلیل که اندازه شاخصی از اثربخشی بازار اوراق قرضه است، به اندازه بازار اشاره کردم. در سال 2000 دونفر از همکاران در بانک تسویه بین‌المللی، باب مک کالی<sup>1</sup> و الی رمولونا، مقاله‌ای<sup>2</sup> نوشتند که در آن اندازه‌ی آستانه‌ای برای یک بازار اوراق قرضه عمیق و نقدینه را 100 میلیارد دلار بیان کردند. البته، این یک آستانه‌ی سخت است و تعدادی از عواملی را که بر نقدینگی اثر می‌گذارند، در نظر نمی‌گیرد. این آستانه هرچه که باشد در حقیقت برای بازارهای شرکتی بزرگ‌تر از بازارهای اوراق قرضه دولتی است، نه کوچک‌تر، چون اوراق قرضه شرکتی مبادله شده، از نظر اندازه کوچک‌تر و ناهمگن‌تر هستند.

به هر حال در بررسی این آستانه‌های اندازه، از بیان این که بازارهای کوچک‌تر امید کم‌تری به توسعه‌ی نقدینگی دارند، چشم‌پوشی نمی‌شود. به نظر می‌رسد اندازه‌ی بازار در استراتژی لازم برای توسعه‌ی آن در نظر گرفته می‌شود. فکر می‌کنم، به خاطر داشتن این موضوع مفید است، چون تلاش برای تقلید از ساختار بازار اوراق قرضه دولتی آمریکا، وسوسه‌کننده است. به دلیل اندازه و سابقه تاریخی بازار اوراق قرضه شرکتی آمریکا، این بازار برای همه آشناست و مطالب زیادی راجع به آن نوشته شده است. اما بازار اوراق قرضه شرکتی داخلی آمریکا، از نظر اندازه بیش از 13 تریلیون دلار است، و به دلیل این اندازه مواردی هستند که در این بازار عمل می‌کنند ولی در سایر بازارها ممکن است عمل نکنند.

برای ذکر مواردی که با آن مواجه هستیم، اگر چه بازار آمریکا دارای منحنی بازده معیار اوراق قرضه دولتی است که به قیمت‌گذاری بدهی شرکتی کمک می‌کند، اما آیا این بدان معنی است که بازار شما هم باید همان منحنی بازده را داشته باشد؟ اجازه دهید در ذهن بسپاریم که حتی بازار اوراق قرضه منطقه‌ی اروپا، که از نظر اندازه 7 تریلیون دلار است و به شکل اثربخش عمل

<sup>1</sup> - Bob Mccauley

2- آر، مک کالی و الی رمولونا « اندازه و نقدینگی بازارهای اوراق قرضه دولتی »، مطالعات فصل‌نامه BIS، نوامبر 2000



می کند، برای منحنی بازدهی خود بر منحنی یوریبور یا منحنی معاوضه ارزی اروپا<sup>1</sup> اتکا می کند، نه منحنی دولت. سمینارهایی مانند این سمینار خیلی مفید است زیرا: راهی است برای تقسیم تجربه ها و تنها مبتنی بر تجربیات امریکا نیست، که تنها برای اقتصاد منحصر آن است و نمی تواند دقیقاً در سایر کشورها قابل کاربرد باشد.

تجربه ی بازار اوراق قرضه شرکتی کره، محدود است. همان طور که قبلاً نیز اشاره شد، بازار کره در حال حاضر یک بازار نسبتاً بزرگ، با اوراق منتشره معادل 350 میلیارد دلار است. قبل از بحران 1997، همانطور که لی گوشزد کرد، بازار بوسيله کنترل های دقیق دولت بر مقدار اوراق قرضه ای که می تواند منتشر شود، مانند الزامات ضمانتی اوراق، مشخص شده بود. در سال 1998، اوراق ضمانت شده 85% کل بازار بودند. بحران به هر حال منجر به شکست شرکت بیمه ضمانت کره<sup>2</sup> و شرکت اطمینان دهی و اعتباری هانکوک<sup>3</sup> شد. از آن پس بازار تبدیل به جایی شد که دولت عموماً خود را محدود به نظارت محتاطانه و انتشار اوراق قرضه ضمانت نشده می کند. در این بازار سرمایه گذاران خیلی سریع یاد می گیرند که چگونه بر کیفیت ناشران اعتباری نظارت کنند و ریسک ورشکستگی را قیمت گذاری کرده و مبادرت به انجام مبادله کنند.

تجربه بازار اوراق قرضه مالزی مثال جالب دیگری است. می دانم که محمد ابراهیم راجع به آن امروز صحبت خواهد کرد، اگرچه نمی توان کمک کرد، اما از پیشرفتی که این بازار در سال های اخیر، ایجاد کرده است به شدت تحت تأثیر قرار خواهد گرفت. لذا اجازه دهید دو نکته راجع به آن بیان کنم، اول بازارهای اوراق قرضه شرکتی و دولتی کوالالامپور زیرساخت های بازار مشابهی دارند: آن ها، معامه گران مشابه، سیستم گزارشگری و سیستم پرداخت ناخالص مشابهی دارند. این مطمئناً، برای مورد خزانه های امریکا و بازارهای اوراق قرضه امریکا مصداق ندارد. اما آنچه مهم است این است که اقتصادهای مهمی از نظر اندازه در این زیرساخت ها - شبکه های معامله گران و

<sup>1</sup> - euribor or euro-swaps curves

<sup>2</sup> - Korea Guarantee Insurance Company

<sup>3</sup> - Hankook Fidelity and Surety Company



سیستم گزارشگری و تسویه وجود دارند. به نظر دوستان مالزیایی نشان خواهند داد چگونه باید با این اقتصادها رفتار کرد و از آنها بهره برد. در آمریکا، هر بازار به قدری بزرگ است که سیستم‌های مجزا بیش‌ترین استفاده را از اقتصادهای موجود می‌کند، این موارد تنها زمانی در بازارهای کوچک‌تر قابل استفاده است که این کارکردها در دولت و شرکت‌ها ادغام می‌شوند. این که به نظر می‌رسد برای کشورهای آسیایی استفاده از مدل آمریکایی بهینه نیست، نکته کلیدی است. دوم اینکه، مالزیایی‌ها از سیستمی استفاده کرده‌اند که بازار اوراق قرضه شرکتی آن‌ها از این نظر که ساندرسن آنرا شفافیت پس از معامله می‌نامد، شفاف‌تر هستند. فردا، ما از امی ادواردز راجع به مزایای این شفافیت برای نقدینگی خواهیم شنید.

نهایتاً بازارهای کوچک‌تر چگونه؟ آن‌ها برای غلبه بر معایب اندازه‌ی‌شان چه خواهند کرد؟ به نظر می‌رسد دوستان استرالیایی چیزهای بیش‌تری برای گفتن در این زمینه دارند. بازار اوراق قرضه شرکتی استرالیا، رشد و جنبش خود را مدیون بازنگهداشتن بازار داخلی به روی ناشران و سرمایه‌گذاران خارجی است. همانطور که مقاله بانک ذخیره استرالیا اشاره می‌کند، ناشران خارجی در حال حاضر دومین بخش بزرگ در بازار آن‌ها هستند و این بخش - که به بازار کانگورو<sup>۱</sup> معروف است - در حال حاضر 60 میلیارد دلار استرالیا یا 44 میلیارد دلار آمریکا است. در واقع، اولین ناشران خارجی در بات تایلند، رینگیت مالزی و رن مینبی چین<sup>۲</sup> دیده شده است، اگرچه خیلی قبل‌تر، این کشورها از ناشران بین‌المللی رتبه AAA را کسب کرده‌اند. به منظور جذب سرمایه‌گذاران خارجی، چیزهای زیادی راجع به حذف بیش‌تر محدودیت‌ها برای مشارکت خارجی، کاهش مالیات تکلیفی و توسعه‌ی موسسات رتبه‌بندی داخلی معتبر، بیان کرده‌اند. برای

<sup>۱</sup> - Kangaroo market

<sup>۲</sup> - the Thai baht, the Malaysian ringgit and the Chinese renminbi



این که سرمایه‌گذاران و ناشران بتوانند ریسک ارزی را پوشش دهند، تجربه استرالیایی‌ها هم چنین نیاز به توسعه‌ی بازارهای نقدینه در معاوضه‌های (تاخت) رایج ارزی<sup>1</sup> را پیشنهاد می‌کند. فردا منتظر بحث‌های جذاب بیش‌تری هستیم. متشکرم که اجازه دادید. از این فرصت برای تشکر از بانک خلق چین، هم برای ترتیب این سمینار و انتخاب آنچه که به نظر موضوع جالبی است، استفاده کنم و امیدوارم در آینده‌ی نزدیک، تمامی ما در اینگونه بحث‌ها مشارکت کنیم.

---

<sup>1</sup> - currency swaps



## فصل پنجم

### **توسعه بازارهای اوراق قرضه شرکتی آسیا**

یاکوب جینتل برگ، گونان ما و الی (مولونا

**بانک تسویه بین‌المللی**

---

---

#### 1- مقدمه

پس از بحران 1997، توسعه‌ی بازار اوراق قرضه برای سیاست‌گذاران آسیا به یک ارجحیت تبدیل شد. توسعه‌ی بازارهای اوراق قرضه ارزی محلی<sup>1</sup> بعنوان راهی برای پیشگیری از بحران در نظر گرفته شد، این بازارها به کاهش عدم تناسب‌های موجود بین ارز و تاریخ سررسید در سیستم

---

<sup>1</sup> - local currency bond markets



مالی کمک می‌کند. در واقع اقتصادهای آسیایی متعدد در توسعه‌ی مناسب بازارهای اولیه و ثانویه فعال در اوراق قرضه دولتی محلی، موفق بودند.

نهادهای قانونی آسیا توجه خود را به بازارهای اوراق قرضه غیردولتی محلی<sup>1</sup> معطوف کرده‌اند، یا چیزی که آن را بازارهای "اوراق قرضه شرکتی"<sup>2</sup> می‌نامند. آن‌ها تشخیص می‌دهند که یک سیستم مالی سالم نیازمند کانال‌های تأمین مالی متعددی است، که در آن بانک‌ها و بازارهای با سود ثابت برای قرض‌گیرندگان رقابت می‌کنند. همانطور که بحران 1997 ثابت کرد، بازارهای اعتبارات کوتاه مدت تمایل به فرار اعتباردهندگان دارند و یک بازار اوراق قرضه شرکتی با واسطه‌گری از یک اقتصاد حمایت می‌کند.<sup>3</sup>

در حالی که بازارهای اولیه اوراق قرضه‌ی شرکتی آسیا رشد محسوس داشته‌اند، رشد در بعضی از این بازارها، بوسیله ناشران شبه دولتی<sup>4</sup> یا ناشران با ضمانت اعتباری هدایت شده است. این ممکن است به دلیل دسترسی کم سرمایه‌گذاران به اطلاعاتی باشد که می‌توانست به آن‌ها امکان ارزیابی کافی ریسک اعتباری سایر ناشران بالقوه را فراهم کند. با فعالیت معاملاتی کم‌تری که در بازارهای ثانویه مشاهده شده است، این بازارها کمتر رشد کرده‌اند. این عدم فعالیت از مواردی مانند فقدان تنوع سرمایه‌گذار، زیرساخت‌های ناکافی بازار و جریان ناکافی اطلاعات به موقع ناشی می‌شود.

در ادامه، ابتدا بازارهای اوراق قرضه شرکتی آسیا و اقیانوسیه را از نظر اندازه و ناشران آن شرح داده می‌شود. سپس بازارهای ثانویه را و دلایل فقدان نقدینگی در این بازارها .

<sup>1</sup> - local currency non-government bond markets

<sup>2</sup> - corporate bond

3- در کتاب 2000 گرین اسپان، یک بازار سرمایه‌ی کاربردی، که در کشورهای آسیایی بعنوان لاستیک یدک مطرح می‌شود، با بحران بهتر برخورد خواهد کرد. دیاموند (2004) به شکل رسمی نشان می‌دهد که چرا بازارهای اوراق قرضه کوتاه‌مدت به فرار سرمایه‌گذاران تمایل دارد.

<sup>4</sup> - quasi-government issuers





## 2- بازارهای اولیه: اندازه و ناشران

برای تعریف شاخص‌های اندازه و ترکیب دوازده بازار اوراق قرضه شرکتی ارزی محلی آسیا و اقیانوسیه بر آمارهای بانک تسویه بین‌المللی اتکا می‌شود. این بازارها شامل استرالیا، چین، هنگ کنگ، هند، اندونزی، ژاپن، کره، مالزی، نیوزلند، فیلیپین، سنگاپور و تایلند هستند. در این شاخص‌ها، اوراق قرضه شرکتی شامل ناشران غیردولتی، ناشران مالی و غیرمالی و ناشران بومی و غیربومی می‌باشد.

### 2-1- اندازه بازار، آستانه نقدینگی<sup>1</sup> و فرار سرمایه گذاران<sup>2</sup>

در پایان 2004، دوازده بازار ارزی محلی مطرح شده در این مقاله، اوراق قرضه منتشره شده به ارزش بیش از 2/9 تریلیون دلار داشتند. بازار ژاپن به تنهایی از نظر اندازه بیش از دو تریلیون دلار ارزش دارد، که دو سوم از کل ارزش را به خود اختصاص داده است (جدول 1). بعد از ژاپن سه بازار دیگر هستند که می‌توان آن‌ها را بزرگ فرض کرد: کره با 355 میلیارد دلار، چین با 196 میلیارد دلار و استرالیا با 188 میلیارد دلار. این چهار بازار از این نظر بزرگ هستند که بالاتر از آستانه 100 میلیارد دلاری برآوردی مک کالی و رمولونا<sup>3</sup> (2000) که برای بازار اوراق قرضه دولتی نقدینه و عمیق لازم هستند، بوده‌اند.<sup>4</sup> به دلیل تمایل بیشتر انتشار اوراق قرضه شرکتی نسبت به اوراق قرضه دولتی به ناهم جنس بودن، این آستانه بازارهای اوراق قرضه

<sup>1</sup> - Liquidity Treshold

<sup>2</sup> - در مالزی، این به نام بخش بلندمدت بازارهای اوراق بدهی صفر نامیده می‌شود.

<sup>3</sup> - McCauley and Remolona

<sup>4</sup> - این البته، یک آستانه‌ی انعطاف‌ناپذیر است و بعضی عوامل که بر نقدینگی اثرگذار هستند را به حساب نمی‌آورد.



شرکتی بزرگ‌تر و اندازه انتشار آن‌ها کوچک خواهد بود. عوامل دیگر غیر از اندازه که بر نقدینگی اثر گذار هستند، در بخش 3 زیر ارائه خواهند شد.

جدول 1					
اندازه ی بازارهای اوراق قرضه ی شرکتی و سایر کانالهای تأمین مالی ارزی مملی کشورهای منتخب					
پایان 2004					
	اوراق قرضه شرکتی		سایر کانال‌ها به عنوان درصدی از تولید ناخالص داخلی		
	مقدار منتشره (دلار آمریکا)	درصدی از تولید ناخالص داخلی	اعتبار داخلی	بازار سهام	اوراق قرضه دولتی
استرالیا	187,5	27,1	185,4	111,5	13,8
چین	195,9	10,6	154,4	33,4	18,0
هنگ کنگ	61,9	35,8	148,9	547,7	5,0
هند	24,5	3,3	60,2	.86	29,9
اندونزی	6,8	2,4	42,6	24,5	15,2
ژاپن	2002,0	41,7	146,9	76,9	117,2
کره	355,6	49,3	104,2	74,7	23,7
مالزی	49,7	38,8	113,9	140,8	36,1
نیوزلند	29,9	27,8	245,5	41,1	19,9
فیلیپین	0,2	0,2	49,8	37,5	21,8
سنگاپور	21,7	18,6	70,1	211,4	27,6
تایلند	31,9	18,3	84,9	67,1	18,5
یادداشت: آمریکا	15116,6	128,8	89,0	138,4	42,5



آستانه‌ی نقدینگی واقعی هرچه باشد، بازارهای اوراق قرضه شرکتی باقی‌مانده باید فعالیت‌های زیادی برای رسیدن به آن انجام دهند. بازارهای بزرگ بعدی، هنگ کنگ با 62 میلیارد دلار، بعد از آن مالزی با 50 میلیارد دلار، تایلند با 32 میلیارد دلار، نیوزلند با 30 میلیارد دلار، و هند و سنگاپور با 22 میلیارد دلار هستند. دو اقتصاد دیگر - اندونزی و فیلیپین - بازارهای کوچک‌تری دارند. همانطور که بحث مجوز ورود ناشران و سرمایه‌گذاران خارجی به یک بازار امکان غلبه بر معایب بازارهای کوچک را می‌دهد.

اندازه بازار نه تنها به اندازه‌ی اقتصاد، بلکه به سطح توسعه‌ی آن نیز بستگی دارد. علاوه بر این، اندازه‌ی بازار از طرف سرمایه‌گذار و ناشر بوسیله‌ی رقابت بین گزینه‌های تأمین مالی تحت تأثیر قرار می‌گیرد. در حالی که بخش بانک یا بازار سرمایه با بازار بدهی برای ناشران بالقوه شرکتی رقابت می‌کند، تأمین مالی کسری زیاد بودجه‌ای ممکن است سرمایه‌گذاران بالقوه را از دست بدهد. تعجب آور نیست که هنوز، عمیق‌ترین بازارهای اوراق قرضه شرکتی مانند کره، ژاپن، مالزی، هنگ کنگ و استرالیا، که درآمدهای اقتصادی بالاتری دارند. در هر کدام از موارد فوق، همانطور که در جدول 1 نشان داده شد، اندازه بازار از 25% تولید ناخالص داخلی فراتر می‌رود. در این رابطه، سنگاپور و نیوزلند موارد استثنا هستند. این کشورها دارای اقتصادهای به خوبی توسعه یافته<sup>1</sup> با نیازهای استقراری دولتی محدود اما دارای بازارهای اوراق قرضه شرکتی نسبتاً کم عمق هستند. در هر دو مورد، رقابت بر سر گزینه‌های تأمین مالی برای ناشران بالقوه، عامل کلیدی به حساب می‌آید: نیوزلند به طور قابل ملاحظه‌ای بر بخش بانکی و سنگاپور بر بازار سرمایه تکیه می‌کنند. در واقع، عمق بازارهای اوراق قرضه شرکتی هنگ کنگ و استرالیا ممکن است ناشی از بازارهای اوراق قرضه دولتی کوچک آن‌ها باشد.

<sup>1</sup> - Well Developed Economies



## 2-2 ترکیب ناشران

انواع ناشران فعال در یک بازار، نشانه‌ای از چگونگی توسعه یافتن آن بازار است. در بازارهای به خوبی توسعه یافته هر شرکت بزرگ باید قادر به تامین وجوه خود باشد، زیرا به سرمایه‌گذاران اطلاعاتی می‌دهد که کیفیت اعتبار شرکت را بر مبنای اطلاعات عمومی در دسترس ارزیابی می‌کنند. از این رو، فراتر از اندازه‌ی یک شرکت، معیار توسعه یافتگی بازار، می‌تواند دامنه کیفیت اعتباری قرض‌گیرندگانی باشد که وارد بازار می‌شوند. حضور ناشران غیربومی<sup>1</sup>، ممکن است بیانگر درجه اطمینانی باشد که نشان دهنده توانایی یک بازار در تامین وجوه، شرایطی است که رقابت بین بازارهای اعتباری خارجی در دسترس وجود دارد.

ناشران در بعضی از بازارهای آسیا، به نظر در انتهای طیف کیفیت اعتباری<sup>2</sup> باشند. در مالزی، حدود 40% بازار شامل ناشران با رتبه‌بندی 3A و 40% دیگر با رتبه‌بندی 2A هستند. در کره<sup>3</sup>، 70% بازار 3A هستند<sup>4</sup>. برای بیش‌تر داده‌های سیستماتیک کیفیت اعتبار ناشران، می‌توان به شواهد غیرمستقیم راجع به بخشی که ناشر در آن قرار دارد شامل غیردولتی و غیره دست یافت. ناشران نیمه دولتی به شکل ضمنی و صریح با ضمانت دولتی خود دست به استقراض می‌زنند. لذا، کیفیت اعتباری بیش‌تری در کشور دارند. همان‌طور که در نمودار 1 نشان داده شده است، ناشران نیمه دولتی بر سه بازار مسلط هستند: چین، هند و نیوزیلند. هم‌چنین این ناشران بیش از یک سوم بازار در اندونزی و فیلیپین را در اختیار دارند. در حالی که، نهادهای مالی، بر چهار بازار دیگر تسلط دارند، - هنگ کنگ، استرالیا، کره و سنگاپور - هیچ تفاوتی از الگوی اکثر بازارهای توسعه یافته اروپا و آمریکا ندارند و حداقل در مورد استرالیا، اکثر ناشران مالی در حقیقت اوراق بهادار با پشتوانه دارایی<sup>5</sup> منتشر کرده‌اند.

<sup>1</sup> - non-resident issuers

<sup>2</sup> - Credit Quality Spectrum

<sup>2</sup> - برای مقایسه بازار آمریکا بیشترین توجه خود را به ناشران رتبه 3A تا 3B معطوف کرده است.

<sup>3</sup> - نکته قابل توجه اینست که بازار کره مواردی که انتشار از طریق ضمانت اعتباری صورت می‌گرفته به حالتی که این انتشار دچار نقص قابل چشم پوشی شده است، گذر کرده است.

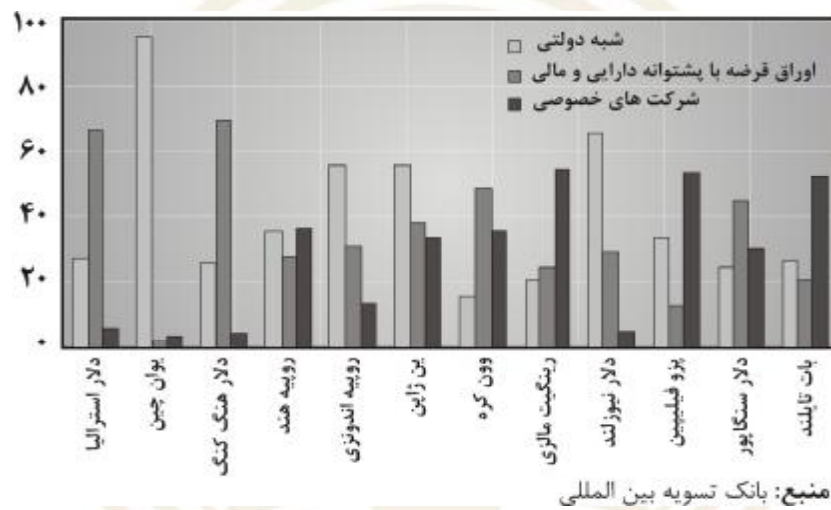
<sup>5</sup> - asset-backed securities (ABSs)



## نمودار 1

## انواع انتشار دهنده در 12 بازار اوراق قرضه شرکتی

برمسب درصدی از کل اوراق منتشره تا پایان سال 2004



بازارهایی که تحت سلطه‌ی ناشران رتبه بالا هستند، احتمالاً سرمایه‌گذاران نهادی رهنمودهای داخلی<sup>1</sup> دارند که آن‌ها را محدود به سرمایه‌گذاری در چنین اوراق بهاداری می‌کند. این رهنمودها ممکن است تنها واقعیتی را منعکس کنند که اطلاعات عمومی در دسترس برای سرمایه‌گذاران جهت ارزیابی ارزش اعتباری ناشران بالقوه کافی نباشد. این احتمال توسط باتاچاریا<sup>2</sup>، داوک و ولکر<sup>3</sup> (2003) پیشنهاد شده است که دریافتند عدم شفافیت افشای عواید در آسیا زیاد است. فن و ونگ<sup>4</sup> (2002) عنوان می‌کنند که این افشائیات در آسیا ناشی از نبود اطلاعات بدلیل مالکیت متقابل<sup>5</sup> و ساختار مالکیت هرمی<sup>1</sup> است. همانطور که پیشتر بحث شد، حضور ناشران خارجی

<sup>1</sup> -Internal Guidelines

<sup>2</sup> -Bhattacharya

<sup>3</sup> -Daouk and Welker

<sup>4</sup> -Fan and Wong

<sup>5</sup> -Cross-holdings Ownership



ممکن است اشاره کند که یک بازار چقدر توسعه یافته است، اما این احتمال نیز وجود دارد که منعکس کننده تلاش‌های یک سیاست‌گذار در اقتصادهای کوچک جهت یافتن راهی برای رشد بازار باشد. همان‌طور که در جدول 2 نشان داده می‌شود، هنگ کنگ و سنگاپور میزبان بیش‌ترین درصد ناشران غیربومی هستند که این ناشران به ترتیب، 86٪، 56٪ و 36٪ بازارها را در اختیار دارند. استرالیا، همچنین نرخ نسبتاً بالای 29٪ را دارد. بر مبنای این مقیاس، چهار بازار ذکر شده منطقه از همه توسعه یافته‌تر هستند.

جدول 2				
اوراق قرضه دولتی پایان 2004				
	بومی‌ها (میلیارد دلار آمریکا)	درصدی از کل	غیربومی‌ها (میلیارد دلار آمریکا)	درصدی از کل
استرالیا	134,0	71,5	53,5	28,5
چین	195,9	100,0	0,0	0,0
هنگ کنگ	27,3	44,1	34,6	55,9
هند	24,5	100,0	0,0	0,0
اندونزی	6,8	99,8	0,0	0,2
ژاپن	1646,1	82,2	355,9	17,8
کره	355,2	99,9	0,4	0,1
مالزی	49,5	99,6	0,2	0,4
نیوزلند	4,1	13,8	25,8	86,2
فیلیپین	0,2	86,8	0,0	13,2
سنگاپور	13,9	64,0	7,8	36,0
تایلند	31,8	99,8	0,1	0,2
آمریکا	13535,9	89,5	1580,7	10,5

<sup>1</sup> -Pyramid Ownership Structure



### 3- بازارهای ثانویه: دلایل عدم نقدینگی

بازارهای ثانویه اوراق قرضه شرکتی ارزی محلی آسیا در ورای اوراق قرضه دولتی، با کندی مواجه شده است. در حالی که در بازارهای اوراق قرضه دولتی، همانطور که در نمودار 2 نشان داده شده است، نقدینگی در سال‌های اخیر افزایش یافته است، بازارهای اوراق قرضه‌ی شرکتی نیز نقدینه می‌باشند.

حجم معاملات بازارهای اوراق قرضه‌ی شرکتی آسیا، کسر کوچکی از بازار اوراق قرضه دولتی است. تفاوت‌های نقدینگی بزرگ، همانطور که قبلاً اشاره شد، به این دلیل است که انتشارهای شرکتی تمایل به ناهماهنگی و کوچک بودن از نظر اندازه نسبت به ناشران اوراق دولتی دارند.<sup>1</sup> با این حال، حجم معاملات اوراق قرضه شرکتی آسیا به نقدینگی پایین اشاره دارد. قابل توجه‌ترین استثنا در این رابطه بازار استرالیا است که حجم معاملات بالاتر از بازار آمریکا دارد.

#### 3-1- تنوع مبنای سرمایه‌گذار

تنوع سرمایه‌گذاران، فعالیت مبادلاتی را افزایش می‌دهد. با این تنوع، احتمال اینکه سرمایه‌گذاران مختلف خود را در یک سمت بازار ببینند، کاهش می‌یابد، حتی به عنوان فروشنده یا خریدار. آن‌ها ممکن است بر کیفیت اعتباری ناشر توافق نکنند و اقدام به انجام معامله کنند و به احتمال بسیار کم در یک زمان به نقدینگی نیاز داشته باشند. در آسیا این تنوع، محدودتر است. مبنای سرمایه‌گذار برای اوراق قرضه شرکتی تحت تسلط صندوق‌های تحت کنترل دولت، شرکت‌های بیمه است. هنگامی که یک ورقه قرضه منتشر می‌شود، معمولاً در پرتفوی سرمایه‌گذاران مادر ناپدید می‌شود. آنهایی که ممکن است فعالانه‌تر معامله کنند، مانند

1- این تفاوت شاهی بر توسعه انتشار درخواست مناقصه بازار آمریکاست. فلمینگ ورمونولا (1999) توسعه انتشار درخواست مناقصه اوراق خزانه را بین سوم تا تشخیص نرخ بازده محاسبه می‌کنند. چاکراواری و سارکار (2004) که میانگین توسعه درخواست مناقصه شرکت‌ها 21 سنت در 100 دلار است. برای یک ورقه قرضه 375، این مقدار به 4 نقطه‌ی مبنای بازدهی می‌رسد.

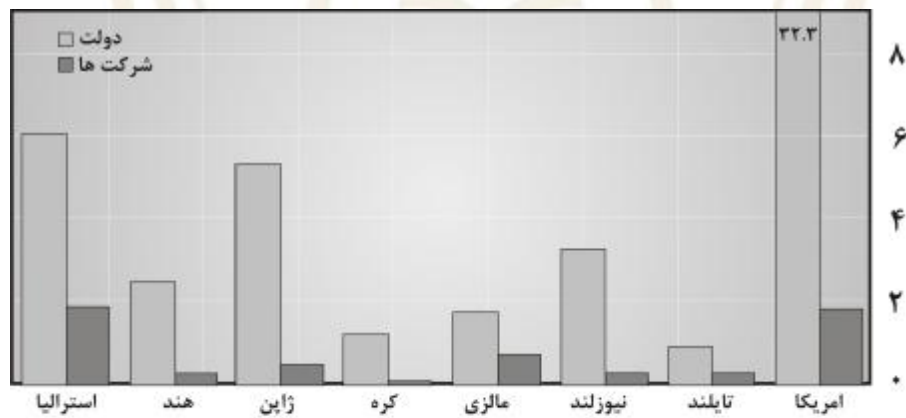


صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سود ثابت<sup>۱</sup> و صندوق‌های پوششی<sup>۲</sup> از بازار حذف می‌شوند یا اجازه‌ی افشا در غالب ریسک اعتباری را نمی‌یابند.

یک گروه مهم از سرمایه‌گذاران غایب بازارهای آسیا، سرمایه‌گذاران خارجی شامل واسطه‌گران مالی جهانی<sup>۳</sup> است. به طور کلی وجود مشکلات بیشمار در بازارهای آسیایی، آنها را از مشارکت در این بازارها دلسرد کرده است. در میان این مشکلات، مالیات تکلیفی<sup>۴</sup> و فقدان بازارهای عمیق برای ابزارهای پوششی مانند معاوضه‌های ارز<sup>۵</sup> قابل ذکر هستند. سیاست‌گذاران در آسیا از این نقایص آگاه هستند.

## نمودار ۲

### نسبت‌های گردش سال ۲۰۰۴ - بر حسب درصد



منبع: بانک کره، بانک نگارای مالزی، بانک تایلند، بانک ذخیره استرالیا، کانون بازار اوراق قرضه امریکا، کانون معامله‌گران اوراق بهادار ژاپن، انجمن بازارهای مالی استرالیا، بورس ملی اوراق بهادار هند

<sup>۱</sup> - fixed income funds

<sup>۲</sup> - Hedge Fund

<sup>۳</sup> - global financial intermediaries

<sup>۴</sup> - Withholding Taxes

<sup>۵</sup> - currency swaps





در ایجاد دومین صندوق اوراق قرضه ی آسیا<sup>1</sup>، همانطور که ما و رمولونا<sup>2</sup> (2005) شرح داده‌اند، بانک‌های مرکزی در آسیا در کاهش بعضی از موارد توانا بوده‌اند. برای مثال، اخیراً فیلیپینی‌ها مالیات تمبر اوراق را در معاملات ثانویه اوراق بهادار با سود ثابت که سرمایه‌گذاران خارجی را از شرکت در این بازار محلی منع کرده بود، برداشته‌اند.

### 2-3- زیرساختارهای بازار

اوراق بدهی با سود ثابت بیش‌تر و فعالانه‌تر در بازارهای خارج از بورس نسبت به بورس معامله می‌شوند.<sup>3</sup> نقدینه‌ترین بازارهای اوراق بهادار، بازارهایی هستند که شامل اوراق بهادار دولتی هستند و تمایل به اتکاء بر بازارسازان منتخب دارند (ساندرسن 2002)، مانند کارگزار معامله‌گر که به معامله‌گران اجازه می‌دهد با هم به شکل مستقل معامله کنند - چنین زیرساختارهایی اغلب نیازمند مداخله دولت به منظور تشویق فعالان بازار برای شکل‌دهی به آن است. در اغلب بازارهای اولیه آسیا، معامله‌گران اوراق دولتی منسوب شده‌اند و ملزم به شکل‌دهی بازار برای این اوراق هستند. به هر حال، اوراق قرضه شرکتی نفعی به اندازه‌ی زیرساختارهای تحت پشتیبانی دولت ندارد. همانطور که در جدول 3 نشان داده شده است، در حالی‌که اغلب موارد اوراق قرضه شرکتی آسیا در بازارهای خارج از بورس معامله می‌شوند، این بازارها هنوز دچار فقدان نقدینگی هستند.

<sup>1</sup> - Asian Bond Fund <sup>2</sup> (ABF<sup>2</sup>)

<sup>2</sup> - Ma and Remolona

<sup>3</sup> - در ادبیات زیر ساختارهای بازار، بازارهای خارج از بورس که بازارهای مجازی هستند، نیازمند معامله‌گرانی که تمایل به حفظ موجودی هستند است، در حالی‌که بازارهای سفارشی نیازمند جریان متناوب سفارش‌های خرید و فروش هستند.



جدول 3				
بازارهای اوراق قرضه شرکتی ثانویه				
شفافیت بعد از معامله	سفارش معامله	اندازه معاملات در بازار محلی	نوع بازار	
...	2-10	خارج از بورس / بورس	استرالیا	
...	5-10	...	خارج از بورس / بورس	چین
...	10-15	50-100m	خارج از بورس	هنگ کنگ
...	...	50m	خارج از بورس / بورس	هند
...	...	...	خارج از بورس	اندونزی
...	...	...	خارج از بورس	ژاپن
بله	2-5	10bn	خارج از بورس / بورس	کره
بله	5-10	5m	خارج از بورس	مالزی
...	5-15	...	خارج از بورس	نیوزلند
...	متغیر	25-50m	خارج از بورس	فیلیپین
...	10-15	15m	خارج از بورس	سنگاپور
بله	5-10	10-40m	خارج از بورس / بورس	تایلند

تلاش برای ایجاد نقدینگی در اوراق قرضه‌ی شرکتی آسیا شامل فهرست کردن آن‌ها در بازار بورس اوراق بهادار یا حتی بر پایه بازارهای با سود ثابت اختصاصی صورت گرفته است. تاکنون این تلاش‌ها ثمربخش نبوده‌اند. برای مثال در سنول بیش از 90% معاملات ثانویه در اوراق قرضه شرکتی هم‌چنان در بازارهای خارج از بورس صورت می‌گیرد و تنها 10% در بازار اوراق بهادار صورت می‌گیرد، حتی با شرایط الزامی که مبادلات اوراق قرضه دولتی در بین معامله‌گران اولیه



باید در بازار اوراق بهادار صورت گیرد. حجم معاملات این بازارها در تایلند 30% است و تنها 1% در بازار محلی صورت می‌گیرد. چین یک مورد جالب را مطرح می‌کند. بدلیل پراکندگی قانون، انتشارات مالی در بازار خارج از بورس بین بانکی محلی داد و ستد می‌شود، در حالی که انتشار اوراق غیرمالی در هر دو بازار بورس داخلی و بازار خارج از بورس بین بانکی مورد معامله قرار می‌گرفته است.

در بازارهای خارج از بورس، انتشار روند به سوی وجود یک یا حداکثر دو معامله‌گر معمولاً منتهی به پذیره نویس انتشار مذکور می‌شود. مظنه اعلام شده توسط یک معامله‌گر بعضی اوقات در بلومبرگ در دسترس است، اما بخش بیش‌تر آن، شفافیت قبلی شامل مظنه قیمت<sup>1</sup> ارسال شده‌ی سرمایه‌گذاران بالقوه است. در اکثر بازارهای آسیا، معامله‌گران مختلف تنها یک مجموعه از نام‌ها را به دنیای نامتجانس شرکت‌ها ارسال می‌کنند. هیچ شواهدی دال بر بازار درون معامله‌گری اسمی یا کارگزار معامله‌گر که تنها خاص اوراق قرضه‌ی شرکتی باشد، وجود ندارد. لذا بازار ثانویه اوراق قرضه شرکتی، به عدم رقابتی بودن تمایل دارد که منجر به افزایش قیمت خرید شده و معامله را سست می‌کند. **فعالان بازار<sup>2</sup>** پیشنهاد می‌کنند افزایش قیمت خرید پنج تا ده برابر نقطه‌ی میناست. حتی برای مواردی که نقدینه تر هستند.

### 3-3- عدم شفافیت بازار<sup>3</sup>

عامل مرتبط و تأثیر گذار سوم بر نقدینگی، شفاف سازی فعالیت‌های معاملاتی است. شفاف سازی پیش از معامله<sup>4</sup>، قیمت‌گذاری رقابتی را تشویق می‌کند و سرمایه‌گذاران را از اینکه با قیمت مناسب اقدام به معامله می‌کنند، مطمئن می‌سازد. همانگونه که تجربه‌های اخیر بازار اوراق قرضه

<sup>1</sup> - Quote Sheet

<sup>2</sup> - Market Participants

<sup>3</sup> - market Opaqueness

<sup>4</sup> - Ex post transparency



شرکتی امریکا نیز ثابت کرد. تا چند سال قبل معاملات در بازار اوراق قرضه شرکتی امریکا فاقد جذابیت بود. با این وجود از سال 2002، سرمایه‌گذاران در اوراق قرضه شرکتی مجبور بودند تمام معاملات بازارهای خارج از بورس را به سیستم رعایت و گزارشگری معاملات انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار<sup>1</sup> گزارش کنند. این سیستم قیمت‌های گزارش شده را 15 دقیقه پس از معاملات گزارش می‌کند.<sup>2</sup> ایجاد این شفاف‌سازی پیش از معامله، تأثیر مهمی بر نقدینگی داشته است. برای مثال ادواردز، هریس و پیووار<sup>3</sup> در سال 2005 یافته‌اند که این شفاف‌سازی از افزایش قیمت خرید به 5 برابر نقطه‌ی مبنا، جلوگیری می‌کند.

در سال‌های اخیر، بعضی بازارهای آسیایی اقدام به تصویب الزامات گزارشگری شبیه به این سیستم یا بهتر از آن را کرده‌اند. با این وجود بیش‌تر این شفاف‌سازی‌ها، محدود به معاملات بین معامله‌گران می‌شود. مالزی مجهز به سیستم انتشار اطلاعات اوراق قرضه<sup>4</sup> است که در آن معامله‌گران ملزم به وارد کردن معاملات (اطلاعات قیمت و مقدار) به سیستم، در طول ده دقیقه از مبادله هستند. سپس این اطلاعات بر صفحه سیستم کارگزاری که در سمت فروش خواهند بود، در دسترس قرار خواهد گرفت. حداقل برای کسانی که به سیستم انتشار اوراق قرضه دسترسی دارند، این سیستم شفاف‌سازی بهتری، حتی نسبت به سیستم رعایت و گزارشگری معاملات ایجاد می‌کند. کانون بازار اوراق قرضه تایلند<sup>5</sup>، معامله‌گران را به گزارش معاملات بازارهای خارج از بورس تا 30 دقیقه وادار می‌کند و اطلاعات معاملات را 4 دفعه در روز نشان می‌دهد. کانون معامله‌گران اوراق بهادار کره<sup>6</sup> معامله‌گران را ملزم به گزارش معاملات خود در 15 دقیقه از طریق سیستم توزیع اطلاعات که اطلاعات را در همان روز بر روی یک وب سایت به

<sup>1</sup> -National Association of Securities Dealers

2- اکثر معاملات به محض اینکه گزارش می‌شوند، شفاف هستند.

<sup>3</sup> - Edwards, Harris and Piowar

<sup>4</sup> -Bond Information Dissemination System(BIDS)

<sup>5</sup> -Thai Bond Market Association(THAIBMA)

<sup>6</sup> -Korea Security Dealers Association(KSDA)



معرض عموم درمی‌آورد، می‌کند. هرچه نقدشوندگی بازار افزایش یابد، شفاف سازی لازم خواهد بود.

#### 4-3- گردش بموقع اطلاعات

شاید چهارمین عامل محدود کننده مهم‌ترین آنها باشد. بازارهای اوراق قرضه شرکتی آسیا، گردش اطلاعات بموقع کندی در مورد ناشران دارند. در بازارهایی مانند بازار اوراق قرضه شرکتی، نقدینگی زیاد می‌تواند از طریق فعالیت سرمایه‌گذارانی که با زیربنای آن مخالف هستند، ایجاد شود. معاملات مبتنی بر اطلاعات، منافع زیادی را برای کسانی که به دلایل نقدینگی خالص در بازار حضور دارند، ایجاد می‌کند. علاوه بر این، چنین معامله‌ای زمانی فعال خواهد بود که جریان قابل توجهی از اطلاعات درباره‌ی کیفیت اعتباری ناشران، همراه با اطلاعات جدیدی که دلیلی برای عدم توافق ایجاد کند، وجود داشته باشد.

در بازارهای توسعه یافته‌تر در اروپا و آمریکای شمالی، انتشار اخبار مرتبط با بازار به شکل‌های مختلفی صورت می‌گیرد. ناشران گزارش‌های مالی سه ماهه و اخبار سود را تهیه می‌کنند؛ موسسات خدمات اطلاعاتی و مالی گزارشی درباره معاملات و رویدادهای شرکتی با اهمیت ارائه می‌دهند و موسسات رتبه‌بندی اعتباری گزارش‌های مختلفی راجع به تغییر دیدگاه خود درباره‌ی تغییر رتبه‌بندی شرکت‌ها، منتشر می‌کنند. معاملات اوراق قرضه شرکتی با برداشت و استنتاج از این اطلاعات انجام می‌شوند.

عکس العمل بازار به گزارش‌های موسسات رتبه‌بندی مختلف، بیانگر اهمیت اطلاعات به موقع است. موسسات رتبه‌بندی دقت را ملاک کار خود قرار می‌دهند و تغییرات درجه اعتباری را به دقت ارزیابی می‌کنند؛ از این رو تغییرات رتبه‌بندی، ورود اطلاعات به بازار را به طور قابل ملاحظه‌ای به تاخیر می‌اندازد. موسسات رتبه‌بندی در تلاش برای موقع بودن، تعدادی گزارش بررسی



تعبیه کردند که می توان به "واچ لیست"<sup>1</sup> در مورد شرکت مودیز، و "کردیت واچ"<sup>2</sup> در مورد موسسه استاندارد اند پورز<sup>3</sup> اشاره نمود. این اعلامیه‌ها به محض اطلاعات قابل توجه منتشر شود، ارائه می‌شوند و نشانه‌ای از احتمال تغییر رتبه بندی در طی ماه های نسبتاً کوتاهی است. میکو، رمولونا و وودریج<sup>4</sup> (2004) بیان کرده‌اند که عکس العمل بازار به تحرکات موسسات رتبه‌بندی نسبت به این اعلامیه‌ها بسیار قوی است.

بازارهای آسیایی نوعاً این جریان اطلاعات را مشاهده نمی‌کنند. بسیاری از انتشارها از یک نوع ضمانت دولتی یا نوع دیگری بهره مند هستند، که کیفیت اعتباری ناشر را نامربوط جلوه می‌دهد. البته این تضمین ها به ندرت تغییر می‌کند، که متعاقب آن به سرمایه‌گذاران دلیلی برای مخالفت و انجام معامله ارائه نمی‌کند. در زمان انتشار اطلاعات توسط ناشران ، بال، رابین و وو<sup>5</sup> (2003) با وجود منابع قانونی رایج استانداردهای حسابداری، به معرفی الگویی می پردازند که در آن گزارش‌گری مالی در بعضی بازارهای آسیایی، توجهی به شناسایی زیان اقتصادی بموقع ندارد. مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری منطقه‌ای آسیا حضور دارند و اغلب این رتبه‌بندی‌ها برای ناشران اوراق قرضه الزامی است. بسیاری از نمایندگی‌ها نسبتاً جدید هستند و حسن شهرتی را که به سرمایه‌گذاران اجازه قضاوت در مورد آنها را می‌دهد ، ندارند، به جز بزرگ‌ترین‌ها و نام‌های دارای رتبه‌بندی بالا.

#### 4- نتیجه‌گیری

در تلاش برای توسعه‌ی بازارهای اوراق قرضه شرکتی ارزی محلی، سیاست‌گذاران در بعضی از کشورهای آسیایی با سوالات اساسی مواجه هستند. در مورد بازارهای اوراق قرضه اولیه، آیا آنها

<sup>1</sup> - Watchlist

<sup>2</sup> - CreditWatch

<sup>3</sup> - Standard and Poor's

<sup>4</sup> - Micu, Remolona and Wooldridge

<sup>5</sup> - Ball, Robin and Wu



باید بیش تر بر رشد تأکید کنند، حتی اگر انتشار اوراق توجه خود را بر ناشران نیمه دولتی و آنهایی که ضمانت اعتباری ضمنی یا صریح دارند، متمرکز می‌کند، یا باید تلاش‌های خود را بر قوانین افشاء، استانداردهای حسابداری و شفافیت متمرکز کنند، به نحوی که سرمایه‌گذاران بتوانند اطلاعات مورد نیاز خود را که برای ارزیابی ریسک اعتباری دامنه‌ی گسترده‌ای از ناشران بالقوه نیاز دارند، بدست آورند؟ در حالی که تمرکز بر اهداف اولیه راه خوبی برای شروع است، آیا زمان توسعه‌ی فرهنگ ارزیابی اعتباری و قیمت‌گذاری ریسک اعتباری رسیده است؟

در مورد بازارهای ثانویه، سوالات سیاست‌گذاری به این شکل است که: آیا باید بر توسعه زیرساخت‌های بازار، تنوع مبانی سرمایه‌گذار یا تقویت مؤسساتی که جریان اطلاعات مرتبط با بازار را ایجاد می‌کنند، تمرکز شود؟ این رویه‌ها، لزوماً جایگزین هم نیستند و ممکن است برای اثربخشی بیش تر در امتداد هم مورد استفاده قرار گیرند. در عمل ساختارهای بازار در حال توسعه - برای مثال ایجاد مبادلات با سود ثابت - مقدم تر به نظر می‌رسد، در حالی که سایر رویکردها به نظر پیچیده هستند و به بلندمدت توجه بیشتری دارند. با این وجود، تنوع بخشی به مبنای سرمایه‌گذار و بهبود جریان اطلاعات مرتبط با بازار شاید در بلندمدت مهم تر باشد.

## فصل ششم

### چرا بازار اوراق قرضه شرکتی:

### رشد و تأمین مالی مستقیم

### ماروین گودفرد<sup>1</sup>

در اظهارات امروز مروری مختصر راجع به نقش استقراض شرکتی مستقیم در مقابل وام‌های بانکی در فرآیند توسعه اقتصادی تهیه کرده‌ام. در مراحل اولیه توسعه اقتصادی، شرکت‌ها سرمایه‌گذاری‌های خود را از طریق پس‌انداز وجوه ایجاد شده داخلی، تأمین مالی می‌کنند. تأمین وجوه از طریق وام‌های دریافت شده از گروه‌های مرتبط، اعضای گروه وابسته، دوستان و مشابه آن صورت می‌گیرد. تأمین وجوه داخلی<sup>2</sup> بر مشکلات اعتباری و اطلاعاتی غلبه می‌کند و انگیزه‌ای برای مالکان جهت استفاده درست وجوه، همان‌گونه که تعهد شده ایجاد می‌کند. قرض‌گیرنده از

1- پروفیسور اقتصاد، دانشکده اقتصاد (نهر) دانشگاه کارنگی ملون. این متن بر مبنای اظهارات صورت گرفته در سمینار BIS / BPS راجع به «بازارهای اوراق قرضه شرکتی در حال توسعه آسیا» برگزار شده در کان مینگ، چین 17-19 نوامبر 2005. ارایه شده است.

<sup>2</sup> -inside funding





طریق رابطه‌ی نزدیک با اعضای گروه و اجتماع، محدود می‌شود. در واقع، به ارتباط نزدیک بر رفتار قرض گیرندگان نظارت می‌کند و انضباط را در صورت نیاز به قرض گیرنده تحمیل می‌کند. با توسعه اقتصاد، تأمین وجوه داخلی برای تأمین مالی آن گروه از واحدهای تجاری که باید فرآیندهای تولید پیچیده را اداره کنند و بازارهای خارجی را حفظ کنند، ناکافی است. واحد تجاری باید تأمین مالی بیش‌تری از محل وجوه خارجی ایجاد کند. بانک‌ها اقدام به تأمین وجوه خارجی متمرکز بر اطلاعات<sup>1</sup> می‌کنند و به شکل مؤثر نوعی از اطلاعات، محدودیت‌ها و نظارت که در ارتباطات داخلی گروه ایجاد می‌شود را مجدداً ایجاد می‌کنند. هزینه تأمین مالی خارجی بانکی شامل ارزیابی اعتبار<sup>2</sup>، نظارت بر وام و عاملی صورت می‌گیرد که ریسک ورشکستگی و هزینه‌ی مدیریت ورشکستگی را در حالتی در نظر می‌گیرد که اتفاق بیفتد. این هزینه‌های تأمین مالی خارجی یک صرف تأمین مالی خارجی ایجاد می‌کند که قرض‌گیرنده علاوه بر هزینه‌ی فرصت تأمین مالی داخلی یا تأمین مالی از طریق نهادهای وابسته را پرداخت کند.

در حالی که یک اقتصاد به توسعه‌ی خود ادامه می‌دهد، بعضی شرکت‌ها به شکل روز افزون به تأمین وجوه خارجی<sup>3</sup> زیاد نیاز دارند. شرکت‌هایی که به طور وسیعی شناخته شده‌اند، می‌توانند استقراض بانکی متمرکز بر اطلاعات را کنار گذارند و با تأمین وجوه از محل اوراق قرضه‌ی شرکتی به وام دهندگان دسترسی مستقیم داشته باشند. در قرن نوزدهم، شرکت‌های راه آهن در بین واحدهای تجاری بزرگ آمریکا از طریق اوراق قرضه بلندمدت استقراض می‌کردند. شرکت‌های راه آهن به این دلیل توانستند از تأمین مالی مستقیم اوراق قرضه استفاده کنند که دارای تصویر عمومی نسبتاً واضح و شفاف و ساختار دارایی فیزیکی (واگن‌ها و ماشین‌های ریلی) بودند که نظارت بر آنها آسان بود. لذا، این شرکت‌ها صرف تأمین مالی خارجی<sup>4</sup>، خود را با استقراض

<sup>1</sup> - information-intensive external funding

<sup>2</sup> - Credit Evaluation

<sup>3</sup> - External Fund

<sup>4</sup> - external finance premium



مستقیم از عموم کاهش دادند. عموماً شرکتهایی که وجهه عمومی خوبی دارند و محصولات تولید می‌کنند که به شکل گسترده مورد استفاده قرار می‌گیرد و به سادگی می‌توان بر آن نظارت کرد؛ انگیزه‌ای برای کنار گذاشتن وام‌های بانکی به منظور استفاده از شفافیت برای کاهش صرف تأمین مالی خارجی، پیدا می‌کنند.

در عین حال شرکتهایی که دسترسی مستقیم به بازارهای اوراق قرضه دارند، تا حدودی از طریق وام‌های بانکی به تأمین وجوه خود می‌پردازند. زیرا بانک‌ها سایر خدمات بانکی را نیز ارائه می‌کنند. این خدمات شامل تأمین مالی با یک خط اعتباری، دسترسی به استقراض با حق تصرف بدهکار<sup>1</sup> در حالت ورشکستگی، استقراض متغیر<sup>2</sup> (در نقطه مقابل ابزارهای استقراضی استاندارد مورد استفاده جهت دسترسی مستقیم به بازار اعتباری) و استقراض محرمانه<sup>3</sup>، می‌باشد، برای مثال هنگامی که محرمانه بودن برای یک قرض گیرنده به منظور تخصیص میزانی از بازدهی سرمایه‌گذاری تأمین مالی شده از منابع خارجی مورد نیاز است.

علاوه بر این، شرکتی که دسترسی به بازار اعتباری را مستقیماً از طریق تأمین مالی ورقه قرضه انتخاب می‌کند، به خدمات بانک‌های سرمایه‌گذاری نیاز دارد. برای مثال، اوراق قرضه‌ای که توسط شرکت‌های راه‌آهن در قرن 19 در امریکا فروخته شد، توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری وال استریت<sup>4</sup> برگزیده پذیره نویسی شد. خدمات بانک‌های سرمایه‌گذاری شامل موارد زیر می‌شود: تایید ارزش اعتباری اوراق قرضه‌ی شرکتی، قیمت‌گذاری و فروش عرضه‌های اولیه عمومی، بازاریابی اوراق قرضه، بازاری که اوراق قرضه شرکتی می‌توانند در آن خرید و فروش شوند، مدیریت کمیته‌ی بستانکاران در حالت ورشکستگی و مدیریت تصفیه و انحلال سرمایه در تجدید ساختارهایی که به حکم دادگاه انجام می‌شود.

<sup>1</sup> -debtor-in-possession borrowing

<sup>2</sup> -customised borrowing

<sup>3</sup> -confidential borrowing

<sup>4</sup> - Wall Street investment banks



اعتماد زیاد به وام‌های بانکی یا تأمین مالی مستقیم اوراق قرضه، ریسک ورشکستگی بیش‌تری را در حالت قصور به شرکت تحمیل می‌کند. لذا در اقتصادهای توسعه یافته، شرکت‌ها به یک سبد از تأمین مالی خارجی که اغلب شامل سرمایه قابل توجهی است، اتکا می‌کنند. تأمین مالی سرمایه، انعطاف پذیری مالی در پرداخت سود سهم به شرکت می‌دهد، انعطاف پذیری که یک شرکت می‌تواند برای جلوگیری از ورشکستگی، از وام‌های بانکی یا اوراق قرضه استفاده کند. سرمایه خارجی شامل هزینه‌هایی است، وجود این هزینه‌های زیاد، انگیزه‌ی مدیران جهت اداره اثربخش سازمان را کاهش می‌دهد. زیرا مالکیت خارجی مدیران را ملزم می‌سازد که تنها بخشی از ارزشی را حفظ کنند که برای شرکت، مازاد بر درآمدهای لازم برای بازپرداخت هزینه‌های ثابت شامل حقوق ثابت و بدهی، ایجاد کرده‌اند. بنابراین سرمایه، وام‌های بانکی و اوراق قرضه مشترکاً در ساختار سرمایه استقراض‌کنندگان شرکتی مدرن مشاهده می‌شود.

بازار بدهی مستقیم انگیزه‌ی بانکی را برای اینکه کارا و خلاق بمانند، افزایش می‌دهد. بازار اوراق قرضه‌ی کوتاه‌مدت و بلندمدت نظم می‌گیرد و در نهایت سیستم بانکی با ایجاد رقابت برای وام‌های بانکی متمرکز بر اطلاعات، به طور ناخالص تقویت می‌شود. بانک نیز انگیزه‌ای برای حفظ مشتری با دسترسی واقعی یا بالقوه به تأمین مالی مستقیم، خواهد داشت. بازار اوراق بدهی مستقیم، بانک‌ها را برای نوآوری تشویق می‌کند، زیرا محصولات اولیه ایجاد شده توسط بانک و تغییرات اعمال شده بعدی امکان بهبود، استاندارد شدن و انتقال از بانک به بازارهای سرمایه را بوجود می‌آورد که این امر هزینه سربار کم‌تری را ایجاد می‌کند. در سال‌های اخیر، بانک‌ها به ایجاد صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری وجوه در بازار پولی<sup>1</sup>، بازار پیمان‌های آتی<sup>2</sup>، اوراق قرضه بی‌ارزش (بنجل)<sup>3</sup> و اوراق بهادار با پشتوانه دارایی<sup>4</sup> کمک کرده‌اند که تمامی این موارد

<sup>1</sup> - Money Market Mutual Fund

<sup>2</sup> - futures markets

<sup>3</sup> - Junk Bond

<sup>4</sup> - Asset-backed Securities



بعداً به خارج از سیستم بانکی منتقل شده‌اند. با تشویق نوآوری، رقابت بین بازارهای نهادی بانکی و غیربانکی منجر به توسعه‌ی بهبود توزیع ریسک مالی در اقتصاد و هزینه کم‌تر تأمین مالی خارجی می‌شود.

رشد تأمین بدهی غیربانکی حالت ارتجاعی سیستم مالی را افزایش می‌دهد. مدیر گرین اسپان<sup>1</sup> به نقش «لاستیک یدک» بازار سرمایه مستقیم و تأمین اوراق قرضه غیربانکی - در بهبود اثرات آشفته‌گی مالی بر اقتصاد کلان، تأکید کرده است. در سخنرانی معروف 1999، رئیس گرین اسپان تأکید کرد که «راه‌های مختلف برای انتقال پس‌انداز یک اقتصاد به سرمایه‌گذاری سرمایه‌ای که امکانات پشتیبانی برای جریان اعتباری را فراهم می‌سازد باید ابتدا نقص واسطه‌گری را بهبود بخشد»<sup>2</sup> و خاطر نشان کرد برای مثال، بحران 1990 گرو گذاری دارایی‌های واقعی که وام‌دهی بانک‌ها در آمریکا را تخریب کرد، وام رهنی را دچار مشکل ساخت، این امر به دلیل عمق زیاد بازار اوراق بهادار با پشتوانه رهن بود. او هم چنین اشاره کرد که بحران بانکی ادامه‌دار ژاپن، اقتصاد کلان را بیش‌تر از حالتی که بازار سرمایه‌ی غیربانکی در ژاپن توسعه می‌یافت، تخریب کرد.

با این تأکید، قصد این نتیجه‌گیری را داشتم که بازارهای اوراق قرضه ارزی محلی بلندمدت، می‌توانند به شکل مناسب طرح‌های بازنشستگی، بیمه عمر و تعهدات استحقاقی<sup>3</sup> را پوشش دهند. با این وجود این اوراق قرضه تنها در صورتی می‌تواند منتشر شود که قدرت خرید ارزی در مدت طولانی ثابت بماند. وجود یک سیاست پولی داخلی معتبر در بلند مدت لازم است تا اوراق قرضه شرکتی ارزی محلی در داخل به عنوان پوششی برای تعهدات بلند مدت مورد تقاضا قرار دهد. تقاضا برای بدهی اوراق قرضه شرکتی ارزی محلی به شکل گسترده بستگی به اعتماد قدرت

<sup>1</sup> - Greenspan

<sup>2</sup> - گرین اسپان، (1999): آیا بازارهای مالی کارا، بحران مالی را کاهش می‌دهند؟ سخنرانی در کنفرانس بازارهای مالی بانک ذخیره فدرال آتلانتا، سی آیسلند، جورجیا، 19 اکتبر.

<sup>3</sup> - entitlement commitments



خرید ثابت ارز محلی دارد. در قرن 19، اوراق قرضه‌ی شرکت‌های راه آهن آمریکا به شکل موفقیت‌آمیزی در انگلستان بازاریابی شدند، زیرا آمریکا در موقعیت استاندارد مطلوبی قرار داشت. از طرف دیگر، بخش عمومی در صورتی که پس‌اندازهای بازنشستگی خود را در سپرده‌گذاری کوتاه‌مدت بانکی نگه دارد، متضرر می‌شود. بخش عمومی مجبور به پس‌انداز در سپرده‌های بانکی بودند، که به طور میانگین بهره‌ی نسبتاً پایینی داشت و در معرض این خطر قرار داشت که نرخ بهره‌ی کوتاه‌مدت در دوره‌های بلندمدت به سطوح خیلی پایین تنزل کند. لذا سپرده‌های بانکی پوشش ضعیفی مقابل نیازهای بازنشستگی است. اگر دولت قدرت خرید ارزی را ثابت کند و بخش داخلی بتواند پس‌اندازهای خود را در سبد متنوعی از ارز محلی و اوراق قرضه‌ی شرکتی بلندمدت نگهداری کند، آن‌ها بازدهی واقعی بالاتری با ریسک اعتباری مرتبط کم‌تری بدست خواهند آورد.



## فصل هفتم

### **توسعه ی لایه‌های متعدد واسطه‌گری مالی : قوانین مکمل بازارهای اوراق قرضه ی شرکتی و بانکها**

سورش ساندرسن<sup>1</sup>

دانشگاه کلمبیا

"... بحران اخیر، آسیب‌پذیری‌های ساختار مالی را نشان داد که در کوتاه‌مدت کاهش نمی‌یابد، اما با این حال، برای نشان دادن هر تلاشی به منظور ایجاد سپر قدرتمندی در مقابل آشفتگی بازار، با اهمیت است. از بین مهم‌ترین این موارد، به نظر توسعه روش‌هایی که سیستم‌های مالی را قادر می‌سازد تا در شرایط وجود فشار، سطوح میانی واسطه‌گری مالی را حتی

---

<sup>1</sup> - نویسنده پروفیسور مالی و اقتصاد، بانک مانهاتان چیس از دانشگاه کلمبیا است و آدرس آن 811 هیس هال، بزرگراه بروودی، نیویورک 10027، آمریکا، یا پست الکترونیکی [miss122@columbia.edu](mailto:miss122@columbia.edu) است. این مقاله برای سمینار BIS /PBC راجع به بازارهای اوراق قرضه‌ی شرکتی در حال توسعه در آسیا که در کان مینگ چین، 17-18 نوامبر 2005 برگزار تهیه شده است. با تشکر از الی رمولونا از BIS برای بحث‌های غیررسمی راجع به این موضوع.



هنگامی که منابع اصلی واسطه‌گری آن، اعم از بانک یا بازار سرمایه بحرانی، از کار افتاده‌اند، حفظ کنند."

"قبل از اینکه بحران شکسته شود، دلیل کمی برای پرسش در مورد پدیده‌ی سه دهه انجماد رشد اقتصادی آسیای شرقی که از سیستم بانکی تأمین مالی می‌شد، وجود داشت. مدت زیادی اعتبار بانک‌های در حال توسعه، از زیان‌هایی که کند کننده حرکت بودند، فاصله گرفتند و نسبت وام‌های غیراجرایی<sup>1</sup> به کل دارایی‌های بانک را کاهش دادند. ناتوانی داشتن راه‌حل‌های واسطه‌گری، پیامد کارکرد کم ابزارهای اولیه بود. نبود لاستیک یدک، اگر پنچر نکنید، هیچ اهمیتی ندارد. آسیای شرقی لاستیک یدکی نداشت. اما آمریکا در سال 1990 و 1998 داشت."<sup>2</sup>

#### 1- مقدمه

در اقتصادهای آسیایی، بانک‌ها به شکل نسبی نهاد اصلی اجرای نقش حیاتی واسطه‌گری مالی<sup>3</sup> بودند. با توجه به انگیزه‌های مختلف دولت، بانک‌ها شبکه‌های شعبه‌ای گسترده‌ای جهت بهره‌برداری از پس‌اندازها و حذف انحصار اقتصاد ایجاد کردند و وام‌هایی به بخش دولتی و خصوصی پرداخت کردند. در واقع، فرهنگ تأمین مالی بانکی در بسیاری از کشورهای آسیایی ریشه عمیقی در استقراض‌کنندگان شرکتی دارد.

اتکای انحصاری به این منبع منفرد جهت دستیابی به سرمایه و واسطه‌گری هنگام وجود یک بحران مالی که مدام در حال قوت گرفتن و تضعیف‌شدن است، مشکل‌ساز خواهد بود. بحران شرق آسیا در سال 1997 اتفاقی از این نوع بود.

توانایی بازار اوراق شرکتی برای از بین بردن رکود، ارزش ایمنی مورد نیاز بیشتری را در شرایطی که بخش بانکی آسیب پذیر است، فراهم می‌آورد. برای مثال بخش بانکی آمریکا در سال

<sup>1</sup> - non-performing loans

2- گرین اسپان را ببینید (2000)

<sup>3</sup> - financial intermediation



1990، مشکلاتی را تجربه می‌کرد که مثالی روشن و ساختاری از چنین وضعیتی است. همچنین، در شرایطی که اعمالی توسط بانک‌های تجاری صورت می‌گرفت، مقیاس‌های احتیاطی بانک مرکزی به جبران اثر بالقوه تضعیف شده بازارهای اوراق قرضه شرکتی در بحران 1998 کمک می‌کرد. گسترش بازارهای اوراق قرضه بازده بالا و توسعه اخیر در بازارهای مشتقه اعتباری آمریکا به اهمیت لایه‌های مختلف و دستیابی به اعتبار، مدیریت و انتقال ریسک اعتباری اشاره می‌کند.

تجربه مثبت آمریکا می‌تواند به عنوان یک مدل اساسی مفید برای اقتصادهای آسیای در فرآیند ساخت مکمل برای واسطه‌گری مالی بانکی استنباط شود. با توسعه اقتصادهای آسیا و بازشدن فضا برای گردش مالی و معاملاتی، داشتن زیرساخت‌های لایه‌های متعدد واسطه‌گری مالی که در آن بانک‌های تجاری و بازارهای اوراق قرضه شرکتی پیشرفت می‌کنند، ضروری خواهد بود و رقابت سالم در ایجاد اعتبار و واسطه‌گری بوجود خواهد آورد. آنها همچنین نیاز بیشتری به مدیریت ریسک اعتباری بر مبنای بازار دارند. همه این موارد نیازمند برنامه ریزی دقیق و تلاش بسیار است. بقیه این مقاله به بحث مراحل حیاتی برای هموارکردن مسیر این فرآیند اختصاص دارد.

دو بخش مقاله، حوزه‌هایی را برمی‌شمارد که تلاش‌های توسعه‌ای باید به منظور ترقی بازار اوراق قرضه شرکتی تمرکز کند. در حالی که مناطق زیادی وجود دارند که نیازمند توجه همزمان سیاست‌گذاران و قانونگذاران هستند، مقاله به دو بخش مهم تقسیم می‌شود: الف- چارچوب قانونی، اصلاح ورشکستگی و مصونیت سرمایه‌گذار<sup>1</sup> (بخش 3) و ب- شفافیت بازارهای ثانویه در بدهی‌های شرکتی (بخش 4). بخش 5 به طور خلاصه بعضی موارد تعریف شده در بخش دو را مورد بحث قرار می‌دهد و نتیجه‌گیری نهایی را بیان می‌کند.

<sup>1</sup> - investor protection





## 2- بازارهای اوراق قرضه شرکتی در حال توسعه

توسعه موسسات مکمل و متعدد برای اجرای واسطه گری مالی زمانبر و هزینه بر است و در زمان کوتاه نمی تواند اجرا شود. تلاش های قابل توجهی که در این رابطه در اقتصاد آمریکا صورت گرفته است، مانند سایر فصل ها در این شماره به کفایت مورد بحث قرار خواهد گرفت. عرضه و تقاضای اعتبار و نقدینگی در جوهره اصلی واسطه گری مالی قرار دارد. به منظور توسعه راهی برای واسطه گری که ابتدا توسط بانک ها صورت می گرفته ، در بعضی بخش ها پیشرفت همزمان لازم است:

- ◆ جریان آزاد سرمایه<sup>1</sup> و نرخ های بهره مبتنی بر بازار<sup>2</sup>
- ◆ چارچوب نهادی، اصلاح ورشکستگی و مصونیت سرمایه گذار
- ◆ استانداردهای نظارت بر شرکت به منظور کاهش هزینه های اضافی نمایندگی و کنترل صرف به منظور کاهش بهای استقراض شرکت
- ◆ چارچوب قانونی محافظه کارانه که خود قانون گذاری را ترقی می دهد، اما اجرای قوانین افشاگرانه را ایجاب کند.
- ◆ تهیه منحنی بازدهی مبنای دولتی<sup>3</sup> قابل اتکا و ثابت، حتی وقتی که دولت فعالیت های دیگری انجام می دهد (تجربه استرالیایی ها و آمریکایی ها بیانگر منافع این سیاست ها است).
- ◆ افزایش شفافیت و کارایی بازارهای اولیه و ثانویه (انگیزه اخیر توسط کمیسیون بورس اوراق بهادار در آمریکا برای ایجاد سیستم رعایت و گزارشگری معاملات) جهت بررسی مناسب است.
- ◆ انتشار مبنای سرمایه گذار از طریق ایجاد صندوق های سرمایه گذاری در اوراق قرضه<sup>4</sup>
- ◆ دسترسی آزاد به بازارهای اعتباری و ارز

<sup>1</sup> - Free Flow of Capital

<sup>2</sup> - Market-Based Interest Rates

<sup>3</sup> - Government benchmark yield curves

4- ماو رمولونا (2005) بولتون بانک ذخیره استرالیا (2003) را ببینید.



♦ تدارک مکانیزم‌های بازار برای انتقال ریسک اعتباری، مثلا معاوضه قصور اعتباری<sup>1</sup>، تعهد بدهی تضمین شده<sup>2</sup> و ...

فصل‌های مختلفی در این شماره بر این موضوعات تمرکز کرده اند. لذا توجه خود را در این مقاله به موارد اصلاح ورشکستگی و شفافیت بازار معطوف می‌نماییم.

### 3- چارچوب قانونی، اصلاح ورشکستگی و مصونیت سرمایه گذار

احترام به قانون، ماهیت آیین نامه قانون و توانایی اجرای قراردادها، انگیزه قرض دهنده و قرض گیرنده برای شرکت در بازار اعتباری را تعیین می‌کنند. جدول 1 که بر مبنای مطالعات بانک جهانی و شرکت تامین مالی بین المللی است، مقایسه‌ای بین چند اقتصاد آسیا با بازارهای بالغ ارائه کرده است. شاخص حقوق قانونی<sup>3</sup> در ستون دوم، درجه و حدود قوانین ورشکستگی و ضمانت طراحی شده برای دسترسی بیشتر به اعتبار و دسترسی به وام دهندگان تضمینی و وثیقه‌ای را ارزیابی می‌کند، رتبه‌های بالا نشانگر دستیابی بهتر به اعتبار و وثیقه است.

در حالی که کره در تمام ابعاد پیشرفت قابل توجهی داشته است، به نظر می‌رسد سایر کشورهای آسیایی، نقص‌های ساختاری جدی داشته باشند. تاخیر اجرای قراردادها در هند، تایلند، مالزی و چین زیاد است. هنگامی که ایفای تعهدات مشکل است، بانک‌ها به بدهی کوتاه مدت اتکاء می‌کنند (مانند بحث مطرح شده در دیاموند (2004)). ممکن است عدم تطابق دارایی - بدهی مشکلات قابل توجهی برای قرض گیرندگان شرکتی اقتصاد آسیا ایجاد کند. به منظور کاهش عدم تطابق در سررسید و بهبود ظرفیت بدهی بخش شرکتی، تغییر ساختار در بخش هایی از چارچوب قانونی، قانون ورشکستگی و نظارت بر شرکت باید صورت بگیرد.

<sup>1</sup> -Credit Default Swap

<sup>2</sup> -Collateralised Debt Obligation

<sup>3</sup> - legal rights index



جدول 1					
کشور	شاخص حقوق قانونی قرض گیرنده و قرض دهنده	زمان اجرای قرارداد(روز)	هزینه اجرای قرارداد(درصدی از بدهی)	دوره ورشکستگی (سال)	هزینه ورشکستگی (درصدی از دارایی ها)
چین	2	241	25,5	2,4	18
هند	4	425	43,1	10	8
کره	6	75	5,4	1,5	4
مالزی	2	300	20,2	2,3	18
تایلند	5	390	13,4	2,6	38
آسیا	5	286	22	4	17
بازارهای بالغ	7	165	9	2	7

منبع: فصل 5 "روندهای اخیر در تامین مالی شرکتی"، گزارش ثبات مالی جهانی، آوریل.

بعلاوه، مدت فرآیند ورشکستگی در هند 10 سال است و هزینه های ورشکستگی در دامنه بین 38% در تایلند تا 4% در کره متغیر هستند. به طور میانگین، هزینه ورشکستگی در آسیا 17% است که این رقم با میانگین 7% در اقتصادهای توسعه یافته قابل مقایسه است.

هزینه های پیش بینی شده استقراض، این هزینه ها را منعکس خواهد کرد. قرض دهندگان منطقی بابت مشارکت در بازارهای با الزام قراردادی ضعیف و رویه های ورشکستگی سست، صرفی را در نظر گیرند. در این محدودیت، ظرفیت بدهی اقتصاد به طور معکوس تحت تاثیر این نواقص قرار می گیرد. بسیاری از اقتصادهای در حال رشد آسیا شامل چین و هند، اصلاح ساختار آیین نامه های ورشکستگی<sup>1</sup> را انجام داده اند. در بحث راجع به اینکه جنبه های بی اهمیت ورشکستگی چیست؟ هارت<sup>2</sup> (1999) جنبه های زیر را معرفی کرده است. اول آیین نامه باید قرض گیرندگان را از بابت عدم انجام الزامات قانونی جریمه کند، که شامل تعلیق تقسیم سود و

<sup>1</sup> -Bankruptcy codes

<sup>2</sup> -Hart



اجرای کامل حق اولویت در حالت ورشکستگی است. دوم آیین نامه باید پیامدهای معطوف به گذشته کارآمد را ارائه کند. برای مثال ارزش کل ادعاها باید بیشینه شود. این موضوع در عمل مشکل است، چون بستانکاران تضمین شده ممکن است گرایش به انحلال داشته باشند و مدیران شاید گرایش به ادامه فعالیت. سوم، آیین نامه باید برای قرض دهندگان در فرآیند حل مشکل فشار مالی راه حل ارائه کند. بویژه این فرآیند باید قرض گیرندگان شرکتی را که در حال حاضر پا بر جا هستند و به طوره بالقوه احتمال انحلال آنها می رود، مجاز سازد که فرصت تجدید ساختار را پیدا کنند تا مجبور به انحلال شوند. مذاکرات مجدد بدهی، بخشودگی مقطعی بدهی های گذشته و پیشنهادات معاوضه در این حالت زیاد است. تشویق توسعه مکانیزم هایی از قبیل **تامین مالی با حق تصرف بدهکار**<sup>1</sup> برای قرض گیرندگان در وضعیت های وجود فشار مالی، مهم بشمار می آید. تامین کنندگان منابع با حق تصرف بدهکار برای موسسات بحران زده ی تحت فشار مالی، نقدینگی ایجاد می کنند. به منظور تشویق این مکانیزم ها، آیین نامه ورشکستگی باید حق ارجحیت زیادی برای این وام دهندگان ایجاد کند.

به منظور مصونیت سرمایه گذار، باید ارزیابی نماییم که چگونه اقتصادهای مطلوب آسیایی با کشورهای G-3 که خود از تقلب شرکت مصون نیستند؛ مانند موارد **وردکام و انرون** مقایسه می گردد. برآوردهایی راجع به چگونگی توجه به استانداردهای حسابداری، نقش قانون، کارایی قضایی و ریسک سلب مالکیت<sup>2</sup> و **نقض قرارداد**<sup>3</sup> توسط اقتصادهای مطلوب آسیا ارائه خواهد شد. منبع این اطلاعات (جدول 2)، **موسسه بین المللی نظارت شرکتی و صندوق پول بین المللی**<sup>4</sup> می باشند. نمره های پایین در هر بخش بیانگر استانداردهای ضعیف است و نمرات بالا بیانگر استاندارد قوی. جدول 2 نشان می دهد که کشورهای آسیا راه هایی پیش رو دارند که می توانند

<sup>1</sup> - Debtor in Possession (DIP) financing

<sup>2</sup> - expropriation risk

<sup>3</sup> - contract repudiation

<sup>4</sup> - International Institute for Corporate Governance and the IMF



سرمایه گذاران را متقاعد سازند که ریسک سلب مالکیت و نقض قرارداد قابل ملاحظه نیست. اثربخشی قضایی خصوصاً در تایلند، هم چنان یک مشکل اصلی است.

جدول 2					
کشور	استانداردهای حسابداری	مقررات قانونی	کارایی قضایی	نقض قرارداد	خطر سلب مالکیت
هند	5,7	4,2	8	6,1	7,8
کره	6,2	5,4	6	8,6	8,3
مالزی	7,6	6,8	9	7,4	8
تایلند	6,4	6,3	3,3	7,6	7,4
G-3	6,5	5,7	6,6	7,4	7,9
	6,6	9,4	9,7	9,5	9,9

توجه کنید که کشورهای G-3 تمام ابعاد به جز استانداردهای حسابداری نمره بالاتر از 9/5 دارند. در بخش مقررات قانونی، کشورهای آسیایی در مقایسه با کشورهای G-3 ضعیف هستند. زیرساخت‌های سرمایه گذاری بزرگ، مانند ساختن بزرگراه‌ها، بنادر، طرح‌های نیروگاهی و ... محیط مناسبی برای توسعه بازار اوراق قرضه ایجاد می‌کند. این مورد در چین کاملاً درست بوده است و در هند نیز امکان آن زیاد است. به هر حال، به منظور تضمین این که سرمایه گذاران به اوراق قرضه دولتی و شرکتی به عنوان بخش مرکزی بعد سرمایه گذاری خود نگاه کنند، بهبود تجدید ساختارهای قضایی و قانونی به منظور اجرای سریع و کامل قراردادها، با توجه به مقررات قانونی و راه حل بحران مالی، الزامی به نظر می‌رسد. همان طور که در جدول 2 نشان داده شده است، نقض قرارداد و ریسک سلب مالکیت، حوزه‌های خاصی هستند که نیازمند بهبود هستند.



#### 4- بازارهای اولیه و ثانویه کارای در حال توسعه

تعهدات بدهی شرکتی از لحاظ ابعاد مختلف تغییر می‌کند: مانند کیفیت اعتباری (که در نمایندگی‌های رتبه بندی منعکس می‌شود)؛ سرمایه‌های بازارها (اندازه بازار از چند میلیون دلار تا بیش از 1-2 میلیارد دلار متغییر است)؛ الزامات قراردادی<sup>1</sup> (قابلیت بازخرید، قابلیت تبدیل و مانند آن)، ارشد بودن<sup>2</sup> (ارشد یا زیر دست بودن)؛ ایمنی (تضمین شدن یا نشدن) و غیره. تمامی موارد ذکر شده به این معناست که اوراق قرضه شرکتی (برخلاف بدهی دولت در بسیاری از اقتصادها) وسیله‌ای برای معطوف کردن به خود قراردادهای معاملاتی نمی باشد که به خوبی قراردادهای استاندارد شده مانند پیمان های آتی عمل کنند.

وجود عدم تقارن اطلاعات قابل توجه بین قرض گیرندگان شرکتی و قرض دهندگان به این معنی است که بازار اولیه جایی است که افزایش سرمایه قرض گیرندگان شرکتی باید منعکس کننده تنوع قرض گیرندگان شرکتی باشد. قرض گیرندگان شرکتی با رتبه بالا که در طول یک دوره زمانی، اعتبار خود را از طریق استقراض مکرر و بازپرداخت بموقع تثبیت کرده اند، استقراض اوراق قرضه شرکتی فرصتی برای عدم واسطه گری ایجاد می‌کند. قرض گیرندگان می‌توانند بخش بانکی را کنار گذارند و از پس انداز خود استفاده کنند، که بموجب آن هزینه واسطه گری بانک کاهش می‌یابد.

برای قرض گیرندگان شرکتی بزرگ، بازارهای اوراق قرضه عمومی با انتشار اوراق ثبت شده گزینه بسیار مطلوبی خواهد بود. برای سایر قرض گیرندگان شرکتی، اعتبار بانکی همچنان گزینه برتر خواهد بود. برای قرض گیرندگان بدون رتبه سرمایه گذاری، حالت ارتجاعی ادامه دار بازار اوراق قرضه با بازده بالا در آمریکا در چند دهه گذشته اشاره‌ای است به اینکه بازارهای اوراق قرضه عمومی ممکن است ثابت کنند که گزینه ای ارزشمند برای پایین ترین انتهای طیف اعتباری

<sup>1</sup> - contractual provisions

<sup>2</sup> - seniority



قرار دارند. در زمانی که تقاضای سرمایه گذاران قوی است، قرض گیرندگان شرکتی می توانند از انتشار اوراق عمومی به جای برخی بانک ها استفاده کنند، چون تعهد سنگینی ندارد و می تواند کامل و بدون وثیقه باشد. موارد دیگری نیز وجود دارد مانند زمانی که دسترسی به بازارهای با بازدهی بالا، هزینه بر است (به دلیل کاهش تقاضا از سوی سرمایه گذاران و نیاز به نظارت بیشتر بر قرض گیرندگان توسط قرض دهندگان)، که در این مورد قرض گیرندگان شرکتی وامهای بانکی را ترجیح می دهند. این امکان جایگزینی نیازمند بهبود شفافیت، نقدینگی و حتی بازار اوراق قرضه کارا است.

جهت اطمینان از مشارکت وسیع سرمایه گذاران جزیی و نهادی، توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی شفاف لازم است. شفافیت بازار می تواند به عنوان افزایش دسترسی به اطلاعات مرتبط با فرصت های جدید برای معامله و معاملاتی که قبلاً انجام گرفته است، تعریف شود.<sup>1</sup> دو مفهوم از شفافیت وجود دارد: شفافیت قبل از معامله و بعد از معامله.<sup>2</sup> شفافیت قبل از معامله به اطلاعات مربوط به فرصت های حجم و قیمت در بازار اشاره می کند. این شفافیت شامل این موارد می شود: الف) قیمت های عرضه و پیشنهادی شرکت و مقدار بازارگردان هایی که در آن قیمت حاضر به معامله هستند، ب) در بازارهای چند معامله گری (مانند بازار اوراق قرضه) ترکیب یا جمع آوری قیمت های عرضه و پیشنهادی به همراه مقدار مربوط به آن قیمت ها در بین تمام بازارگردان ها (یا تعداد ممکن)، ج) وجود مکانیزم های ترکیبی موثر که منجر به کاهش هزینه جستجو برای سرمایه گذاران بالقوه، از طریق ایجاد تصویری از فرصت های سرمایه گذاری به وسیله معامله گران مختلف

<sup>1</sup> - سازمان بین المللی کمیسیون اوراق بهادار: اهداف IOSCO و اصول قانون اوراق بهادار سایت <http://www.iosco.org/pabdocs/pdf/looscopd&I-English.pdf>

<sup>2</sup> - pre-trade and post-trade transparency



برای سرمایه گذاران می‌شود.<sup>1</sup> GOVPX و سایر مکانیزم‌های ترکیبی این نوع شفافیت را در بازارهای سود ثابت آمریکا فراهم می‌کنند.

اطلاعات پس از معامله، شامل قیمت و حجم تمام مبادلات شخصی می‌شود که در واقع در بازار زمانی که یک سرمایه گذار بالقوه در حال بررسی معامله است، اتفاق می‌افتد. شفافیت پس از معامله بازار بیانگر اطلاعاتی است که سرمایه گذار پس از معامله راجع به آن خواهد داشت، که به آن‌ها برای ارزیابی کیفیت اجرای مبادلات مرتبط با معاملات اخیر کمک می‌کند. در این جا نیز، وجود مکانیزم‌های ترکیبی هزینه جست و جو برای سرمایه گذاران بالقوه را به وسیله ایجاد تصویری از سفارش‌های خرید و فروش با معامله گران مختلف مانند کیفیت اجرا کاهش می‌دهد. در بازاری که شفافیت قبل از معامله و بعد از معامله ضعیف است، کسب اطلاعات راجع به علایق خرید و فروش یا کیفیت معامله های انجام شده قبلی، هزینه بر و زمانبر است. در نتیجه، قیمت‌ها به شکل کارا منعکس کننده تمایلات خرید و فروش فعلی بازار نیستند که می‌تواند به اجرای ضعیف معاملات منجر شود. سرمایه گذاران ممکن است، قیمت‌هایی را پرداخت یا دریافت کنند که لزوماً بهترین مورد در بازار موجود، نمی‌باشد.

فعالیت‌های معاملاتی بیشتر در بازارهای ثانویه (که بر حسب تعداد معاملات و قیمت‌های پیشنهادی بیان می‌شود)، پراکندگی محدود قیمت عرضه و حراج و تمایل برای انجام معاملات بیشتر در پیشنهاد خرید ارائه شده، نشانه های ارزشمندی درباره قیمت گذاری صحیح اوراق بهادار مورد نظر می‌باشد و منجر به کارایی بیشتر بازار می‌شود. بازاری که دارای الف) شفافیت ضعیف، ب) فعالیت معاملاتی کم و ج) پراکندگی زیاد قیمت های عرضه و پیشنهادی می باشد،

1- Govpx منبع راهنمای 24 ساعته، توزیع جهانی قیمت های بازار خزانه داری و بانک اطلاعاتی فعالیت های معاملات جهانی معامله گران اولیه از طریق کارگزاران بین معامله گری برای تمام اوراق خزانه آمریکا، توافق بازخرید و معامله و معاوضه تاخت است.





بازاری است که اطلاعات مربوط به قیمت ها در آن به آسانی در دسترس نیست و اطلاعات قیمت گذاری در این بازار به احتمال زیاد ناکافی می باشد.

برای اوراق قرضه شرکتی، اطلاعات مربوط برای قیمت گذاری شامل متغیرهای زیر است:

الف- احتمال اینکه ناشر در تعهدات خود قصور کند ،

ب- مقدار ضرری که سرمایه گذار در اوراق قرضه، ممکن است در حالت قصور متحمل شود،

ج- ارزش بازار و دسترس بودن دارایی ها که به عنوان پشتوانه انتشار اوراق قرضه است، و

د- شرایط اقتصادی کلان (سطح نرخ بهره، انتظارات تورمی<sup>1</sup>، توسعه و غیره ....

آخرین فاکتور اشاره‌هایی به عواید آتی و ارزش تسویه دارایی‌ها در حالت ورشکستگی دارد.

وجود بازار های معاوضه‌ای<sup>2</sup> در صورت قصور اعتباری و محاسبه فراوانی قصور موردنظر با استفاده

از قیمت های سرمایه، به بهبود کارایی اطلاعاتی در بخش‌هایی از بازار اوراق قرضه شرکتی که در

آن، قراردادهای به شکل فعال مورد معامله قرار می گیرند، کمک کرده است.

## 5- نتیجه گیری

تمرکز این مقاله بر نیاز به انجام اصلاحات ساختاری در بخش‌های قانونی ورشکستگی، الزام

قراردادی حقوقی، نظارت شرکتی و مصونیت سرمایه گذار و همچنین موارد مرتبط با بهبود توسط

بازارهای اوراق قرضه شرکتی با تأکید خاص بر اهمیت شفافیت و کشف قیمت موثر است. در

نتیجه، قصد دارم به مورد دیگری که باید شرح داده شود اشاره کنم: وجود یک منحنی بازدهی

مبنای دولتی نقدینگی و قابل اتکاء<sup>3</sup>. این منحنی دولتی به قرض گیرندگان شرکتی هزینه

استقراض بدون ریسک در سررسیدهای مختلف را نشان می‌دهد. این نرخ استقراض مبنای بدون

<sup>1</sup> -Inflationary Expectation

<sup>2</sup> - swap markets

<sup>3</sup> - liquid government benchmark yield curve



بهره در هر سررسید، مشکل در نظر گرفتن هزینه استقراض شرکتی را به منظور تعیین پراکندگی نرخ استقراض بدون ریسک، کاهش می‌دهد. این پراکندگی، جبران خسارتی است که قرض دهندگان بالقوه برای تحمل الف) ریسک اعتباری افزایش یافته ب) ریسک تسویه افزایش یافته ج) ریسک های قراردادی پیچیده تر (برای مثال قابلیت بازخرید) و د) هر گونه تفاوت مالیاتی احتمالی درخواست می‌کنند.

در دوران کسری، اکثر دولت‌ها رو به اسقراض می‌آورند، لذا دسترسی به مبنای دولتی معمولاً مشکل بزرگی نیست. قضاوت برای استقراض یک دولت با اقتصادی که هر ساله مازاد آن کاهش می‌یابد، سخت تر می‌شود. تصمیم اخیر توسط دولت استرالیا و بانک ذخیره استرالیا جهت تلفیق مبنای و ادامه استقراض با توجه به مازاد ایجاد شده در اقتصاد استرالیا، قابل توجه است.

آیا برای یک دولت، ایجاد مبنای بقیه بازارهای اعتباری باعث ایجاد رفاه می‌شود؟ اوراق قرضه دولتی نقش خاصی در تدارک نقدینگی برای بخش خصوصی که نمی‌تواند بوسلیه ابزارهای سایر بخش‌های خصوصی تامین شود، ایفا می‌کند. آنها نقش "پناهگاه"<sup>۱</sup> را در دوره بحران ایفا می‌کنند و به عنوان یک پیشنهاد، صرف پیش بینی شده را برای سرمایه گذارانی که خواهان پرداخت قیمت بیشتر جهت بیمه کردن خود در برابر بحران های نقدینگی آتی هستند، توصیه می‌کنند. علاوه بر این، ارزش اطلاعات نموی اوراق قرضه دولتی همزمان با افزایش مدت اوراق قرضه، بیشتر می‌شود. تمام این موارد اشاره به این موضوع دارد که ممکن است اوراق قرضه دولتی در یک اقتصاد ارزش خاصی برای سرمایه گذاران داشته باشد و در نهایت صرف بیشتری را توصیه کند. لذا، با عرضه چنین اوراق قرضه ای، دولت‌ها ممکن است قادر به استقراض ارزان تر شوند و در همان زمان، مکانیزم کشف قیمت مهمی برای قرض گیرندگان شرکتی فراهم کنند.

<sup>۱</sup> - safe havens

## فصل هشتم

### شفافیت و زیر ساختار بازار اوراق قرضه شرکتی – تجربه کشور امریکا امی کی ادوارد<sup>1</sup>

بسیاری از کشورهای آسیا و حوزه اقیانوسیه به سرعت بازارهای داخلی اوراق قرضه شرکتی را توسعه داده اند. کارایی بلند مدت این بازارها تا حدودی بستگی به این موضوع دارد که آیا بازارهای ثانویه، دستیابی به بازارهای سرمایه کارا را آسان می کنند یا خیر؟ بازار اوراق قرضه شرکتی امریکا به گونه ای بوده است که ساختارش را خود تعیین می نمود، اما اخیراً قانون گذاران شفافیت پس از معامله را ارتقاء داده اند. این مقاله نکاتی را پیرامون تاریخچه زیر ساختار بازار

1- اقتصاددان مالی در کمیسیون بورس و اوراق بهادار امریکا. برخی از مطالب مطروحه در این مقاله بر گرفته از سمیناری با عنوان "شفاف سازی بازار اوراق قرضه امریکا" است که او به کمک همکاری در کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC)، گردون فولر، دور میهن و میشل پایور ارائه نموده است. نویسندگان از پیشنهادات چستر اسپات، جری لامر، دور میهن، میشل گاو و مایک پایور قدردانی می کنند. کمیسیون بورس و اوراق بهادار مسئولیت هر گونه انتشار خصوصی یا بیانیه هر کمیسویی یا کارمند SEC را از خود سلب می کند. این مقاله بیانگر دیدگاه نویسنده است و لزوماً به معنی همسوئی کمیسیون یا اعضای آن با نظرات نویسنده نیست.



اوراق قرضه شرکتی با هدف آگاهی تنظیم کنندگان و قانونگذاران از شفافیت مورد نظر بیان می‌کند:

- مداخله قانونی گاهی اوقات برای شفاف بودن بازار ضروری است.
- شفاف سازی بدون محرک های بازار، تأثیر کمی دارد.
- شفاف سازی پس از معامله، با ارائه شواهد معامله، هم برای سرمایه گذاران عمده و هم برای سرمایه گذاران جزئی مفید است.
- گزارشگری معامله باید به گونه‌ای باشد که شفاف سازی پس از معامله شرکتها برای قانون گذارانی مانند انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار<sup>1</sup> و کمیسیون بورس و اوراق بهادار<sup>2</sup> ابزاری جهت تنظیم کارایی بیشتر بازار فراهم سازد.

در بخش بعدی مبحثی پیرامون ساختار بازار اوراق قرضه شرکتی امریکا ارائه و سپس هر یک از نکات ارائه شده در بالا توضیح داده می‌شود.

### ساختار بازار اوراق قرضه شرکتی امریکا

اکثر معاملات اوراق قرضه شرکتی امریکا در بازار خارج از بورس<sup>3</sup> رخ می‌دهد. کارگزاران معامله گر<sup>4</sup> اکثر معاملات مشتری را به طریق عمده اجرا می‌کنند و در بازار معامله داخلی، اوراق بهادار مورد نظر خود را برای مشتریان یا برای مدیریت موجودی های خود معامله می‌کنند.

<sup>1</sup> - The National Association of Securities Dealers(NASD)

<sup>2</sup> - Securities and Exchange Commission(SEC)

<sup>3</sup> - Over The Counter(OTC)

<sup>4</sup> - Broker dealers



بازار اوراق قرضه شرکتی امریکا دارای یک سیستم مظنه بازار معامله گری داخلی متمرکز<sup>1</sup> نیست، و بنابراین نمی تواند به عنوان یک بازار معاملاتی با قیمت اعلام شده یا بازار حراج بصورت سفارشی باشد. در بخش نهادی، شاخص های آزاد بهره بین مشتریان آماده توزیع، و معامله ابتدا از طریق مذاکرات تلفنی یا الکترونیکی (از طریق ایمیل) انجام می شود. معامله مشتری جزئی، نیز از طریق تلفن انجام می شود.<sup>2</sup> با این وجود، اخیراً روند هر دو بخش، به سمت مذاکره و اجرای الکترونیکی حرکت کرده است.<sup>3</sup>

این بازار با مداخله قانونی کم به یک نظم قابل قبول دست یافته است. علاوه بر بایس و گرین<sup>4</sup> (2005)، بورس سهام نیویورک<sup>5</sup>، بر بازار اوراق قرضه شهرداری ها و شرکت ها، تا زمانی که معامله آنها در دهه 1940 به بازار خارج از بورس انتقال یافت، مسلط بود. بایس و گرین (2005) در انتقال به تغییرات قانونی شرکت نکردند، اما به جای آن به رشد زیادی در معامله نهادی دست یافتند. امروزه، سیستم اتوماتیک اوراق قرضه بورس نیویورک<sup>6</sup>، یک پایگاه سفارشی محدود الکترونیکی، کمتر از 5 درصد از اوراق قرضه های شرکتی را بر حسب واحد دلاری فهرست می کند و حدود 1% از کل معامله های گزارش شده را جذب می کند. بورس نیویورک اخیراً درصدد افزایش سهم بازار خود از طریق درخواست تصویب قانونی شده است که کارگزاران معامله گر را مجاز می سازد تا اوراق قرضه شرکتهای فهرست شده را بدون اینکه اوراق نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار ثبت شوند، معامله کنند.<sup>7</sup>

<sup>1</sup> - Centralised inter-dealer quotation system

1- "گزارش کمیسیون بورس و اوراق بهادار امریکا به کنگره: تأثیر تکنولوژی بر بازارهای اوراق بهادار" در سال 1996 را ملاحظه نمایید.

2- به "تجارت الکترونیک در بازارهای سود ثابت: بررسی سیستم های معاملات الکترونیکی سال 2005" کانون بازار اوراق قرضه (BMA)، دسامبر 2005 مراجعه نمایید.

<sup>4</sup> - Biais and Green

<sup>5</sup> - New York Stock Exchange (NYSE)

<sup>6</sup> - automated bond system (ABS)

6- بیانیه شماره 51999-34، SEC، را ملاحظه نمایید. پوشه شماره 69-2004-SR-NYSE-، 8 جولای 2006



### شفاف سازی ناشی از مداخله قانونی

در حدود سال 1998، مشکلاتی بوجود آمد که بازار اوراق قرضه شرکتی امریکا نتوانست بازار رقابتی کامل ایجاد کند.<sup>1</sup> علاوه بر این، تا اواسط سال 1998، نیروهای رقابتی نتوانستند بسیاری از نوآوری های تکنولوژی در معامله را که سایر بازارهای ثانویه در امریکا به آن دست یافته بودند، در اختیار بگیرند.<sup>2</sup> با توجه به اینکه ساختار بازار معامله گری بر مبنای روابط رقابت می کند، تعجب آور نیست که مداخله قانونی جهت افزایش شفافیت بازار اوراق قرضه شرکتی امریکا ضروری بوده باشد.<sup>3</sup> در حقیقت، بهبود شفاف سازی در بازارهای معامله گری امریکا، اغلب ناشی از تشویق یا مداخله قانونی است. به عنوان مثال، برخی از بهبودهای شفاف سازی در بازار سهام نزدیک<sup>4</sup> (بازار معامله گری خارج از بورس سنتی)، نتیجه ملاحظات قانونی پیشنهادی توسط معامله گران بود.<sup>5</sup> در پاسخ به درخواست رئیس کمیسیون بورس و اوراق بهادار، آرتور لویت<sup>6</sup>، انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار شفاف سازی قیمت ها در بخش اوراق قرضه شرکتی را در بازار خارج از بورس از طریق سیستم رعایت و گزارشگری معاملات اجرا نمود.<sup>7</sup> این سیستم گزارشگری و شفافیت معاملات بازارهای خارج از بورس را در اوراق قرضه شرکتی پوشش می دهد. این کار در جولای 2002 شروع شد و در طی مراحل انجام شده است.

1 - آرتور لویت "اهمیت شفافیت در بازار بدهی امریکا"، توسط آرتور لویت، رئیس SEC، در مرکز مطالعات مریا، نیویورک، 4 سپتامبر 1998.  
2 - پائولو دی یو "هرگز از یک معامله گر اوراق گذر نکنید" بیزنس ویک، 4 مارس 1998 و اظهارات مدنی - ای فوندرن قبل از بیانات کمیته فرعی نمایندگان مجلس امریکا در مورد تامین مالی و ریسک، تجارت الکترونیک، سرمایه گذاری آن لاین، 18 ژوئن 1998  
3 - BMA سیستمی برای ارتقاء شفافیت، بعد از توافق NASD با لویت مبنی بر افزایش شفافیت، و متعاقب بررسی شفاف سازی انجام شده توسط کمیته فرعی نمایندگان مجلس امریکا و موارد اتفافی رخ داده در سپتامبر 1998 ایجاد نمود. با این وجود نوآوری نشئت گرفته از بازار BMA، اهداف شفاف سازی مورد تاکید توسط لویت در سخنرانی 9 سپتامبر 1998 او را کمتر برآورده کرد.

4 - Nqsdq stock market

5 - یادداشت 82 از بیانیه قانون بورس اوراق بهادار شماره 32019 - 34 را ملاحظه نمایید. فایل شماره SEC. SR-NASD-92-45، 19 مارس 1993. همچنین، برای توضیحات نظری و مخارج نبود یک شفافیت دلخواه در بازارهای داد و ستد به مدهاون (1995) و گانگ (2005) مراجعه کنید.

6 - Arthur Levitt

7 - بررسی بازار بدهی اجرا شده توسط بخش مقررات بازار و شامل شده در مدارک کمیته فرعی نمایندگان مجلس امریکا درباره تامین مالی و بررسی موارد بحرانی مربوط به بهبود رقابت قیمت برای صندوق های مشترک سرمایه گذاری و اوراق قرضه، 29 دسامبر 1998؛ و بیانیه قانون بورس اوراق بهادار شماره 43873 - 34، فایل شماره SEC, SR-NASD-99-65، 23 ژانویه 2001 را ملاحظه کنید.



قبل از سیستم رعایت و گزارشگری معاملات، سیستم گزارشگری سود ثابت<sup>1</sup>، درجه کمی از شفافیت اوراق قرضه شرکتی با نرخ بالا را فراهم می نمود. این سیستم از سال 1994 تا 2002 اجرا می شد و نتیجه مداخله قانونی بخشی به نظر می رسید که تا حدودی نیازمند نظارت بهتر بر بازارهای بدهی با بازدهی بالا برای معامله داخلی (عضو سیستم) بود.<sup>2</sup>

از آنجا که هر معامله در اوراق قرضه ی با نرخ بالا، بلند مدت و غیر قابل تبدیل به سیستم گزارشگری سود ثابت گزارش می شد، شفافیت ایجاد شده توسط این سیستم، به خلاصه هایی از معاملات و مظنه قیمت های یک جانبه در 50 اوراق قرضه در یک زمان محدود می گردید. متأسفانه، این سیستم "بیشتر از ارزش اسمی"<sup>3</sup> نبود.<sup>4</sup>

هنگامی که سیستم رعایت و گزارشگری معاملات جایگزین سیستم گزارشگری سود ثابت شد، شفاف سازی قبل از معامله از قیمت های اعلام شده حذف شد و شفاف سازی پس از معامله تقویت و توسعه گردید. از جولای 2002، مقرر شد تمام معاملات در اوراق قرضه واجد شرایط از نظر این سیستم، به انجمن ملی معامله گران اوراق بهادر گزارش شود. در اوایل کار، معامله گران هفتاد و پنج دقیقه زمان برای گزارش معامله داشتند، اما اکنون تنها پانزده دقیقه وقت دارند. به دلیل ملاحظات صنعت، این انجمن به طور تدریجی شفاف سازی را انجام می داد. در 7 فوریه 2005، 99 درصد از معاملات سیستم رعایت و گزارشگری معاملات (95 درصد ارزش اسمی)، به محض اینکه توسط معامله گران گزارش می شد، شفاف سازی می گردید.<sup>5</sup> اگر پیشنهاد 28 اکتبر 2005 این انجمن تصویب شود، تمام معاملات این سیستم بلافاصله با دریافت گزارش معامله،

<sup>1</sup> - Fixed Income Reporting System (FIPS)

<sup>2</sup> - بیانیه قانون بورس اوراق بهادار شماره 32019-34، فایل شماره SR-NASD-92-45، 19 مارس 1993؛ نامه ریچارد سی برین، رئیس SEC به دونالد ری گل، رئیس کمیته بانکداری؛ و "گزارش بخش مقررات بازار مربوط به شفافیت در بازار اوراق بدهی با نرخ بازده بالا"، 6 سپتامبر 1991 را ببینید.

<sup>3</sup> - up to par

<sup>4</sup> - آرتور لوی، "اهمیت شفافیت در اوراق بدهی آمریکا"، ارائه شده در مرکز مطالعات جمعی، NY, NY، 9 سپتامبر 1998 را ببینید.

<sup>5</sup> - معاملات بازار بعدی در اوراق قرضه های با رتبه BBB یا کمتر و معاملات بزرگتر در اوراق قرضه های با نرخ بازده بالاتر و فعالیت کمتر، با تأخیر بیش از 10 روز شفاف سازی می شوند. علاوه بر این، اندازه معامله برای معاملات 1 میلیون دلاری آمریکا یا بیشتر در اوراق قرضه با نرخ بازده بالا و 5 میلیون دلاری یا بیشتر در اوراق قرضه های مطلوب سرمایه گذاری کاهش داده می شود.



شفاف سازی می شود، به این معنی که سیستم رعایت و گزارشگری معاملات به طور کامل اجرا شده است.<sup>1</sup>

همانگونه که قبلاً اشاره شد، این سیستم تنها شفاف سازی پس از معامله را فراهم می کند، بدین معنی که هیچ مظنه قیمتی قبل از معامله وجود ندارد. از آنجا که بورس سهام نیویورک برخی شفافیت های پیش از معامله را که از سفارش های محدود مشتری نمایان شده است، فراهم می سازد؛ نبود فهرست ها و فعالیت ها تأثیر این شفاف سازی را محدود می کند. علاوه بر این، نه این سیستم و نه بورس سهام نیویورک به طور صریح، شرکای بازار را شناسایی نمی کنند، بدین مفهوم که معامله گران می توانند به طور بی نام در شفاف سازی بورس سهام نیویورک و سیستم رعایت و گزارشگری معاملات باقی بمانند.<sup>2</sup>

توجه داشته باشید که این سیستم شامل اوراق بهاداری نیست که ممکن است اوراق بدهی نامیده شوند. این سیستم شامل اوراق قرضه ی معمولی و قابل تبدیل، بلند مدت و میان مدت، با نرخ بازدهی بالا و درجه اعتبار سرمایه گذاری بالا می باشد. به این دلیل که معامله در اوراق قرضه منتشره طبق قانون 144A باید به بورس سهام نیویورک گزارش شود، چنین معاملاتی به طور خاص از انتشار مستثنی می گردند.<sup>3</sup> معامله اوراق بهادار با پشتوانه دارایی و اوراق تجاری نیازمند گزارش به بورس سهام نیویورک نیستند و معامله در این گونه ابزارها شفاف نیست.

همچنین دقت کنید که افزایش شفافیت لزوماً ساختار بازار اوراق قرضه شرکتی را تعدیل می کند و نه بازار اوراق قرضه را به سمت یک مدل بازار سرمایه حرکت می دهد. اگر شفافیت، ساختار بازار اوراق قرضه شرکتی امریکا را تعدیل کند، به این دلیل خواهد بود که شفافیت منجر به نوآوری بازارهای بعدی می شود.

1- بیانیه شماره 52700-34 قانون بورس اوراق بهادار، فایل شماره SEC,SR-NASD-2005-120، 28 اکتبر 2005 را ملاحظه نمایید.

2- اکثر معاملات OTC اخیر، از طریق تلفن انجام می شود، بنابراین بی نام نیست.

3- قانون 144A، موارد خاصی را منتشر می کند که می توانند تنها از طریق خریداران نهادی واجد شرایط (QIBs) معامله شوند.





## نوآوری های بعدی بازار

اگر شفاف سازی از طریق قوانین تحمیل شود، نیروهای رقابتی نیازمند رسیدن به مزایای کامل آن هستند. به عنوان مثال، شفاف سازی سیستم رعایت و گزارشگری معاملات می تواند به حرکت آهسته قوانین به سمت ایجاد دسترسی به اطلاعات بیشتر تشبیه گردد. با این وجود، قانون گذاران نمی توانند تمام شرکا و فعالان بازار را به استفاده از اطلاعات مجبور سازند. در عوض، انتشار نهایی اطلاعات به معامله گران، مؤسسات، سرمایه گذاران نهادی و جزئی و سایر افراد، بستگی به نیروهای بازار دارد. قانون گذاران می توانند در جهت سرعت بخشیدن به تغییرات از طریق آموزش سرمایه گذار تلاش کنند، اما نهایتاً شفافیت در صورتی که تقاضایی برای اطلاعات نباشد، محدود خواهد شد.

از لحاظ تئوری، شفافیت رقابت بیشتر را ارتقاء می دهد، این رقابت ممکن است نهایتاً منتهی به ساختار جدید بازار شود (اگر کاراتر از ساختار بازار فعلی باشد). شواهدی پیرامون تغییر با اهمیت در ساختار اساسی بازار اوراق قرضه شرکتی امریکا از شروع این سیستم، طی سه سال قبل تاکنون وجود ندارد.

با این وجود، شفافیت منجر به ایجاد نوآوری و تحرک در بازار، به خصوص در ایجاد محصولات و خدمات جدید می شود. با شروع این سیستم، بورس سهام امریکا دو صندوق سرمایه گذاری بورسی<sup>1</sup> شامل اوراق قرضه با درجه مطلوب سرمایه گذاری را فهرست کرده است.<sup>2</sup> CBOE همچنین فهرستی از حق اختیار خریدهای مربوط به اوراق قرضه ی شرکتی پیشنهاد کرده است.<sup>3</sup> برخی کارگزاران به جای بومی سازی<sup>4</sup> و افشای حق الزحمه به سرمایه گذاران در تهیه قیمت های

<sup>1</sup> - Exchange- traded funds(ETFs)

(ishares Lehman Aggregate Bond Fund) AGG و (I Shares GS \$ InvesTop tm Corporqte Bord Fund) LQD -2

3- فایل شماره 41-2003-CBOE-SEC, 24 اگوست 2005 را ملاحظه کنید.

<sup>4</sup> - internalising



سیستم رعایت و گزارشگری معاملات برای مشتریان و اجرای معاملات نمایندگی با یکدیگر رقابت می‌کنند.<sup>1</sup>

سر انجام فروشندگانی مانند بلومبرگ<sup>2</sup>، باند دسک<sup>3</sup> و مارکت اکسس<sup>4</sup> در تهیه تجزیه و تحلیل ارزش افزوده اطلاعات این سیستم برای مشتریان با یکدیگر رقابت می‌کنند. هیچ کدام از این تحرک‌ها و نوآوری‌ها بدون شفاف سازی ایجاد نمی‌شدند.

### شواهدی درباره اثرات شفاف سازی

اقدام سیستم رعایت و گزارشگری معاملات منجر به حداقل سه مطالعه تجربی درباره اثر شفاف سازی بر بازار اوراق قرضه شرکتی گردید. ادوارد و دیگران<sup>5</sup> (2005) تجزیه و تحلیل کردند که آیا میزان شفافیت بیشتر، ارتباطی با کاهش هزینه های معامله پرداخت شده توسط سرمایه گذاران دارد یا خیر؟ بسیم بیندر<sup>6</sup> و دیگران (2005) بررسی کردند که چگونه هزینه های معامله نهادی، ورود این سیستم را تغییر می دهد و اینکه آیا اوراق قرضه با اعتبار کم تحت تأثیر شفافیت اوراق قرضه مشابه قرار می گیرد یا خیر؟ و نهایتاً گلدستین<sup>7</sup> و دیگران (2005) یک مرحله از شفاف سازی را به طور عمیق تری نسبت به دو مطالعه قبلی بررسی کردند.

این سه بررسی نشان دادند که هزینه های معامله، زمانی که اطلاعات معامله اوراق قرضه شفاف است، برای مشتری پائین می باشد. علاوه بر این، همانگونه که نتایج حجم معامله در

1- بومی سازی اشاره به معامله خارج از موجودی معامله گران دارد. در یک معامله نمایندگی، مشتریان با سایر مشتریان معامله می کنند. معامله های نمایندگی نیازمند افشای تمام هزینه هاست، در حالی که معامله های بومی سازی خیر. به عنوان مثال به "کاهش هزینه معاملات اوراق قرضه آن لاین از طریق سرمایه گذاری های صحیح"، 11 نوامبر 2004، و جان جی کیم، "رشد تقاضای سرمایه گذاری، انتخاب بیشتر برای خرید اوراق قرضه را تحریک می کند"، جرنال وال استریت، 24 می 2005 مراجعه کنید.

<sup>2</sup> - Bloomberg

<sup>3</sup> - Bond Desk

<sup>4</sup> - Market Access

<sup>5</sup> - Edwards

<sup>6</sup> - Bessembinder

<sup>7</sup> - Goldstein



تحقیق ادوارد و دیگران (2005) و نتایج نهادی تحقیق بسیم بیندر و دیگران (2005) نشان داد، هزینه های معامله برای سرمایه گذاران جزئی و نهادی کاهش پیدا می کند.<sup>1</sup> ادوارد و دیگران (2005) هزینه های معامله اوراق قرضه نسبتاً شفاف را با اوراق قرضه فاقد شفافیت (مبهم) مقایسه کردند. اوراق قرضه شفاف هزینه های معامله کمتری نسبت به اوراق قرضه مبهم، در تمام اندازه ها و حجم های معامله داشت. ادوارد و دیگران (2005) همچنین این نتیجه را در رگرسیون های مقطعی - عرضی که عواملی غیر از شفافیت را کنترل می کنند، تأیید نمودند. همانگونه که توسط برن هارت<sup>2</sup> و دیگران (2005) مستند و بیان شده، این یافته پدیده بازار معامله گری است که در بازارهای سرمایه ای (اوراق سرمایه ای) نیز دیده شده است.

گلدستین و دیگران (2005) اشاره می کنند که این اثرات ممکن است برای اوراق قرضه های با سطوح مختلف نقدینگی یکسان نباشد، اما هیچ یک از مطالعات نشان نمی دهد که شفافیت، نقدینگی بخشی از بازار را کاهش نمی دهد. علاوه بر این، به دلیل این که مطالعه ی ویژگی های اوراق قرضه، تغییرات اقتصادی کلان و نوسان وسیع بازار را کنترل می کنند (تمام این موارد، هزینه های معامله را می توانند تغییر دهند)، نتایج به شفافیت منتسب می شود.

یافته های هزینه های کمتر معامله، منجر به این نتیجه نمی شود که رفاه اجتماعی تا حدودی بهبود یابد، زیرا مزایای سرمایه گذاران و انتشار دهندگان می تواند با سود کمتر معامله گر پایاپای گردد. در عوض، ادعاهای حکایت گونه برخی شرکا و فعالان بازار نشان می دهد که هیچ کسی با سیستم رعایت و گزارشگری معاملات آسوده تر نیست. بویژه برخی معامله گران (واسطه ها) ادعا می کنند که منابع آنها در نتیجه ی شفاف سازی کاهش یافته است.<sup>3</sup>

1- کی سی و لاتو (2005) ادعا می کنند که سرمایه گذاران نهادی ممکن است بواسطه شفاف سازی TRACE ضرر ببینند، اما هیچ شواهدی برای تأیید ادعای خود ارائه نکردند.

<sup>2</sup> - Bernhardt

3- به عنوان مثال، " TRACE باعث دشواری زندگی برای معامله گران کهنه امریکا می شود"، خلاصه معامله گران سرمایه گذاری، 7 نوامبر 2005؛ و نامه پیشنهادی BMA در فایل شماره SEC, SR-NASD-2005-120 در 29 نوامبر 2005 را ملاحظه کنید.



با این وجود، در حال حاضر از وجود شواهد تجربی تأیید کننده این ادعاها آگاهی ندارم. در حقیقت، هزینه های کمتر معامله ممکن است انجام معامله بیشتری را موجب شود، که خود می تواند منافع معامله گران (واسطه ها) را افزایش دهد<sup>1</sup>. بنابراین، قبل از اینکه بتوانیم در مورد خالص ثروت رفاه اجتماعی، یا در مورد سطح بهینه شفاف سازی در بازارهای اوراق قرضه شرکتی نتیجه گیری هایی اتخاذ کنیم، وجود شواهد تجربی ضروری است.

### آگاهی بازار از اعلام شفاف سازی

شفاف سازی صرف نظر از تأثیرات مستقیم بر بازار، اطلاعاتی را به دانشگاهیان، قانون گذاران و فعالان بازار می دهد و منجر به بینش و آگاهی در بازار جدید می شود، که به نوبه خود اثرات ضمنی مستقیم برای نظارت قانونی و تصمیمات بنیادی دارد. به دلایل قبلی، قانون گذارانی که بازارهایشان را بهتر و بیشتر درک می کنند، می توانند به طور عاقلانه تری قانون وضع کنند. یک قانون گذار و تنظیم کننده نباید تنها به شواهد حکایت گونه اتکا کند، بلکه باید درصدد کسب داده های تجاری ممکن و عملی باشد. مشکلات مربوط به شواهد حکایت گونه می تواند از طریق مثل معروف مرد کور و فیل تشریح شود<sup>2</sup>. تعدادی افراد نابینا فیلی را بر مبنای تجربه خود توصیف می کنند، اما هر یک دارای تصویری متفاوت از فیل واقعی هستند و هیچ کدام از آنها شرح مطلوبی از فیل بیان نمی کنند. افراد نابینا نه دروغگو هستند و نه سعی در گمراهی دیگران دارند؛ تنها آنها پیش زمینه ی لازم برای ارائه تصویری مطلوب را ندارند. یک بازار چند شاخه و مطلوب (مانند بازار اوراق قرضه شرکتی آمریکا قبل از سیستم رعایت و گزارشگری معاملات) احتمال دارد از این مشکل آسیب ببیند، زیرا فعالان و گردانندگان بازار، جزء کمی از کل فعالیت آن را ملاحظه می کنند. یک مجموعه کامل معاملات، می تواند اطلاعات

1- در حالی که شفافیت بیشتر در بازارهای سرمایه قابل انتساب به سرمایه گذاران بیشتر است، زود است که گفته شود شفافیت بیشتر دارای همان اثر مشابه در بازارهای اوراق قرضه است.

2- این تشبیه می تواند همچنین در سخنرانی رول کامپوس، کمیسیونر SEC آمریکا درباره "نوسعه بازارهای اوراق قرضه در APE: درس هایی اساسی از تجربه آمریکا"، ارائه شده در کنفرانس ABAC/ADBI/PECC، 21 ژوئن 2005 یافت شود.



ارزشمندی را برای دانشگاهیان، قانون گذاران و فعالان بازار فراهم کند. این گروه افراد نمی توانند به تنهایی به شواهد حکایت گونه اتکا کنند و این اطلاعات را از آنها بدست آورند.

کمیسیون بورس و اوراق بهادار و انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار برنامه مطلوبی از داده های سیستم رعایت و گزارشگری معاملات را تهیه کرده اند.<sup>1</sup> در اظهارات قبل از کمیته سنا، داگ شالمن<sup>2</sup> از انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار اعلام کرد که "این انجمن اکنون نظارت بهتری به بازار اوراق قرضه شرکتی امریکا دارد... دریافته ایم که بازار اوراق قرضه شرکتی به مراتب فعال تر از میزان معمول پیش بینی شده است". او همچنین اظهار کرد. "بر خلاف حدس عموم مردم ... بازار اوراق قرضه یک مشارکت جزئی واقعی است"<sup>3</sup>.

به طور واضح، این اطلاعات دارای مفاهیم ضمنی مستقیمی درباره این است که بازار اوراق قرضه شرکتی چگونه باید تنظیم شود.

جدول 1 اندازه و حجم های معاملات گزارش شده را به سیستم رعایت و گزارشگری معاملات و بورس سهام نیویورک در سالهای 2003 و 2004 نشان می دهد. معامله های با اندازه جزئی بین معامله گران (واسطه گران) و مشتریان تقریباً رایج است. در حقیقت، از آنجا که متوسط اندازه معامله 788 اوراق قرضه است، میانگین تنها 32 قرضه می باشد. این بدین مفهوم است که معامله های با اندازه کوچک، بسیار رایج و زیاد هستند، اما اکثریت معاملات خرده معاملات کوچکی هستند. تقریباً تمام معاملات در بورس سهام نیویورک با اندازه جزئی (خرده) هستند، که این پشتیبان شواهد حکایت گونه ای است که در این بورس عمدتاً برای خرده معاملات استفاده می شود.

1- مثالی از شواهد غیر معتبر (حکایت گونه) قبل از TRACE را می توان در "BMA برای انتشار چارچوب قانونی بازار اوراق قرضه جدید" ارائه شده توسط لین استیونز هام، باند بایر، 5 ژوئن 1998 ملاحظه کرد.

<sup>2</sup> - Doug Shulman

3- ارائه داگ شالمن، NASD، قبل از کمیته بانکداری سنای امریکا، بررسی امور شهرداری و مسکن درباره دیدگاه مقررات بازارهای اوراق قرضه، 17 ژوئن



گزارش های معامله با معامله گران داخلی کمتر از نیمی از معاملات گزارش شده می باشد.

جدول 1						
ویژگی های تجربی معامله اوراق قرضه شرکتی در امریکا در سالهای 2003-2004						
بورس سهام نیویورک			سیستم رعایت و گزارشگری معاملات			
درصدی از کل	درصدی از NYSE	حجم	درصدی از کل	درصدی از TRACE	حجم	
گزارش های معامله (بر حسب هزار)						
1	100	151	99	100	15,015	تمام معاملات
2/5	98/2	148	97/5	39/1	5,846	مشتریان با اندازه جزیی
0/1	1/8	3	99/9	19/3	2,890	مشتریان نهادی
0	0	0	100	41/6	6,248	معامله داخلی
19	100	151	81	4/3	644	اوراق قرضه فهرست شده
ارزش اسمی (میلیون دلار امریکا)						
0/03	100	3/6	99/97	100	11,833	تمام معاملات
2	83/3	3	98	1/2	145	مشتریان با اندازه جزیی
0/01	16/7	0/6	99/99	64/6	7,643	مشتریان نهادی
0	0	0	100	34/2	4045	معامله داخلی
0/9	100	3/6	99/1	3/3	387	اوراق قرضه فهرست شده
<p><b>توجه:</b> اعداد این جدول با استفاده از داده های معاملات سال های 2003 و 2004 از این سیستم و بورس برآورد شده اند. هر گزارش معامله را به عنوان یک مشاهده جداگانه در نظر گرفته ایم. به دلیل آنکه اکثر معاملات داخلی بین معامله گران دو بار به TRACE گزارش می شوند، حجم معاملات بین معامله گران (معاملات داخلی) به طور واقعی اندکی بیشتر از نصف مقادیر منعکس در جدول هستند. از هویت تجاری معاملات بورس سهام نیویورک خبر نداریم، و بنابراین نمی توانیم معاملات مشتریان یا معامله گران را مشخص کنیم. در عوض، تمام معاملات بورس را به عنوان معاملات مشتریان محسوب می کنیم. معاملات مشتریان جزیی برای 100 اوراق قرضه یا کمتر تعریف می نماییم. معاملات نهادی بیشتر از 100 اوراق قرضه هستند.</p>						



### مصونیت سرمایه گذار از شفاف سازی

اگر شفاف سازی همراه با سیستم گزارشگری مرکزی مانند سیستم رعایت و گزارشگری معاملات باشد، قانون گذاران می توانند از آن برای تقویت نظارت بر بازارهای ثانویه استفاده کنند. بویژه در ارتباط با سایر مکانیزم های نظارتی و اجرایی، قانون گذاران می توانند نظارت خود را اتوماتیک کنند، که به آنها اجازه می دهد به طور کارآمدتری رفتار مضر احتمالی را شناسایی کنند. این امر به قانون گذاران امکان می دهد منابعشان را به طور مؤثرتری بکار گیرند، زیرا می توانند بر مؤسسات و شرکتهایی تمرکز کنند که به نظر دارای ریسک قانونی بیشتری باشند. بدون گزارشگری مرکزی معاملات، قانون گذاران می توانند برخی بازرسی های معاملاتی را انجام دهند، اما می توان رسیدگی های بیشتری از معامله گران کرد که با سرمایه گذاران به طور منصفانه برخورد کنند. از این رو شفاف سازی، قانونگذاران را قادر می سازد تا بررسی های ریسکی بیشتری را انجام دهند و به معامله گران اجازه می دهند که بدون اشاره به ریسک قانونی بالا راجع به معاملات اوراق قرضه، منابع کمتری را در اجرای بررسی های قانونی مصرف کنند. این موضوع می تواند مزایای رقابتی برای معامله گران ایجاد نماید که به طور منصفانه با مشتریان رفتار می کنند.

سرمایه گذاران با شفافیت پس از معامله می توانند نظارت بهتری بر کیفیت اجرای سفارش های خود داشته باشند. صندوق های مشترک سرمایه گذاری بهتر می توانند ارزش خالص دارایی های خود<sup>1</sup> را قیمت گذاری کنند. ارزش خالص دارایی های صندوق های مشترک سرمایه گذاری اگر به طور صحیح تعیین شده باشد، ممکن است احتمال زمانبندی بازار را کاهش دهد.<sup>2</sup> سرمایه

<sup>1</sup> - net asset values (NAV's)

1- زمانبندی بازار زمانی رخ می دهد که سرمایه گذاران در خارج از صندوق های مشترک سرمایه گذاری اقدام به انجام معامله کنند که از مزیت قیمت گذاری نادرست ارزش خالص دارایی ها (NAV's) نفع ببرند. به عنوان مثالی از مشکلاتی که می تواند با شفاف سازی کاهش یابد، به بیانیه شماره SEC 2003 - 171، "سطح بندی SEC از تعهدات تقلب در برابر شرکت مشاوران هرت لند، کارکنان شرکت 12 و سایرین بابت ارائه های نادرست، قیمت گذاری های نادرست، و معامله بر اساس اطلاعات محرمانه در دو صندوق مشترک اوراق قرضه با نرخ بالا"، دسامبر 2003. مراجعه کنید.



گذاران همچنین می توانند ریسک ها و عملکرد گذشته صندوق های سرمایه گذاری را به طور دقیق تری مقایسه کنند، بنابراین این صندوق ها با سرمایه گذاری های جذاب تر برای سرمایه گذاران جزئی و تقویت اطمینان سرمایه گذار در پروژه انتخاب می شوند.

کی سی و لانو<sup>1</sup> (2005) عنوان کردند که قانون گذاران باید این موضوع را در نظر بگیرند که آیا بازبینی معامله به طور اشتباه انجام می شود یا خیر؟ و پیشنهاد کردند که به جای بازبینی بر "مصونیت اصلی"<sup>2</sup> تمرکز شود. به هر حال، مصونیت سرمایه گذار اصلی، نشئت گرفته از سیستم رعایت و گزارشگری معاملات است که در آن سالانه اتوماسیون بازبینی می تواند به طور اثر بخشی قانون گذاری را بهبود دهد، و بدین مفهوم نیست که بازبینی معامله باید جایگزین مصونیت از ورشکستگی، افشای صادر کننده و مانند آن باشد.

بسیاری از بازبینی ها، شامل معامله بر اساس اطلاعات محرمانه، درستکاری، قیمت منصفانه، بهترین نحوه اجرای سفارش و مناسب بودن، با سیستم گزارشگری مرکزی معاملات کارآمدتر هستند. در حقیقت، همانگونه که در بالا اشاره شد، سیستم گزارشگری سود ثابت تا حدودی بدین منظور ایجاد شد که انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار را مجاز سازد، اوراق قرضه های معتبر با نرخ بازدهی بالا را در بازبینی معاملات بر اساس اطلاعات محرمانه به طور اتوماتیک جای دهد.<sup>3</sup> به علاوه قانون گذاران می توانند برای ایجاد برنامه های کامپیوتری که به طور اتوماتیک معاملات را برای شواهد معاملات زنجیره ای واهی<sup>4</sup>، معاملات صوری<sup>5</sup> و دستکاری های عمدی بازار<sup>6</sup> غربال

<sup>1</sup> - Casey and Lannoo

<sup>2</sup> - principal protection

4- به بیانیه شماره 32019-34 قانون بورس و اوراق بهادار، فایل شماره SR-NASD-92-45، 19 مارس 1993، کمیسیون بورس اوراق بهادار مراجعه کنید.

<sup>4</sup> - daisy chain

<sup>5</sup> - wash trade

<sup>6</sup> - marking manipulations





کند، از سیستم های گزارشگری معاملات استفاده کنند<sup>1</sup>. بازبینی قیمت منصفانه همچنین می تواند برای شناسایی معامله گرانی که قصد معامله در قیمت های منحرف از قیمت های بازار را دارند، به طور ماشینی انجام شود<sup>2</sup>. قانون گذاران حتی می توانند به طور اتوماتیک تعیین کنند کدام موسسات الگوهای خود را مطابق با نظر سرمایه گذاران در سرمایه گذاری های نامناسب نشان می دهد.

قانون گذارانی که اجرای سیستم های گزارشگری معاملات را برای سهولت نظارت و بازبینی سرمایه گذاران و قانون گذاران در نظر می گیرند، باید به دقت موارد زیر را مدنظر قرار دهند. نخست، توانایی اجرای نظارت هدفمند می تواند با کیفیت ضعیف اطلاعات کاهش به شدت یابد، بنابراین قانون گذاران نیازمند ایجاد اطمینان نسبت به گزارش صحیح و بموقع معاملات هستند<sup>3</sup>. دوم، نظارت و بازبینی جهت ارتقاء مصونیت سرمایه گذار، گزارشگری معاملات و شفافیت، باید شامل معاملات علاوه بر معاملات بر اساس اطلاعات محرمانه باشد<sup>4</sup>. و نهایتاً در هنگام بررسی مخارج ایجاد یک سیستم گزارشگری معاملات، قانون گذاران باید با دقت بررسی کنند که آیا بازبینی اتوماتیک از لحاظ اثر بخشی هزینه فراتر از بازبینی دستی است یا خیر؟

به طور کلی، اطلاعات حاصل از گزارشگری مرکزی معاملات، بررسی های قانونی اثر بخش تری را ایجاد می کند. بازبینی اتوماتیک معاملات باید با قوانین مدنی و ورشکستگی، مقررات دولتی و افشای مناسب، و نیز اجزای هوشمندانه قانون جهت افزایش اطمینان سرمایه گذار

4- معاملات زنجیره ای واهی (daisy chain trades) شامل معاملات غیر ضروری بین معامله گران است که با هدف افزایش تفاوت قیمت بین معاملات خرید و فروش مشتری انجام می شود. معاملات صوری (wash trades) شامل معاملات غیر ضروری معامله گران داخلی است که با هدف پوشش افزایش تفاوت قیمت بین معاملات خرید و فروش مشتری انجام می شود. ← این قسمت بررسی شود .  
5- صرف نظر از برنامه های آموزشی سرمایه گذاری، بسیاری از سرمایه گذاران جزئی هنوز از این موضوع آگاهی ندارند که می توانند قیمت های اوراق قرضه را جستجو کنند. همانگونه که سرمایه گذاران با TRACE آشنا می شوند، نیاز به نظارت بر قیمت منصفانه، کمتر می شود زیرا سرمایه گذاران خود بر قیمت ها نظارت می کنند. بنابراین نظارت اتوماتیک مشکلات قیمت گذاری منصفانه کمتری را کشف خواهد کرد.  
6- گزارشگری بموقع برای نظارت سرمایه گذاران بر معاملاتشان و برآورد NAVs صندوق های سرمایه گذاری مهم است.  
7- برخی سیستم های گزارشگری و شفاف سازی تنها شامل معاملات مبتنی بر اطلاعات محرمانه است. این کار به اندازه سودمندی سیستم هائی که شامل معاملات مشتری است، برای نظارت مصونیت سرمایه گذار مفید نیست.



در بازارهای اوراق قرضه شرکتی و صندوق های سرمایه گذاری در اوراق قرضه شرکتی تکمیل گردد.

### خلاصه

افزایش اخیر شفافیت در بازار اوراق قرضه شرکتی امریکا درس های بسیاری را فراهم نموده که می تواند به قانون گذاران در سایر کشورها کمک کند. اخیراً قانون گذاران بدون ایجاد یک ساختار بازار مشخص، شفافیت بعد از معامله را در بازار افزایش داده اند، که این امر منجر به هزینه های معاملاتی کمتر برای سرمایه گذاران جزئی و نهادی شده است، در حقیقت، ادوارد و دیگران (2005) عنوان کردند که اگر شفافیت کامل زودتر انجام می شد سرمایه گذاران امریکایی باید بیش از 1 میلیارد دلار در سال 2003 پس انداز می کردند. علیرغم وجود مزیت هزینه های کمتر برای سرمایه گذاران، انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار توانسته است بازبینی اتوماتیک از اطلاعات سیستم گزارشگری معاملات را انجام دهد، که این امر به نوبه خود کارایی انجام نقش قانونگذاری این انجمن و کمیسیون بورس و اوراق بهادار را بالا برده است و باید منجر به مصونیت سرمایه گذار شود.

## فصل نهم

### نقش و وظیفه مؤسسات رتبه بندی

توماس کلر<sup>1</sup>

معرفی مؤسسه مودیز

مؤسسه خدمات سرمایه گذاری مودیز<sup>2</sup>، بزرگترین مؤسسه رتبه بندی<sup>3</sup> اوراق قرضه ی دنیاست. از سال 1909 تا کنون، اوراق قرضه را رتبه بندی اعتباری کرده ایم. امروزه، بیش از 1000 تحلیل گر در 19 کشور مختلف جهان وجود دارد. محصولات شامل رتبه بندی اعتباری اوراق قرضه عضو مؤسسه خودمان (که به طور عمومی از طریق مطبوعات و یا دسترسی رایگان به وب سایت مؤسسه منتشر می شود)، و نیز گزارش های خاص و تحقیق پیرامون صادر کنندگان

<sup>1</sup> - Thomas keller

<sup>2</sup> - Moody's Investors Service

<sup>3</sup> - Rating agency



اوراق بدهی و صنعت آنهاست، که به بیش از دو هزار ششصد مؤسسه و شانزده هزار و پانصد استفاده کننده در کل جهان می رسد. رتبه بندی و تجزیه و تحلیل ها، تقریباً ده هزار شرکت و مؤسسه مالی و بیست هزار صادر کننده اوراق شهرداری، و بیش از دوازده هزار معاملات تأمین مالی ساختاری و صد صادر کننده سیاسی را پوشش می دهد.

### نقش و وظیفه مؤسسات رتبه بندی اعتباری

از منظر مؤسسه مودیز، مهمترین و مناسب ترین نقش رتبه بندی های اعتباری، کمک به افزایش شفافیت و کارایی در بازارهای سرمایه بدهی، از طریق کاهش تناقض اطلاعاتی بین قرض گیرندگان و قرض دهندگان است. معتقدیم که این امر با افزایش اطمینان سرمایه گذار و امکان دسترسی سریع تر قرض گیرندگان به وجوه، به بازار نفع می رساند.

مؤسسه مودیز با انتشار وسیع اظهارنظرهای رتبه های اعتباری مورد انتظار به عموم و از طریق انتشار تحقیق اعتباری پیرامون اوراق بهادار بدهی و صادرکنندگان آنها، این کار مهم را انجام می دهد. رتبه های اعتباری این مؤسسه، اظهارنظری دربارہ احتمال باز پرداخت کامل و بموقع تعهدات بدهی، مانند اوراق قرضه، اسناد پرداختی و اوراق تجاری هستند. این اظهارنظرها از طریق یک سیستم نمادی که حدود صد سال قبل سازماندهی شده است، به بازار گزارش می شوند. این سیستم ریسک اعتباری نسبی را در مقیاسی با نه طبقه از AAA تا C رتبه بندی می کند. اکثر طبقه بندی های رتبه اعتباری کلی با شاخص های عددی، از 1 تا 3 نیز مشخص می شوند.



### مزیت ها و موارد استفاده از رتبه بندی ها

به نظر رتبه بندی های اعتباری مزیت هایی را به همراه دارد که باعث افزایش موارد استفاده از آن توسط قانون گذاران و فعالان و شرکای بازار می شود. نخست، رتبه بندی ها به طور وسیع و عمومی برای بازار و بدون هیچ هزینه ای در دسترس هستند. دوم، رتبه بندی ها به طور مستقل و حقیقتاً عینی انجام می شود، مؤسسات رتبه بندی انگیزه دارند که مستقل از یکدیگر، دولت ها، صادر کنندگان و سایر نهادها کار کنند تا به بالاترین استانداردهای عملکرد رتبه بندی دست یابند. سوم، احتمالاً مهمترین عملکرد رتبه بندی ها ارزیابی می شود و دائماً از لحاظ محتوای پیش بینی کنندگی ارزیابی می گردند. به طور کلی، رتبه بندی ها، یک شغل مطلوبی در پیش بینی ریسک اعتباری احتمالی اوراق بهادار بدهی و صادر کنندگان اوراق بدهی ایجاد کرده است.

با وجود این، رتبه بندی ها باید به عنوان ارزیابی های "رد - قبول"<sup>1</sup>، تضمین عملکرد، پیشنهاد سرمایه گذاری یا اظهار حقایق تفسیر شود. اگر بتوانیم به طور کامل آینده را پیش بینی کنیم، دو رتبه بندی وجود خواهد داشت:

"شکست نخواهد خورد" و "شکست خواهد خورد". از آنجا که آینده ذاتاً مبهم است، رتبه بندی ها لزوماً به پیش گوئی یک گزینه احتمالی از ریسک اعتباری نسبی، همراه با رتبه بندی های پائین که بیانگر احتمال بسیار بالای شکست است، محدود می شود.

### استنتاج مفاهیمی درباره نقش و کارکرد مؤسسات رتبه بندی

تقاضا و استفاده از رتبه بندی های اعتباری به طور قابل توجهی در طی دو دهه گذشته رشد داشته است. پیشرفت تکنولوژی اطلاعات، جهانی سازی، یکپارچگی اقتصادی، مقررات زدایی و تضمین دارایی ها محرک هایی با سابقه مطلوب از این رشد هستند. برخی از ویژگی های اساسی

<sup>1</sup> - pass-fail



رتبه بندی ها کم رواج تر، اما به احتمال قوی بدون کمترین اهمیت هستند، مانند پذیرش آنها به طور وسیع، درک علائم آنها به طور گسترده، محتوای پیش بینی آنها و قابلیت دسترسی به عموم. تقاضا برای رتبه بندی اعتباری، از شرایط مطلوبی که در طی اکثر سالهای دهه 1990 رایج بود، نفع برد، و باید جهت کسب منفعت از آن ها در سالهای بعدی ادامه یابد. موارد زیر نمونه هایی از این شرایط هستند:

- انتظارات تورمی پائین و نرخ های بهره پائین در برخی اقتصادهای توسعه یافته:
- نوآوری تولید در بخش مدیریت ریسک و تصویب قانونی برای توانا ساختن تضمین دارایی؛ و
- قبول مستمر رتبه بندی ها توسط قانون گذارانی که در جستجوی ملاک های ریسک عادی، ثبات سیستم مالی توسط بخش خصوصی برای انتخاب اوراق بهادار و مدیریت وضعیت پرتفوی.

مؤسسه مودیز در طی دوره توسعه بازار، به طور قابل ملاحظه ای در منابع تحلیلی سرمایه گذاری کرد، افراد با تجربه و متخصصان محلی را جهت بررسی رشد سریع تقاضا در بازارهای داخلی، شامل پکن، هنگ کنگ، سنگاپور، سیدنی، چین تایپه و توکیو جذب نمود. مؤسسه مودیز اکنون بیش از دویست پنجاه شعبه در منطقه آسیا - اقیانوسیه دارد.

وجود نگرانی هایی درباره سیستم بررسی ها و مانده گیری ها وجود دارد، همانگونه که از طریق نمونه های تکراری کارهای نادرست و شروع ناموفق شرکتی با ورشکستگی ان رون، مؤسسه مودیز با آغازی قابل توجه جهت توسعه دامنه و عمق تجزیه و تحلیل به این واقعیت پاسخ داده است. باید تمرکز تحلیلی بیشتری را به کار گرفت و از منابع اضافی برای تجزیه و تحلیل و تحقیق منتشر شده درباره کیفیت حسابداری، شفافیت افشای شرکت، موارد نظارتی شرکت و مدیریت ریسک استفاده کرد. از تیم های تخصصی استفاده کنیم که منحصراً بر این بخش های بحرانی تمرکز می کنند. هم چنین بررسی های موشکافانه و گزارش مواردی مانند نقدینگی کوتاه مدت



افزایش یافته است. یکی از دلایل انجام چنین کاری پیچیدگی رشد ساختارهای شرکتی و گزارشگری مالی و نیاز به مهارت تخصصی بیشتر است. حرفه پزشکی یک قیاس مناسب می تواند باشد که در آن پزشکان عمومی به طور قابل ملاحظه‌ای توسط متخصصین با ابزارهای تشخیص حرفه‌ای حمایت می‌شوند.

دلیل دوم این افزایش تمرکز گمراه کننده بودن اغلب اطلاعات در دسترس مردم می باشد، در حالیکه اکثریت شرکتها تلاش می‌کنند وضعیت مالی و عملیاتی خود را مطلوب گزارش کنند. در این متن باید اضافه کنیم که علی رغم تقویت صورت گرفته از طرف مؤسسه مودیز، این مؤسسه در وضعیتی نیست یا نخواهد بود که کار حسابرسان را رسیدگی کند یا به طور سیستماتیک موارد تقلب آشکار را کشف کند. نباید درصدد آن باشیم که افشا یا مقررات خاصی را اجباری کنیم.

تعجب آور نیست که پیشرفت استفاده از رتبه بندی ها با افزایش تعداد استفاده کنندگان با نیازها و اهداف مختلف افزایش یافته است. برخی از این نیازها و اهداف به طور عمده‌ای با اهداف کارایی بازار، شفافیت و مصونیت سرمایه گذار مؤسسه مودیز همخوانی دارد. به عنوان مثال، در بسیاری از حوزه ها انتشار کنندگان به دلیل تقاضای بسیاری از سرمایه گذاران از رتبه بندی استفاده می‌کنند. آنها این کار را به منظور رتبه بندی منصفانه تر اوراق و نیز اعمال کنترل بیشتر بر فرآیند رتبه بندی انجام می دهند. سرمایه گذاران نهادی بزرگ غالباً در رتبه بندی های مربوط ، اوراق بهادار تحت اختیار را مغتنم می‌شمارند و با نگاه غضب آلود خاصی به اوراق با رتبه بندی های پائین در پرتفوی خود بدان نگاه می‌کنند.

این قبیل استفاده ها و سایر موارد کاربرد رتبه بندی ها منجر به انتظارات نا متجانس و اظهار نظرهای مختلف در مورد عملکرد آنها می‌شود. که شامل موارد زیر می‌شود:

- مؤسسات رتبه بندی، بسیار آهسته به سمت رتبه بندی های پائین مربوط به اعتبارهای

از دست رفته حرکت می‌کنند.



- باید بسیار سریع به سمت رتبه بندی های پائین حرکت کرد، دسترسی شرکتها به سرمایه محدود موجب بدتر شدن اعتبارها می شود.
- با درآمدهای انتظار دهندگان در ارتباط هستیم، و بنابراین انتشار دهندگان را بسیار بالا رتبه بندی می کنیم، و
- به طور کلی محافظه کار هستیم و رتبه بندی های خیلی پائین را تخصیص می دهیم. علاوه بر این پیچیدگی برخی واحدهای دولتی هستند که رتبه بندی های بانکها، بیمه، اوراق بهادار و سایر نهادهای قانونی مالی را با هدف مضاعف مصونیت سرمایه گذاران و حفظ ثبات مالی این مؤسسات انجام داده اند.
- در طی سال گذشته، برخی از این نهادهای قانونی، در ارزیابی مجدد نقش مؤسسات رتبه بندی در بازار شرکت کردند، که موضوع دوم را تداعی کرد، "آینده رتبه بندی ها"، که در قسمت زیر مورد بحث قرار می گیرد.

#### آینده رتبه بندی ها و توجه مؤسسات رتبه بندی

- همانند قانون گذاران، به اهمیت نقش رتبه بندی در بازارهای سرمایه جهانی آگاه هستیم. با پذیرش این رتبه بندی ها توسط بسیاری از استفاده کنندگان، انگیزه یافته ایم، اگر چه نگرانی هایی درباره توانایی سیستم نمادین ساده برای توجیه تقاضای گوناگون داریم.
- با وجود اینکه نمی توان از جانب مؤسسات رتبه بندی دیگر صحبت کرد، اما می توان گفت سنجش های داخلی مؤسسه مودیز درباره توجه به رتبه بندی، مبتنی بر حقایق زیر هستند:
- اول، ارزش رتبه بندی ها در استقلال آنهاست.
  - دوم، نقش رتبه بندی های اعتباری در ساختار بازار مالی به طور قابل توجهی در سالهای اخیر توسعه یافته است.





- سوم، مؤسسه مودیز و سایر مؤسسات رتبه بندی از بسیاری از کاربردهای رتبه بندی شامل موارد استفاده در نهادهای قانونی مالی و اوراق بهادار نفع برده‌اند.
- چهارم، انتظارات متفاوت و اغلب متناقض از رتبه بندی ها و عملکرد آنها، ناشی از انطباق با این تقاضاها و کاربردهای جدید است.  
بنابراین تأکید می‌شود که توجه مورد نیاز جهت حفظ " کیفیت " رتبه بندی ها لزوماً وابسته به این است که اولاً رتبه بندی ها چه کاری انجام می دهند و ثانیاً برای چه کسانی این رتبه بندی ها قابل کاربرد است. همانگونه که در مقدمه بیان شد، موسسه مودیز معتقد است نقش اصلی نهادهای رتبه بندی و رتبه ها، حمایت اهداف تجویزی قوانین اوراق بهادار، کارایی بازار، شفافیت و مصونیت سرمایه گذار است. توجه به رتبه بندی ها باید این اهداف و نقش های مورد نظر و استفاده از رتبه بندی ها را حفظ کند، نه آنکه به آن آسیب وارد رساند.  
با وجود مثالهای زیادی که می توان جهت تشریح ریسک های آسیب دیدگی تشریح کرد، در اینجا تنها دو مورد ارائه می شود:  
نخست؛ قانون درصد اعمال کنترل است که به نظر می رسد بر میزان اعتبارمان - به عبارت دیگر، استقلال و بی طرفی - نگرانی هایی را وارد کرده است. با این انتظار که نفوذ نامناسبی در فرآیند رتبه بندی از طریق قانون اعمال شود، موافق نیستیم.  
بویژه اگر مراجع قانون گذار استقلال و بی طرفی کافی را حداقل برای اظهار نظر درباره حوزه های مهم نداشته باشند ( به عنوان مثال، رتبه بندی اوراق قرضه دولتی در حوزه ای که در آن دولت یک رتبه بندی قانونی را انجام می دهد ) قانون ابزاری می شود که از طریق آن اظهار نظرها کنترل می شوند.  
دوم، قانون می تواند شرایطی را برای تعهد و مسئولیت توصیف کند که منطبق با ماهیت رتبه بندی ها نیست.



رتبه بندی های مؤسسه مودیز اظهار نظرهای پیش بینی شده درباره ویژگی قسمت مالی یک شرکت را ( احتمال باز پرداخت بدهی در موعد مقرر ) فراهم می سازد. در میان چیزهای دیگر، رتبه بندی ها به طور اساسی مبتنی بر تحلیل های صورتهای مالی شرکتها، و ارزیابی استراتژی های مدیریت و وضعیت صنعت است.

به دلیل نوع و ماهیت این تجزیه و تحلیل ، به کیفیت، کامل بودن و صحت اطلاعات در دسترس و اینکه چنین اطلاعاتی به عموم افشا می شود یا به طور اطمینان بخشی به تحلیل گران مؤسسه موردی ارائه می شود، به طور قابل توجهی اتکا می شود.

وجود این امر ضروری است که رتبه بندی ها در ارزیابی احتمالی ترکیبی آنها از ریسک اعتباری، قابل اتکا باشد. با این وجود احتمال اینکه موضوع مطلوب برای هر اظهار نظری غیر ممکن باشد که بر مبنای مورد به مورد، آن اظهار نظر " درست " یا " نادرست " باشد. به عنوان مثال، از آنجا که اکثریت اوراق بهادار با رتبه Baa در زمان مقرر و به طور کامل باز پرداخت می شوند، برخی اوراق بهادار با رتبه Baa در انجام تعهدات قصور می کنند. با این وجود منتشر کننده اوراق قرضه با رتبه Baa که اوراق آن در زمان مقرر بازپرداخت می شود، ادعا می کند که رتبه بندی اوراق وی بسیار پائین صورت گرفته است و دقیقاً سرمایه گذار مالک اوراق بهادار که با رتبه Baa که به ندرت اوراق آن باز پرداخت نشده است، ادعا می کند که این رتبه بندی، بسیار بالا بوده است.

برای قضاوت در مورد کیفیت هر اظهار نظر درباره آینده، شامل اظهار نظر رتبه بندی بر چنین مبنایی، تحمل یک سری هزینه های عمومی بی اندازه برای ماهیت کلی اظهار نظرها ضروری است. علاوه بر این در حالی که رتبه بندی ها نشان داده که پیش بینی کننده های خوبی در مورد شایستگی اعتبار صورت گرفته با این وجود حق الزحمه خود را افزایش نمی دهیم و نیز قصد بیان این را نداریم که آنها به عنوان تضمین های عملکرد بوده اند.



به علاوه، عنوان می‌کنیم که ارزیابی میزان توجه به رتبه بندی، صحیح و منصفانه بودن اظهار نظرهای رتبه بندی به طور کلی نه بر مبنای غیر قابل ارزیابی یا مبنای خاصی را نشان می‌دهد. همچنین باید اعلام کرد بخش هایی وجود دارد که در آنها قوانین اضافی از نقطه نظر مؤسسه مودیز منطقی و یا حتی مطلوب بوده است. بخشی که معتقدیم قانون در آن تأثیر مثبت بیشتری دارد، بخش کیفیت اطلاعات در دست بازار است. کاملاً پذیرش استانداردهایی را که گزارشگری مالی و سایر افشائیات مالی تمام واحدهای تجاری فعال بازارهای سرمایه را ارتقاء دهد، حمایت می‌کنیم.

به نظر مجالی برای تقویت افشای فرآیندهای رتبه بندی انجام شده نیز وجود دارد. همانطور که می‌دانید مؤسسه مودیز به طور ادواری گزارش هایی از روش ها و رویه های رتبه بندی خود را منتشر می‌کند. همچنین اصول مرکزی فرآیند رتبه بندی را که شامل موارد زیر است، تدوین کرده ایم:

- **استقلال از منافع تجاری؛** سطح رتبه بندی ها نباید تحت تأثیر رابطه تجاری با انتشار دهنده باشد.
- **صرف نظر نکردن<sup>1</sup>؛** مؤسسه مودیز از انجام رتبه بندی مبتنی بر اثر احتمالی دعوای حقوقی علیه مؤسسه یا منتشر کننده صرف نظر نمی‌کند.
- **کنترل تضاد منافع<sup>2</sup>؛** مؤسسه مودیز پیشنهادات سرمایه گذاری نمی‌دهد یا هیچ محصول سرمایه گذاری عرضه نمی‌کند. مؤسسه مودیز روش های مناسبی برای کنترل تضاد منافع پنهانی دارد که بین انتشار دهندگان و درآمدهای مؤسسه وجود دارد.

<sup>1</sup> - no forbearance

<sup>2</sup> - controlling conflicts



- استفاده مناسب از اطلاعات مطمئن؛ مؤسسه مودیز از اطلاعات مطمئن فراهم شده توسط انتشار دهندگان تنها در رتبه بندی ها استفاده می‌کند و در موارد دیگر از آن استفاده نمی‌کند و این اطلاعات مطمئن را افشا نمی‌سازد.
- ملاحظه معقول<sup>1</sup>؛ اقدامات رتبه بندی ملاحظه معقولی از تمام شرایط مربوط به شایستگی اعتبار انتشار دهنده منعکس خواهد نمود.
- کمیته های رتبه بندی؛ تصمیمات رتبه بندی توسط کمیته ها، نه فرد خاصی، انجام می‌شود و بنابراین دانش، تجربه و قضاوت یک سازمان را، به جای یک فرد خاص، منعکس می‌کند.  
علاوه بر این اصول مرکزی، یک سری از مدارک و داده های مربوط به عملکرد و ویژگی های سیستم رتبه بندی و رفتار مدیریت و کارکنان حرفه‌ای خود منتشر می‌کند. روش ها و رویه های خود را با یک مدرک عمومی - آئین نامه اجرایی<sup>2</sup> - تلفیق کرده ایم. با توجه و نظارتی که بتواند رعایت این رویه ها را تأیید کند، مخالف نیستیم.  
البته این امر ناشی از امکان قصور از استانداردهای مقرر شده خود است. با این وجود می‌تواند به صنعت رتبه بندی و صحت خدمات اعتبار دهد و به طور اساسی تری در کارایی بازار مشارکت داشته باشیم.  
اگر نظارت اضافی تا جایی باشد که بر روش کلی و کارهای حرفه‌ای فرآیند رتبه بندی تأثیر گذارد، انگیزه لازم را نخواهیم داشت، زیرا به نظر نوآوری و رقابت بین نهادهای رتبه بندی باعث ارائه خدمات بهتر به بازار می‌شود. تا این تاریخ، ما چنین نیت هایی از طرف قانون گذاران در بازارهای مالی تشکیل شده شنیده نشده است.

<sup>1</sup> - judicious consideration

<sup>2</sup> - code of conduct



این گواهی است بر اینکه دقت بیشتری از نهادهای رتبه بندی تقاضا شود و شفافیت بیشتر از مؤسسات در زمانی انتظار می رود که دلایل منطقی رتبه بندی امروزی را نسبت به آنچه در سالهای قبل بوده توضیح دهند. در این زمینه می توان از مؤسسه مودیز انتظار داشت که بطور مستمر روش های رتبه بندی خود را ارزیابی مجدد کند و به پویایی بازار پاسخ دهد. همچنین می توان از تحلیل گران مودیز انتظار داشت که در تمام کارشان تا حد ممکن بررسی های بیشتری پیرامون رویه های حسابداری، نقدینگی، سیاست شرکت و سایر فاکتورهای کمتر مشهود را در میزان شایستگی اعتباری انجام دهند.

باز هم تکرار می کنم که سابقه مؤسسه مودیز نشان می دهد که این مؤسسه خدمت ارزشمندی در مشارکت با کارایی و شفافیت بازارهای سرمایه ارائه می کند. علاوه بر این، مؤسسه در میان مؤسسات رتبه بندی جای مناسب و مهمی را در کل بازارهای مالی دنیا اشغال کرده است و این مؤسسه مخالف با نظارت و کنترل هایی نیست که در جهت افزایش شناخت کیفیت و درستی قضاوت های آن مؤسسه باشد. در حالی که محیطی که در حال حاضر در آن فعالیت می شود با ریسک هایی مواجه است که می توان آن را تا حدودی کاهش داد، همچنین یک فرصت بزرگ برای مؤسسه مودیز فراهم می کند تا ارزش خدماتش به بازار و مشارکت بیشتر در توسعه آن را اثبات کند.

### ایجاد بازارهای کارا در چین

بهترین روش برای تخصیص منبع عظیم پس اندازهای چین چیست؟ در دنیا، سرمایه یا از طریق هدایت دولت، بانکها و یا بازارهای اوراق بهادار تخصیص می یابد. به طور مشخص روند کلی به سمت بازار است. در اقتصادهای بازار داشتن یک سیستم بانکداری قوی و بازارهای اوراق بهادار قوی، مطلوب است.



در اکثر کشورها بانکها مسئول اصلی تخصیص پس اندازها هستند. با این وجود، در دنیای انگلیسی زبان، احتمالاً بازارهای سرمایه در بسیاری از حوزه ها توسعه یافته تر هستند، بازارهای اوراق قرضه اهمیت یکسانی دارند بازارهای اوراق قرضه در ژاپن و اروپای شرقی به طور با اهمیتی در حال رشد است. یکی از مزایای داشتن بازار اوراق قرضه مناسب در کنار یک سیستم بانکداری کارآمد، این است که در دوران با فشارهای مالی، اگر مشکلاتی در سیستم بانکی بوجود آید، بازارهای اوراق قرضه می توانند از آن را بر اقتصاد کاهش دهند.

برای مثال در طی بروز مشکلاتی در بخش بانکداری امریکا در دهه 1980، بازارهای اوراق قرضه ابزاری آماده برای بانکها فراهم کردند تا دارایی‌های غیر اجرایی را خارج کنند. این دارایی‌های خارج شده<sup>1</sup> با سیاست پولی مناسب ترکیب شده و مجال تنفسی برای بانکها فراهم کرد تا ترازنامه های خود را تجدید ساختار کنند، به علاوه، در طی این دوره تلفیق پرتفوی بانکی، استقراض کنندگان امریکایی توانستند بازارهای اوراق قرضه را هم برای تأمین مالی رهنی (وثیقه ای) و هم شرکتی ارتقاء دهند. بدون وجود یک بازار اوراق قرضه مناسب، عواقب اقتصادی ناشی از مشکلات بخش بانکی تا حدودی بدتر می‌شد. بالعکس، زمانی که فشارهایی بر بازار اوراق قرضه وارد شد، بانکها برای حمایت از اقتصاد امریکا و دنیا وارد عمل شدند، همانند آنچه در 1998 بعد از بحران روسیه و ورشکستگی صندوق سرمایه گذاری کم ریسک مدیریت سرمایه بلند مدت<sup>2</sup> رخ داد.

پیش شرط هایی برای ترقی بازار اوراق قرضه کارآمد مورد نیاز است. اول، قانون و مقررات مقدم تر است. سرمایه گذاران باید قوانین اساسی را بدانند. وجود یک سیستم قانونی عاری از فساد که اعتبار دهندگان برای تقویت قراردادهای بدهی و تسویه بدهکار ورشکسته از آن استفاده کنند، ضروری است. ذخیره اعتباری کافی برای تخصیص از طریق مکانیزم بازار، در مقابل تخصیص اداری دولتی، باید وجود داشته باشد. یک روش مشخص برای تجدید ساختار قرض

<sup>1</sup> - Asset -Shedding

<sup>2</sup> - Long – Term Capital Management hedge fund



گیرندگان نامعلوم در زمان بموقع نیز مطلوب است. همچنین، گزارشگری مالی شفاف و منظم درباره قیمت های اوراق قرضه و وضعیت مالی قرض گیرندگان یک جزء ضروری است. ناتوانی در گزارشگری مالی برای برخی قرض گیرندگان عمده مانند ان رون و ورد کام، منجر به تزلزل بازار اوراق قرضه اخیر امریکا شد.

### نقش مهم ترقی فرهنگ اعتباری

ویژگی های فرهنگ اعتباری صحیح عبارتند از: (1) درک صحیح شایستگی اعتباری قرض گیرندگان (به عبارت دیگر، تمایل و توانایی آنها در تحقق تعهداتشان) و (2) توانایی سرمایه گذاران در تصمیم گیری مبنی بر اینکه آیا وام دهند یا خیر، و تعیین قیمت وام بر مبنای ارزیابی های مناسب اعتباری.

به نظر مؤسسه مودیز، این دیدگاه از طریق مسئولین اصلاح اقتصاد چین تقسیم شده است. کشورهای توسعه یافته تر از لحاظ اقتصادی، معمولاً فرهنگ اعتباری توسعه یافته تری دارند.

### پشتوانه رشد بالای اقتصادی نیازمند تحقق نیازهای مردم است

از آنجا که تخصیص اعتبار به طور مؤثر به معنای تخصیص اثر بخش پس اندازهای مردم است، ترویج بازارهای اعتباری کارآمد، یک روش مؤثر برای برآوردن نیازهای کلی مردم است. بازارهای اعتباری کارا می تواند وجوه لازم برای پروژه های زیر ساختاری ضروری شامل جاده ها، راه آهن، پروژه های انرژی، بیمارستانها، مدارس و غیره را تأمین کنند. اعتبار تنها به شرکتهای دولتی و بخش خصوصی تخصیص داده نمی شود. در حقیقت، همانگونه که در امریکا، کانادا و به طور قابل توجه در اروپای شرقی دیده شد، اعتبار می توانند به طور اثر بخش از طریق بازارهای اوراق قرضه به نهادهای قانونی دولتی و محلی که اغلب بهتر از عهده چنین پروژه هایی بر می آیند تخصیص یابد.

## فصل دهم

### بررسی بازار اوراق قرضه شرکتی استرالیا

ریک با تلینو و مارک چمبرز<sup>1</sup>

بانک ذخیره استرالیا

#### 1- مقدمه

مدت نسبتاً زیادی نیست که یک بازار اوراق قرضه شرکتی با کارکرد مطلوب در استرالیا ایجاد شده است. تا اوایل دهه 1990، بازار اوراق قرضه داخلی<sup>2</sup> به طور وسیعی محدود به قرض گیرندگان دولتی می‌شد. در حالی که تعداد کمی از قرض گیرندگان مالی و غیرمالی عمده گاهی

<sup>1</sup> - ریک با تلینو و مارک - چمبرز، به ترتیب معاون ناظر (بازارهای مالی) و مدیر ارشد (بخش بازارهای اوراق بهادار، واحد بازارهای داخلی) در بانک ذخیره استرالیا هستند.

<sup>2</sup> - Domestic bond market





اوقات اوراق قرضه به بازار داخلی منتشر می‌کردند، اکثراً دریافتند که تامین وجوه از طریق بدهی بلندمدت از بازارهای اوراق قرضه خارجی، آسانتر است. سایر تجارت‌ها به تامین مالی بانکی و بازار سرمایه، به عنوان منابع اصلی تامین وجوه خارجی بلندمدت تکیه کردند.

با این وجود، در طی دهه گذشته، بازار اوراق قرضه شرکتی استرالیا به سرعت توسعه یافته است. اخیراً، حدود 220 میلیارد دلار استرالیا<sup>1</sup> اوراق قرضه غیردولتی در استرالیا (معادل با 25 درصد تولید ناخالص داخلی) وجود دارد که با 30 میلیارد دلار در پایان سال 1997 (معادل با 5 درصد تولید ناخالص داخلی در آن زمان) قابل مقایسه است. عدم بازپرداخت اوراق قرضه دولتی در همان دوره رخ داده است که همزمان با کاهش مزاد بودجه متوالی، شرایط استقراض دولت‌های مرکزی و محلی را کاهش داده است. در نتیجه، در سال‌های اخیر اوراق قرضه غیردولتی بخش زیادی از بازار اوراق قرضه استرالیا را در اختیار گرفته است. (نمودار 1)

## 2- چه چیزی برای رشد بازار اوراق قرضه شرکتی استرالیا مورد نیاز بود؟

بسیاری از پیش شرط‌های توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی استرالیا، در حدود حداقل پنج تا 10 سال قبل از ترقی احتمالی آن بوده است. شاید مهمترین جزء، وجود بازار اوراق قرضه دولتی با کارکرد مطلوب بود که به سرعت از اوایل دهه 1980، تا حدودی به واسطه‌ی حذف نظارت مالی دولتی رشد داشته است.

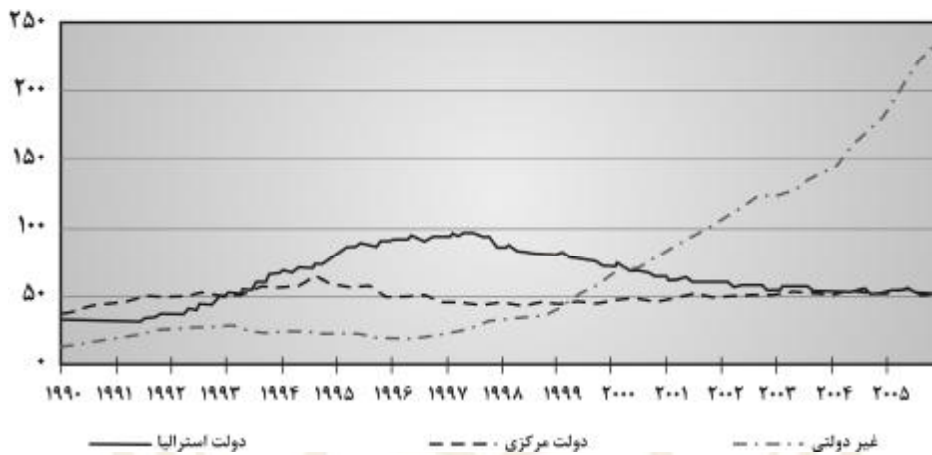
1- در این متن منظور از دلار، دلار استرالیا (AUD) می‌باشد.



## نمودار 1

## اوراق قرضه منتشره استرالیا

میلیون دلار استرالیا



برنامه حذف نظارت دولتی، حذف کنترل مقررات است که محدود به تحرکات بازده و توانایی سرمایه گذاران برای خرید یا فروش اوراق قرضه می شود.

رشد این بازار باعث ایجاد یک گروه از حالاتی شده که پشتیبان پیشرفت بازار اوراق قرضه شرکتی بوده است:

- بازار اوراق بدهی دولتی، یک منحنی معیار بدون ریسک اعتباری ایجاد نموده که فعالان بازار را قادر می ساخت دیدگاه های مربوط به ریسک اعتباری را از دیدگاه های مربوط به ریسک نرخ بهره تفکیک سازند.

- رشد بازار اوراق قرضه دولتی، توسعه ای بازار معاملات پیمان های آتی بسیار فعال در اوراق بدهی دولت را حمایت کرد، که خود بازار فیزیکی را از لحاظ گردش تحت شعاع قرار داد.



- شاخص های اوراق قرضه تفسیر شدند و به عنوان معیارهای سرمایه گذاری در دسترس قرار گرفتند.

- فعالان بازار در زیربنای بازار بهبود یافته، مانند سیستم های تسویه و پایاپای<sup>1</sup> و سیستم های معاملات داخلی که می توانست برای اوراق قرضه های غیردولتی نیز مورد استفاده قرار گیرد، سرمایه گذاری کردند.

- موسسات مالی و نیروی کار مربوطه از لحاظ مالی تامین شدند، اغلب با تجربه دست اول بازارهای اوراق قرضه شرکتی سازمان های خارج از کشور.

تا اواسط دهه 1990 بازار اوراق قرضه دولتی تقریباً بزرگ، کارا و با نقدینگی مناسب طبق استانداردهای بین المللی بود. پشتیبانی بیشتر توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی این حقیقت بود که سیستم قانونی داخلی، روش های استقرار یافته مطلوبی برای بازیافت وجوه تامین شده از طرف اعتباردهندگان در صورت ورشکستگی شرکت فراهم کند. به علاوه، موسسات رتبه بندی با محیط شرکتی استرالیا آشنا بودند و تعدادی از قرض گیرندگان، رتبه بندی های اعتباری عمومی داشتند.

با این حال، سه عامل وجود داشت که توسعه بازار را کند کرد:

- استرالیا در ابتدای دهه 1990 یک رکود تجربه کرد، که منجر به رکود اساسی در بخش شرکتی در طی نیمه اول دهه 1990 گردید.

- تا اواخر دهه 1990، بخش دولتی با کسری های قابل ملاحظه و تقاضاهای استقراض عمده مواجه شد. در راس آن، انتشار اوراق قرضه دولتی منجر به پس زدن برخی انتشارهای شرکتی شد.

- تا دهه 1990، منبع داخلی وجوه سرمایه گذاری نسبتاً کم بود، علاوه بر این، سرمایه گذاری خارجی به دلیل مالیات تکلیفی بهره اوراق قرضه شرکتی کاهش یافت.

<sup>1</sup> -clearing and settlement systems



در طی این دهه، موانع کاهش یافت. رشد قوی اقتصاد منجر به تقاضای دوباره تجارت های گوناگون برای تامین مالی خارجی شد. بخش دولتی توانست از شرایط اقتصادی داخلی در جهت انتقال بودجه ها به تقاضاهای استقراری کم و زیاد نفع ببرد و به موجب آن رقابت ساده تری برای صندوق های سرمایه گذاری ایجاد کند. در همان زمان منبع وجوه در دسترس برای سرمایه گذاری با ایجاد سیستم پس اندازهای بازنشستگی اجباری در اوایل دهه 1990 افزایش یافت. حذف مالیات تکلیفی بهره برای سرمایه گذاری خارجی نیز، بازارهای سرمایه استرالیا را برای سرمایه گذاران خارجی جذاب تر کرد.

این دوره علاوه بر کاهش در سطح نرخ های بهره، کاهش قابل ملاحظه ای را در نوسان پذیری نرخ های بازار پول نسبت به نرخ های استقراری جزئی نشان داد، که به نوبه خود توجیه پذیری اقتصادی تضمین وام، به ویژه اوراق بهادار با پشتوانه مسکن<sup>1</sup> را افزایش داد. (تفاوت نسبتا کم بین نرخ های تامین مالی از طریق اوراق بهادار با پشتوانه مسکن و نرخ های دریافتی از تعاونی های مسکن بدین معنی است که توانایی آنها محدود به این می شود که از عهده نوسانات بزرگ در نرخ های عمده فروشی برآیند). در نتیجه بسیاری از فعالان و شرکای جدید وارد صنعت تضمین<sup>2</sup> استرالیا شدند.

### 3- رشد اخیر بازار اوراق قرضه شرکتی استرالیا

از نیمه دهه 1990، بازار اوراق قرضه شرکتی استرالیا، تقریبا هر دو تا سه سال به طور مضاعف، بسیار سریع رشد کرده است (نمودار 2).

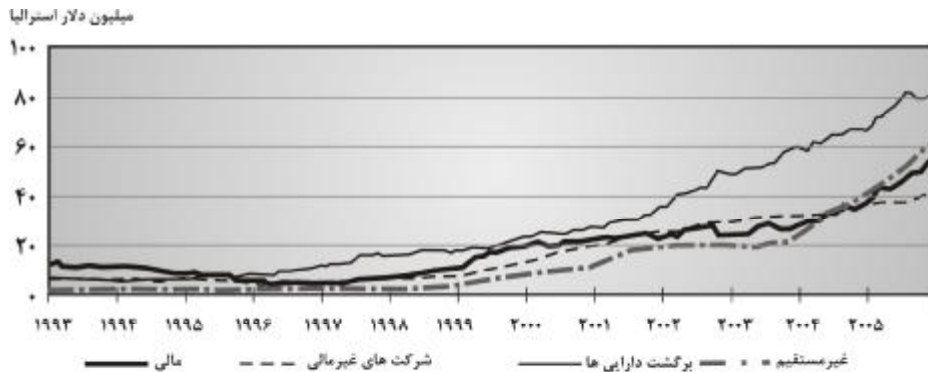
<sup>1</sup> - residential mortgage-backed securities (RMBSs)

<sup>2</sup> - Securitization industry



## نمودار 2

## اوراق قرضه غیر دولتی منتشره در استرالیا



در طی این دوره، اوراق بهادار با پشتوانه دارایی<sup>1</sup> بزرگ ترین جزء بازار اوراق قرضه شرکتی را در اختیار داشت. که بیشتر آن شامل اوراق بهادار با پشتوانه مسکن بود. دو عامل بواسطه حجم انتشار این اوراق قرضه ایجاد شد. نخست، همانگونه که در بالا اشاره شد، پیشرفت های اقتصادی کلان در سال های 1990، بدین مفهوم است که از لحاظ اقتصادی ورود ترتیب دهندگان وثیقه<sup>2</sup> به بازار استقراض داخلی عملی است و به طور قابل توجهی با بانک ها و سایر وام دهندگان سنتی رقابت کرد. دوم، استرالیا تا سال 2003، ترقی مسکن را به دلیل ورود تعداد زیادی از سرمایه گذاران جزئی به بازار مسکن محلی تجربه کرد. با نیاز موسسات وام دهنده سنتی و ارائه کنندگان خدمات وثیقه به وام های مسکن عمده، انتشار اوراق با پشتوانه مسکن بسیار سریع افزایش یافت. در حال حاضر، حدود 65 میلیارد دلار، انتشار اوراق با پشتوانه مسکن در جریان در استرالیا و حدود 15 میلیارد دلار اوراق بهادار با پشتوانه دارایی وجود دارد.

<sup>1</sup> - asset backed securities (ABSs)

<sup>2</sup> - mortgage originators



توسعه مسکن و همچنین افزایش اعطای وام به واحدهای تجاری، به افزایش تقاضای موسسات مالی داخلی به تامین وجوه در تاریخ ترازنامه منجر شده است، در حال حاضر حدود 50 میلیارد دلار از اوراق قرضه های منتشره این موسسات در استرالیا، افزایش خالص 45 میلیارد دلاری را از سال 1995 تاکنون داشته است.

مقدار اوراق قرضه ی شرکتی غیرمالی منتشره نیز به سرعت و حدود 40 میلیارد دلار منتشره رشد کرده است. با این وجود، اکثر شرکت های غیرمالی به طور قابل ملاحظه‌ای به تامین وجوه واسطه‌ای با شرکتهای غیرمالی بسیار بزرگ استرالیایی که اوراق قرضه در بازار داخلی منتشر کرده اند، متکی می‌شوند.

#### 4- بازارهای بورس خارجی و اوراق قرضه شرکتی استرالیا<sup>1</sup>

توسعه بازار اوراق قرضه داخلی با وجود یک بازار بورس خارجی سیال، آسان می‌شود. تقابل بین این دو بازار از طریق سه کانال اصلی رخ می‌دهد:

1- هرگاه انتشاردهندگان خارجی در بازار اوراق قرضه محلی مشارکت کنند، نیازمند بازار مبادله ارزی متقابل<sup>2</sup> با نقدینگی بالا جهت تبدیل عواید به ارز انتخاب شده هستند.

2- برای اینکه صادرکنندگان داخلی بتوانند به طور مداوم به سرمایه گذاران خارجی اوراق بهادار منتشر کنند، به یک بازار مبادله ارزی متقابل توسعه یافته جهت پوشش بدهی هایشان با ارز داخلی نیاز دارند.

3- یک بازار بورس خارجی آتی به سرمایه گذاران خارجی در بازار اوراق قرضه داخلی کمک می‌کند و سرمایه گذاران داخلی می‌توانند در معاملات خارجی سرمایه گذاری کنند. خریدهایشان را بدون تعهد ریسک ارز تامین وجوه کنند.

<sup>1</sup> - The Australian corporate bond

<sup>2</sup> -cross-currency swap market



استرالیا یک بازار بورس خارجی بسیار فعال دارد: در حال حاضر دلار استرالیا، ششمین ارز پر معامله در دنیا است، تقابل دلار آمریکا/دلار استرالیا، چهارمین جفت ارزی رایج مورد معامله در دنیا محسوب می‌شود.

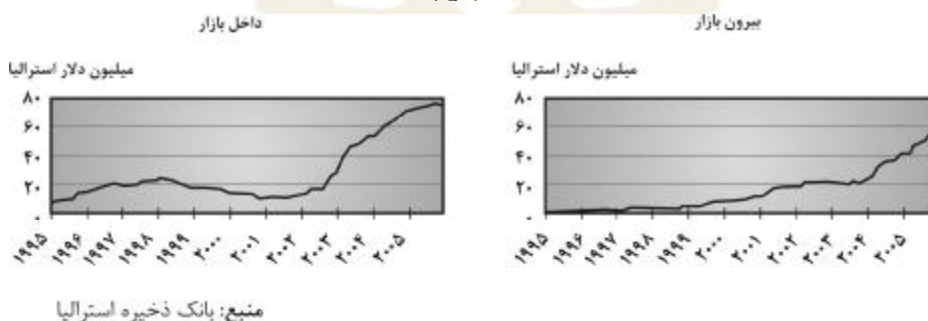
این بازار تنها بعد از شناورسازی نرخ بورس و حذف محدودیت های مربوط به فعالیت بورس خارجی توسعه یافت.

در دو سال گذشته حدود 40 میلیارد دلار از اوراق بدهی، در بازار اوراق قرضه استرالیا از طریق بخش های غیر بومی ناشی شده است، کل اوراق در جریان این گروه به حدود 60 میلیارد دلار می‌رسد. قرض گیرندگان غیربومی<sup>1</sup> اکنون دومین طبقه بزرگ انتشار دهندگان اوراق قرضه در بازار استرالیا (حدود یک چهارم اوراق قرضه غیردولتی منتشر شده در استرالیا) هستند (نمودار 1-3 و 2-3). این انتشار دامنهای از شرکت ها را دربرمی گیرد که مدیران صندوق های سرمایه گذاری استرالیا به آسانی می‌توانند در آنها سرمایه گذاری کنند و از این رو عمق و تنوع بازار اوراق قرضه داخلی را رونق بخشند.

### نمودار 1-3

#### اوراق قرضه منتشره توسط ناشران غیر بومی (به دلار

#### استرالیا)



<sup>1</sup> - Non-resident borrowers



## نمودار 2-3

اوراق قرضه منتشره توسط ناشران غیر بومی (به دلار استرالیا)

درصدی از اوراق قرضه غیر دولتی منتشره داخلی



منبع: بانک ذخیره استرالیا

اوراق توسط قرض گیرندگان غیر بومی بازار محلی، قرض گیرندگان داخلی<sup>1</sup> را از دور خارج نکرد، همانگونه که قرض گیرندگان غیربومی وجوه نقد دلاری استرالیا را با هم مبادله می کنند، آن ها را باید به ارز داخلی خود تبدیل کنند. این امر فشار کمتری بر معاوضه بر مبنای ارز متقابل<sup>2</sup> وارد می کند. که به نوبه خود می تواند انتشار اوراق به خارج از کشور توسط قرض گیرندگان داخلی در ازای معاوضه با دلارهای استرالیا را جذاب تر کند.

واحدهای غیردولتی استرالیا به ویژه موسسات مالی، با انگیزه نرخ های معاوضه جذاب<sup>3</sup> در بازارهای اوراق قرضه خارج از کشور فعالیت می کنند. قرض گیرندگان استرالیایی اخیرا به

<sup>1</sup> - Domestic borrowers

<sup>2</sup> - cross-currency basis swap

<sup>3</sup> - attractive swap rates



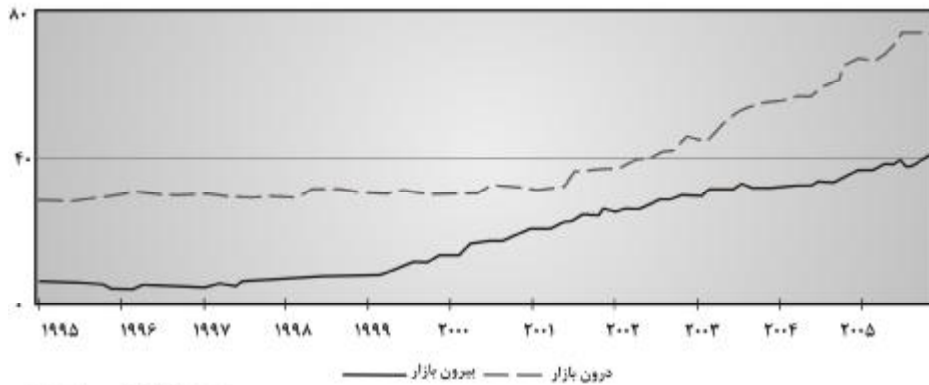


بازارهای خارجی با انتشار حدود 60 درصد اوراق قرضه خود، اتکا می‌کنند (نمودار 4-1 تا 4-3). این مقادیر می‌تواند تماما با استفاده از مشتقات تسعیر ارز<sup>1</sup> به دلار استرالیا تبدیل شوند.

#### نمودار 4-1

اوراق قرضه منتشر شده توسط قرض گیرندگان استرالیایی شرکت های غیر مالی

میلیون دلار استرالیا



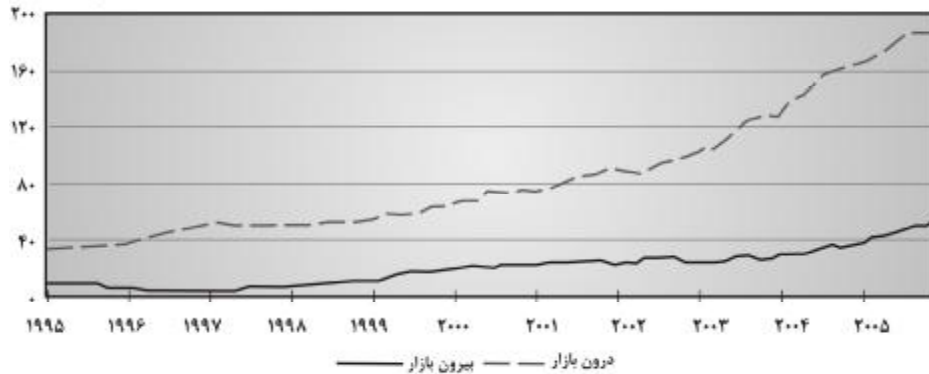
منبع: بانک ذخیره استرالیا

#### نمودار 4-2

اوراق قرضه منتشر شده توسط قرض گیرندگان استرالیایی شرکت های

مالی

میلیون دلار استرالیا



منبع: بانک ذخیره استرالیا

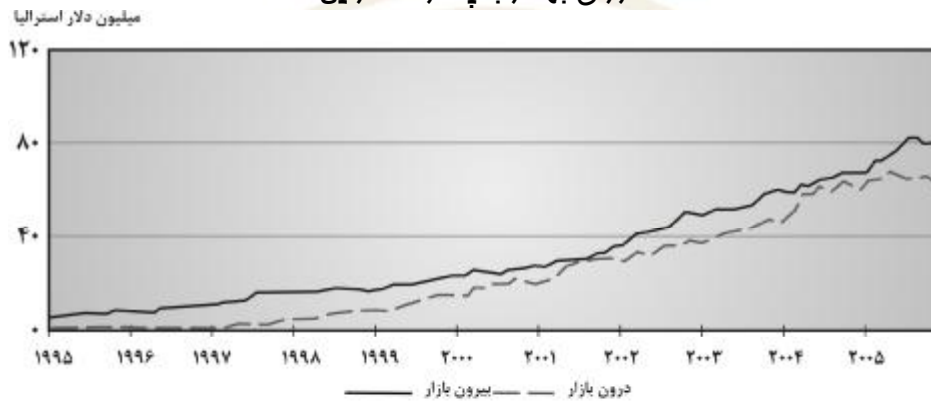
<sup>1</sup> - foreign exchange derivatives



## نمودار 3-4

## اوراق قرضه منتشر شده توسط قرض گیرندگان استرالیایی

## اوراق بهادار با پشتوانه دارایی

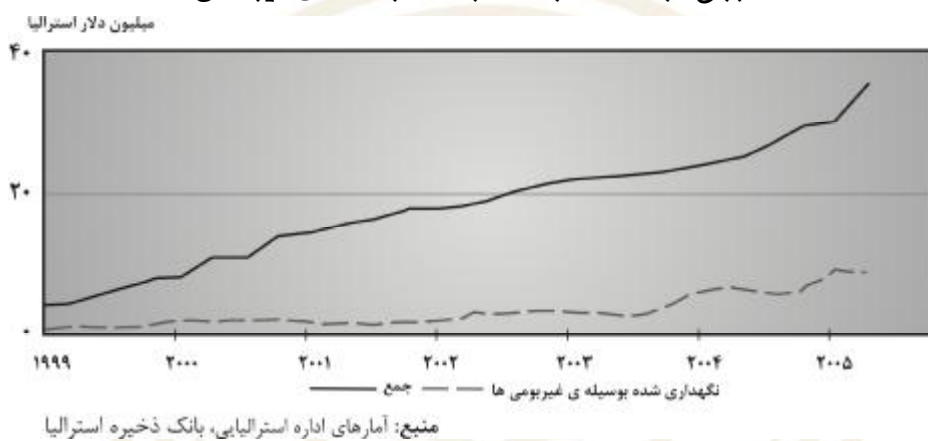


وجود یک بازار بورس ارز خارجی با عملکرد مطلوب همچنین سرمایه گذاران غیر بومی را به مشارکت در بازار اوراق قرضه محلی تشویق می‌کند، زیرا به آنها اجازه می‌دهد که به سرعت ریسک ارزی خود را پوشش دهند. در استرالیا سهم واحدهای تجاری استرالیایی که اوراق قرضه آنها در داخل منتشر شده و تحت تملک افراد غیر بومی است، در طی پنج سال گذشته افزایش داشته است (نمودارهای 5-1 تا 5-3).



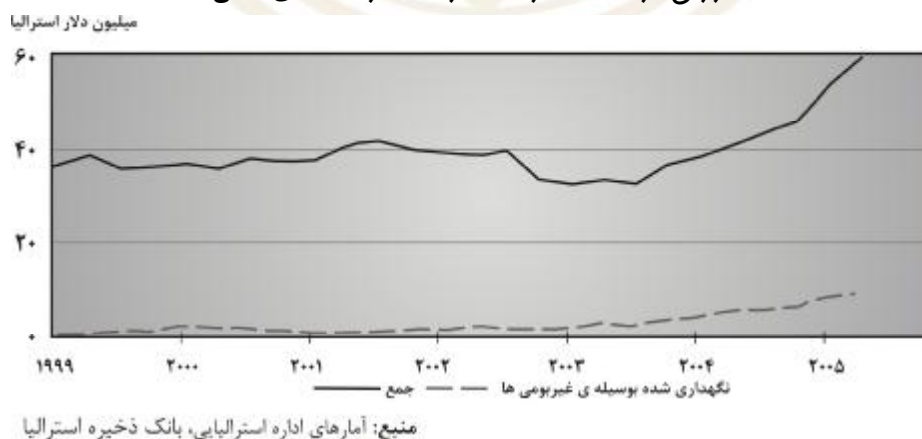
## نمودار 5-1

سرمایه گذاری غیر بومی در بازار اوراق قرضه استرالیایی  
اوراق قرضه منتشر شده توسط شرکت های غیر مالی



## نمودار 5-2

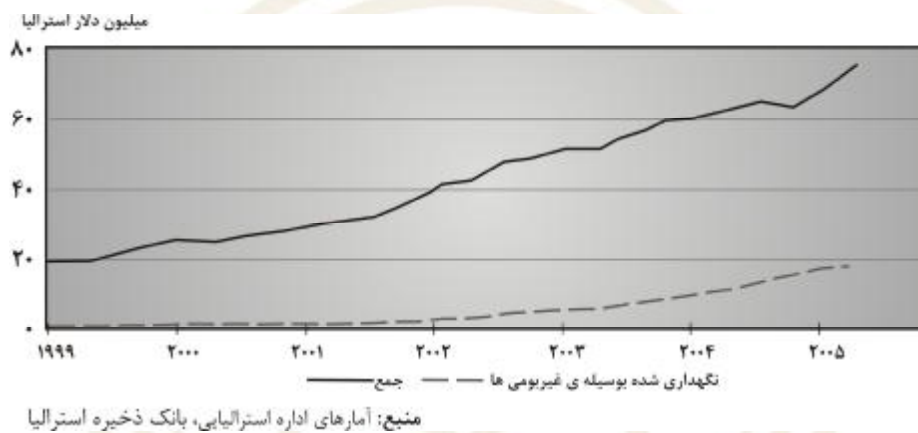
سرمایه گذاری غیر بومی در بازار اوراق قرضه استرالیایی  
اوراق قرضه منتشر شده توسط شرکت های مالی





## نمودار 3-5

سرمایه گذاری غیر بومی در بازار اوراق قرضه استرالیایی  
اوراق قرضه منتشر شده توسط ابزار با پشتوانه دارایی



## 5- ویژگی های فعلی بازار اوراق قرضه شرکتی استرالیا

## انتشار بازار اولیه

عمده ترین موسسات رتبه بندی فعال استرالیا، رتبه بندی Fitch، مودیز، و موسسه پورز اند استاندارد<sup>1</sup> هستند. اکثر اوراق قرضه های داخلی منتشره در استرالیا با رتبه اعتباری بالا منتشر شده اند (جدول 1). در حدود نیمی از تمام اوراق قرضه های شرکتی داخلی در جریان، دارای رتبه اعتباری AAA هستند، که بیانگر مقدار بیشتر از اوراق بهادار با پشتوانه مسکن منتشره است، که اکثراً حائز رتبه بندی AAA می باشند.

سهم زیادی از اوراق قرضه با رتبه AAA، در نتیجه بسیاری از انتشاردهندگان غیرمالی با رتبه پایین است که درصدد تقویت اعتبار تمام یا برخی از اوراق قرضه های خود بوده است، از کل 14

<sup>1</sup> -Standard & Poor's



میلیارد دلار اوراق قرضه با رتبه AAA که توسط این شرکت ها منتشر شده، تقریباً تمام آنها دارای تقویت اعتبار (به طور اساسی از طریق بیمه monoline) هستند. اوراق قرضه دارای رتبه ی BBB یا کمتر، هنوز بخش کمی از بازار استرالیا را به خود تخصیص داده است و بسیاری از شرکت های با رتبه بندی پایین، انتشار اوراق قرضه در بازارهای خارجی را آسانتر دانسته اند. در استرالیا اوراق قرضه شرکتی با درجه سرمایه گذاری مطلوب نوعاً با قیمت هایی منتشر می شود که مطابق با قیمت های اوراق قرضه با رتبه مشابه در بازارهای خارجی است.

جدول 1							
رتبه بندی های اعتباری اوراق قرضه شرکتی منتشره در استرالیا در پایان ژانویه 2005							
درصدی از کل بر حسب نوع قرض گیرنده						کل (میلیارد دلار)	
Unrated/ unknown	Sub- investment- grade	BBB	A	AA	AAA		
0	0	5	30	51	14	45,6	مالی
6	0	10	39	4	41	39,4	غیر مالی
1	1	1	3	7	86	78,9	ABSs
0	0	1	20	26	53	48,8	غیر بومی
2	0	3	19	20	55	212,7	جمع غیر دولتی
							یادداشت:
0	0	0	0	0	100	55,1	دولت استرالیا
0	0	0	0	11	89	52,3	دولت ایالتی

1- از 16,1 میلیارد دلار بدهی شرکتی غیر مالی با رتبه AAA، 14,7 میلیارد بدهی با تقویت اعتباری منتشر شده توسط قرض گیرندگان با رتبه پایین است.

منبع: بانک ذخیره استرالیا



از لحاظ استاندارد جهانی، مدت سررسید اوراق قرضه داخلی استرالیا نسبتاً کوتاه است، میانگین حدود چهار تا شش سال، مدت سررسید کوتاه تر اوراق قرضه منتشره در داخل، تا حدودی بیانگر ارجحیتی بین سرمایه گذاران برای اوراق بهادار با این رویه است. با این وجود، مدت سررسید به نظر متغیر می باشد؛ در 1994 تنها 15 درصد از انتشارها سررسیدهایی بیش از پنج سال داشتند، در حالی در 2005 این رقم تا 43 درصد افزایش یافته است. در گذشته برخی قرض گیرندگان ترجیح می دادند اوراق خود را با مقدار بزرگتری در خارج از کشور منتشر کنند، زیرا استنباط می شد که بازار داخلی برای جذب این مقدار اوراق قرضه، بسیار کوچک است. علاوه بر این در طی سال گذشته تعدادی از واحدهای غیر بومی اوراق قرضه‌ای با حجم بسیار زیاد (یک میلیارد دلار یا بیشتر) در بازار داخلی منتشر کردند.

### سرمایه گذاران اوراق قرضه شرکتی

صندوق‌های بازنشستگی داخلی، شرکت‌های بیمه عمر و سایر موسسات مدیریت وجوه، بزرگترین سرمایه گذاران در بازار اوراق قرضه شرکتی داخلی هستند (جدول 2). در پنج سال گذشته این موسسات حدود 50% از کل اوراق قرضه شرکتی در جریان در بازار استرالیا را در اختیار گرفته اند. همانگونه که قبلاً اشاره شد، سیستم پس انداز بازنشستگی اجباری استرالیا باعث شد که این موسسات علاقه زیادی به اوراق بهادار با بهره ثابت پیدا کنند.

سرمایه گذاران غیر بومی بزرگترین گروه بعد از مالکان اوراق قرضه شرکتی استرالیا هستند، اخیراً آن‌ها مقدار کمتر از یک چهارم کل اوراق قرضه غیردولتی در جریان را در اختیار گرفته اند. این سهم از مقدار قابل توجه طی پنج سال قبل افزایش یافته است. که علت آن را می‌توان به خاطر کیفیت مطلوب و بازدهی مثبت متفاوت از اوراق قرضه شرکتی استرالیا طی این دوره دانست.



سرمایه گذاری بانک‌ها و موسسات مربوطه حدود 20% از بازار است. برخی از تقاضاهای بانک‌ها به دلیل تمایل به متنوع کردن ریسک ترازنامه و پشتیبانی از عملیات کارگزاری آنهاست.

جدول 2							
مالکیت اوراق قرضه شرکتی استرالیایی جاری پایان ژوئن 2005							
	درصدی از کل						
	بانک‌ها	شرکت‌های بیمه	صندوق‌های بازنشستگی	سایر نهادهای مالی	بخش خانگی	داخلی (سایر)	غیربومی‌ها
مالی‌ها	25	21	10	11	3	13	17
غیرمالی‌ها	19	25	9	18	1	2	26
پشتوانه	18	19	9	27	3	1	24
دارایی	20	21	9	20	3	5	22
غیردولتی	4	20	17	0	0	5	54
دولتی	22	20	17	0	0	19	11
استرالیا							
دولتی ایالتی							
منبع: اداره آمار استرالیا							

سرمایه گذاری مستقیم توسط عموم در بازار اوراق قرضه شرکتی استرالیا بسیار محدود است، (در حال حاضر حدود کمتر از 2% از اوراق در جریان). دسترسی به بازار اوراق قرضه شرکتی برای سرمایه گذاران جزئی مشکل است، زیرا تقریباً تمام انتشارهای اوراق قرضه، نیازمند حداقل مقدار سرمایه گذاری 500 هزار دلار است. (این امر به دلیل مقررات اوراق بهادار نیازمند پذیره نویسی است که برای مقادیری کمتر از این حد منتشر می‌شوند، و می‌تواند به طور قابل ملاحظه‌ای هزینه‌های معامله ناشر را افزایش دهد.)



### معامله و قیمت گذاری در بازار ثانویه

بازار ثانویه هم برای اوراق قرضه دولتی و هم اوراق قرضه شرکتی استرالیا، یک بازار خارج از بورس محسوب می‌شود. در حال حاضر حدود 10 بازارساز<sup>1</sup> در این بازار فعالیت می‌کنند (همان فعالان مربوط به بازار دولتی) که از طریق آنها ممکن است امکان تعیین همیشگی قیمت‌های هر ورق بهادار وجود نداشته باشد.

تعیین قیمت برای اوراق قرضه شرکتی بستگی به منحنی بازده دولت استرالیا دارد. به ویژه قراردادهای معاملات آتی اوراق قرضه دولتی - و منحنی تبدیل نرخ بهره<sup>2</sup>. اطلاعات اضافی قیمت برای رتبه بندی‌های اعتباری خاص از طریق مشتقات اعتباری<sup>3</sup> مانند معاملات سلف بدون اعتبار<sup>4</sup> در دسترس است، همچنین نقدینگی در این بازار به سرعت از سال 2000 تاکنون افزایش یافته است.

نقدینگی در بازار اوراق قرضه شرکتی در مقایسه با بازارهای بین المللی (به استثناء آمریکا) مطلوب است، اما کمتر از نقدینگی بازار اوراق قرضه دولتی کمتر است (جدول 3)، در طی چهار سال گذشته، نسبت گردش اوراق قرضه در جریان، به طور منصفانه‌ای در حدود سه، ثابت بوده است که با نسبت نقدینگی هشت برای اوراق قرضه دولتی قابل مقایسه است. نقدینگی برای اوراق قرضه منتشر شده توسط بانک‌ها و شرکت‌های فراملی<sup>5</sup> بالاتر است، زیرا این اوراق قرضه نوعاً در اندازه‌های زیاد منتشر می‌شوند و کیفیت اعتبار بالایی دارند. نقدینگی برای قیمت‌های اوراق با پشتوانه دارایی با رتبه پایین، در کمترین حد است.

<sup>1</sup> - Market- Maker

<sup>2</sup> - Interest- Rate Swap Curve

<sup>3</sup> - Credit Derivatives

<sup>4</sup> - Credit Default Swaps

<sup>5</sup> - Supranationals





تسویه معاملات بر مبنای T+3 است. معاملات به طور الکترونیکی از طریق تسویه ناخالص فوری تسویه می‌شوند. تقریباً تمام اوراق بهادار بالا و ثابت استرالیا در آسترکلیر<sup>1</sup> یا سیستم ثبت تحت اختیار بورس معاملات آتی سیدنی ثبت می‌شوند.

جدول 3						
گردش بازار اوراق قرضه در استرالیا						
گردش در سال منتهی به ژانویه 2005، میلیارد دلار استرالیا						
جمع	غیر بومی	سایر اوراق قرضه داخلی	ABSs	بانکها	دولت ایالتی	دولت استرالیا
1063	181	105	68	89	251	368
منبع: کانون بازارهای مالی استرالیا						

<sup>1</sup> - Austraclear



## فصل یازدهم

### توسعه بازار اوراق قرضه چین

#### موهایپنگ

#### بانک خلق چین

---

---

#### I. ساختار بازار اوراق قرضه چین

بازار اوراق قرضه چین متشکل از دو بازار اصلی است: بازار اوراق قرضه بین بانکی و بازار بورس. بازار اوراق قرضه چین بعد از گذشت 10 سال از ایجاد آن به یک بازار چندلایه تبدیل شده که در آن بازار بین بانکی نقش‌هایی را ایفا می‌کند، که از طریق بازار بورس تکمیل می‌شود. هر بازار دارای وظیفه‌ای است که نیازهای سرمایه‌گذاری مختلف را برآورده می‌سازد.



### 1- بازار اوراق قرضه بین بانکی

بازار اوراق قرضه بین بانکی در ژوئن 1997 تشکیل شد، زمانی که بانک خلق چین<sup>1</sup> طبق صورتجلسه دولت، بیانیه‌ای درباره توقف ریپو<sup>2</sup> و معامله اوراق قرضه توسط بانک‌های تجاری در بورس‌های سهام منتشر کرد (بیانیه شماره 240، 1997) که به موجب آن بیانیه، تمام بانک‌های تجاری معاملات اوراق قرضه ریپو خود را از بازارهای بورس شانگهای و شنژن<sup>3</sup> خارج و در بازار بین بانکی از طریق سیستم معاملات الکترونیکی انجام می‌دهند. بازار اوراق قرضه بین بانکی یک بازار خارج از بورس مبتنی بر قیمت‌های پیشنهادی<sup>4</sup> این بازار است، که در آن معاملات بر مبنای قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش<sup>5</sup> توافق شده بین دو طرف معامله انجام می‌شود.

### 2- بازار اوراق قرضه بورسی<sup>6</sup>

بازار اوراق قرضه بورسی یک بازار مبتنی بر سفارش<sup>7</sup> است که در آن اوراق قرضه در کنار اوراق سرمایه‌ای در بورس مبادله می‌شوند. معاملات بر مبنای قیمت‌های حراج<sup>8</sup> انجام می‌شود. موسسات با اندازه کوچک و متوسط و افراد، بازیگران اصلی این بازار هستند.

## II. وضعیت فعلی بازار اوراق قرضه چین

بازار اوراق قرضه چین از لحاظ تمام معیارها رشد کرده است: انتشار اوراق قرضه در حال افزایش است؛ سرمایه بازار به طور قابل توجهی در حال افزایش است؛ حجم معاملات در بازار

<sup>1</sup> - People's bank of china

<sup>2</sup> - Repo

<sup>3</sup> - Shenzhen and Shanghai

<sup>4</sup> - Suote- driven otc market

<sup>5</sup> - Bid and Ask prices

<sup>6</sup> - Exchange bond market

<sup>7</sup> - Order- Orient Market

<sup>8</sup> - Tender Prices



ثانویه متغیر است؛ و تعداد و تنوع فعالان و شرکت کنندگان بازار و ابزارهای معاملاتی به سرعت در حال افزایش است.

1- انتشار اوراق بدهی در حال افزایش است - تا پایان نوامبر 2005، کل ارزش اوراق بدهی منتشره در طی این سال به حدود 3686/94 میلیارد رن مینبی چین که رسیده بود، افزایش 74/33 درصدی در طی دوره، مشابه سال قبل می باشد. از کل این مبلغ، اوراق قرضه دولتی 429/47 میلیارد رن مینبی؛ برات بانک مرکزی<sup>1</sup> 2526/2 میلیارد رن مینبی؛ اوراق قرضه‌های موسسات مالی 616/8 میلیارد رن مینبی؛ اوراق قرضه شرکتهای غیرمالی 2526/2 میلیارد رن مینبی؛ و برات‌های تامین مالی شرکتی کوتاه مدت 112/1 میلیارد رن مینبی را در اختیار داشته اند.

2- سهم اوراق قرضه در جریان چین، به سرعت در حال رشد است - در پایان نوامبر 2005، کل اوراق قرضه و برات منتشره به مبلغ 7/07 هزار میلیارد رن مینبی رسید که افزایش 42 % سالانه دارد. ارزش اوراق قرضه قابل معامله به 6/9 هزار میلیارد رن مینبی رسید، که 98 % کل اوراق بدهی منتشره بود، در حالی که اوراق قرضه غیرقابل معامله به 0/17 هزار میلیارد رن مینبی، یعنی تنها 2 درصد کل اوراق بدهی منتشره بود. ارزش اوراق قرضه منتشره که در بازار بین بانکی مبادله شده، به 6/46 هزار میلیارد رن مینبی، حدود 94 % اوراق قرضه قابل معامله رسید، در حالی که ارزش اوراق معامله شده در بازار بورس تنها 39 هزار میلیارد رن مینبی، کم تر از شش درصد بوده است.

3- گردش اوراق مدام در حال تغییر است - گردش کل در بازار بین بانکی در طی 11 ماهه اول سال 2005 به رقمی معادل 20/64 هزار میلیارد رن مینبی رسید، افزایش حدود 62 % سال به سال. از کل این مبلغ، معاملات نقدی فوری<sup>2</sup> 5/2 هزار میلیارد رن مینبی، رپوهای تضمین شده<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - Central bank bills

<sup>2</sup> - Spot transactions



شده<sup>1</sup> 15 هزار میلیارد رن مینبی و ریوی یکسره<sup>2</sup> 179/4 میلیارد رن مینبی را به خود تخصیص داده اند. در طی دوره زمانی مشابه، کل گردش در بازار بورس به رقم 2/43 هزار میلیارد رن مینبی رسید. از کل این مبلغ، معاملات نقدی به رقم 254 میلیارد رن مینبی و ریوها به 2/18 هزار میلیارد رن مینبی رسید.

4- تعداد بازیگران بازار رو به رشد است- همزمان با رشد سریع بازار، تعداد و تنوع سرمایه گذاران نیز افزایش یافته است. تا پایان نوامبر 2005، تعداد فعالان و شرکای بازار بین بانکی به رقم 5227 رسیده است، که افزایش 22 درصدی نسبت به پایان سال 2004 داشته است. این مشارکت و فعالیت در این بازار، اکنون شامل بانکها، موسسات تضمین کننده، صندوقهای مشترک سرمایه گذاری، شرکتهای بیمه و سایر شرکتها و موسسات مالی غیربانکی می شود.

5- تنوع ابزارهای معامله افزایش می یابد- از لحاظ عرضه ابزارهای مالی، ریوها و حق اختیار خریدها<sup>3</sup> به ترتیب در می 2004 و ژوئن 2005 به بازار معرفی شدند در حالی که اوراق بدهی هم اکنون پا را فراتر از اوراق قرضه دولتی گذاشته و شامل برات بانک مرکزی؛ اوراق قرضه منتشره توسط بانکهای سیاسی، بانکها و سایر موسسات مالی غیربانکی، اوراق بدهی فرعی<sup>4</sup> منتشره توسط بانکهای تجاری؛ براتهای تامین مالی شرکتی کوتاه مدت؛ و اوراق قرضه شرکتی منتشر شده توسط شرکتهای غیرمالی است.

### III. دامنه و اهمیت بازار اوراق قرضه بین بانکی<sup>5</sup>

همانگونه که بازار عمده اوراق قرضه خارج از بورس به طور اصولی بر مبنای سرمایه گذار نهادی خدمات رسانی می کند، بازار بین بانکی نقش کلیدی در ایجاد اطمینان نسبت به اجرای

<sup>1</sup> - collateralised repos

<sup>2</sup> - Outright repos(OR)

<sup>3</sup> - Forwards

<sup>4</sup> - Subordinated debt

<sup>5</sup> - the interbank bond market



صحیح اقتصاد کلان، مخابره کارآمد سیاست‌های پولی و تخصیص موثر منابع مالی ایفا می‌کند.

در ابتدا، بازار بین بانکی توسعه تامین مالی مستقیم را افزایش داده است، که این اتکای بیش از حد اقتصاد به سیستم بانکی را برای اعتبار کاهش داده، ساختار تامین مالی، اقتصاد را به طور کلی بهینه کرده و ریسک مالی را کاهش و کارایی بازار را افزایش داده است.

دوم، این بازار به طور قابل توجهی اصلاح نرخ بهره مبتنی بر بازار را تسهیل کرده است. در حقیقت، آغاز اصلاح نرخ بهره مبتنی بر بازار چین، در بازار بین بانکی بود. به واسطه توسعه این بازار، یک منحنی بازده اوراق قرضه‌ای ایجاد شد که معیاری برای تعیین قیمت در بازار اوراق قرضه اولیه و مظنه قیمت در بازار ثانویه را فراهم می‌سازد. چنین پیشرفتی یک گام بزرگ در قیمت گذاری دارایی‌های مالی و مشتقات نرخ بهره<sup>1</sup> محسوب می‌شود و نیز اطلاعاتی در مورد انتظارات تورمی فراهم می‌سازد.

سوم، بازار بین بانکی، پایه‌ای برای کنترل کلان توسط بانک مرکزی ایجاد کرده و کاربرد و انتقال موثرتر سیاست پولی را موجب شده است. بازار اوراق قرضه بین بانکی، جایی است که در آن بانک مرکزی عملیات بازار آزاد خود را عرضه می‌کند و پیشرفت و توسعه این بازار حتی دامنه عملیات بیشتری را برای بانک مرکزی، با سرعت بخشیدن به انتقال کنترل پولی از یک رویکرد اداری مستقیم به یک رویکرد بازاری غیرمستقیم فراهم نموده است. بانک مرکزی هم اکنون قادر به نفوذ بر نرخ‌های بهره در بازار پول از طریق عملیات بازار آزاد<sup>2</sup> شده است و واضح است که بهبود و پیشرفت در مکانیزم انتقال سیاست پولی به طور قابل ملاحظه‌ای میزان اثربخشی سیاست پولی را تقویت کرده است.

<sup>1</sup> - Interest-rate derivatives

<sup>2</sup> - open market operations



چهارم، بازار بین بانکی روشی را برای موسسات مالی جهت اداره بهتر نقدینگی فراهم نموده است. به ویژه این بازار بانک‌های تجاری را قادر به نگهداری اوراق قرضه، تعدیل وضعیت‌های نقدینگی و کاهش میزان اندوخته‌های اضافی خود ساخته است. پیشرفت‌های اخیر در این بازار همچنین بانک‌های تجاری را قادر ساخته تا بدهی‌های خود را بهتر مدیریت کنند، مشکلات عدم تطابق و ریسک‌های عملیاتی را کاهش دهند.

#### IV. اصلاحات اخیر در بازار اوراق قرضه چین

اصلاحات اخیر در بازار اوراق قرضه چین در سه بخش عمده انجام شده است: نوآوری محصول مالی، زیرساختار بازار عمومی و توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی.

##### 1- افزایش فعال نوآوری مالی

###### تسریع نوآوری محصول مالی و افزایش انتخاب سرمایه گذار

اول، در حال حاضر بانک‌های تجاری می‌توانند اوراق قرضه‌های فرعی<sup>1</sup> منتشر کنند. برای بهبود کیفیت دارایی و میزان سرمایه مناسب در بانک‌های تجاری و نیز بهبود فرآیند اصلاح بانک‌های تجاری تحت تملک دولت، بانک خلق چین مقررات مربوط به انتشار اوراق قرضه فرعی توسط بانک‌های تجاری را در ژوئن 2004 منتشر کرد. در آن زمان، بانک خلق چین به بانک چین، بانک بنیاد چین<sup>2</sup>، بانک تجاری و صنعتی، بانک صنعت و شرکت بانکداری مینشن چین<sup>3</sup>، مجوز انتشار محدود اوراق قرضه فرعی را اعطا کرد؛ تا پایان اکتبر 2005 کل اوراق قرضه فرعی منتشر شد، توسط بانک‌های تجاری به رقم 128/8 میلیارد رن مینبی رسیده است.

<sup>1</sup> - Subordinated bonds

<sup>2</sup> - China construction bank

<sup>3</sup> - china minshing banking corporation



دوم، سایر موسسات مالی می‌توانند اوراق قرضه منتشر کنند. بسط کانال‌های تامین مالی مستقیم برای موسسات مالی و ایجاد ابزارهای مدیریت بدهی برای حل مشکل طولانی عدم تطابق ساختار زمانی، بانک خلق چین بعد از انجام مشاوره عمومی، مقررات انتشار اوراق قرضه مالی در بازار اوراق قرضه بین بانکی ملی را در آوریل 2005 منتشر کرد. تا پایان اکتبر 2005 بانک توسعه شانگهای<sup>1</sup>، بانک مرجانت چین<sup>2</sup>، و بانک صنعت به ترتیب حدود هفت میلیارد رن مینبی و 10 میلیارد رن مینبی اوراق قرضه منتشر کرده اند.

سوم، اکنون شرکت‌های غیرمالی برات‌های تامین مالی کوتاه مدت در بازار بین بانکی منتشر می‌کنند. به منظور بهبود ساختار تامین مالی اقتصادی و تشویق واحدهای تجاری رقیب به رونق بازار سرمایه به طور مستقیم در جهت تحقق نیازهای تامین مالی و کاهش هزینه‌های آن، بانک خلق چین در می 2005 مقررات مربوط به برات‌های تامین مالی کوتاه مدت و سایر اسناد حمایتی مربوط را منتشر کرد. بعد از این قانون، اولین دسته از چنین برات‌های تامین مالی مستقیم در بازار بین بانکی منتشر گردید. تا پایان سال 2005، برات‌های تامین مالی کوتاه مدت منتشره توسط شرکت‌های غیرمالی به رقمی حدود 140 میلیارد رن مینبی رسید. انتشار و مبادله برات‌های تامین مالی کوتاه مدت شرکت‌های غیرمالی عامل عمده‌ای در توسعه تامین مالی مستقیم برای این شرکت‌ها محسوب می‌شود.

چهارم، اخیراً برنامه آزمایشی وثیقه گذاری دارایی‌ها معرفی شد. مقررات مربوط به گروه گذاری دارایی‌ها به جهت اعتبار در آوریل 2005 تصویب شد، که مسیر انتشار آزمایشی اوراق بهادار رهنی<sup>3</sup> و اوراق بهادار با پشتوانه دارایی را هموار کرد. در حرکت رو به جلو، محصولات مالی مرتبط با دارایی‌های تبدیل شده به اوراق، نقش فعالی در تامین مالی مستقیم مانند مدیریت دارایی - بدهی در بانک‌ها بازی خواهند کرد.

<sup>1</sup> - Shanghai pudong development bank

<sup>2</sup> - china merchant bank

<sup>3</sup> - mortgage-backed securities (MBSs)





### افزایش ابزارهایی که به نقدینگی، مدیریت ریسک و کشف قیمت کمک می‌کند

نخست، رپوی یکسره با هدف افزایش نقدینگی بازار اوراق قرضه معرفی شد. به خصوص از تجربه‌های سایر بازارهای اوراق قرضه توسعه یافته و تعدیل کلاسیک رپو برای استفاده در بازار اوراق قرضه بین بانکی داخلی، بهره برده ایم. مقررات مربوط به اوراق رپوی یکسره در بازار اوراق قرضه بین بانکی ملی منتشر شده در آوریل 2004، ساختار رپوی یکسره را مشخص می‌کرد. معامله رپوی یکسره نه تنها نقدینگی بازار اوراق قرضه را افزایش داده بلکه روشی را برای معرفی سایر مشتقات فراهم کرده است. در پایان اکتبر 2005 گردش رپوی یکسره در بازار اوراق قرضه بین بانکی رقمی معادل 283/3 میلیارد رن مینسی بود.

دوم، اخیراً معاملات آتی اوراق قرضه<sup>1</sup> به بازار معرفی شده اند. همانگونه که در بالا بدان اشاره شد را عامل تحریک به توسعه نوآوری های مالی بیشتر در بازار موفقیت معامله رپوی یکسره است. در نتیجه، مقررات مربوط به معاملات آتی اوراق قرضه در بازار اوراق قرضه بین بانکی ملی؛ توافق اصلی درباره معاملات آتی اوراق قرضه در بازار اوراق قرضه بین بانکی ملی؛ و یادداشت بانک خلق چین در مورد موضوعات مرتبط با افشای اطلاعات و کنترل ریسک معاملات آتی اوراق قرضه در بازار قرضه بین بانکی ملی در طی آوریل - ژوئن 2005 منتشر شدند. معاملات آتی اوراق قرضه به سرمایه گذاران در اداره ریسک نرخ بهره کمک کند، نقدینگی بازار را افزایش دهد و نقش کشف قیمت را ایفا می نماید. به علاوه، معامله حق معاملات آتی می‌تواند اطلاعات کلیدی برای بانک مرکزی در اجرای سیاست پولی فراهم سازد و نیز نقش مهمی در ارتقای پیشرفت آتی بازار اوراق قرضه در بازارهای مالی به طور عمومی و خاص ایفا کند.

<sup>1</sup> - Band forward Transactions



## 2- توسعه زیربنای اقتصادی بازار اوراق قرضه بین بانکی

### ایجاد چارچوب قانونی برای بازار

در زمینه توسعه بازار اوراق قرضه، اصل «اول قانون ایجاد کن، بعد تجارت» دنبال می‌شود. این جمله بدان مفهوم است که دولت تاکید بیشتری بر استقرار قواعد و قوانین برای اطمینان نسبت به توسعه پایدار بازار اوراق قرضه داشته باشد. برای شناخت اینکه یک چارچوب قانونی مناسب، پیش‌نیازی برای ضرورت محصولات مالی نوین و توسعه بازارهای اوراق قرضه است، برخی مقررات منتشر شده که بسیاری از آنها در بخش IV قسمت 1 در بالا عنوان شد. در تنظیم این قوانین و مقررات، از نقطه نظرات و پیشنهادات واسطه‌گران و فعالان بازار در مورد چارچوب قانونی مناسب برای بازار اوراق قرضه استفاده گردید. چارچوب نهایی از طریق بهبود کارایی معاملات و تسویه‌ها، کاهش ریسک قصور و تقویت خود انتظامی صنعتی نقش مهمی در توسعه بازار ایفا کرده است. همچنین با تفسیر و بکارگیری نقطه نظرات و پیشنهادات واسطه‌گران و فعالان و شرکای بازار در مورد چارچوب قانونی مناسب، تعدادی اسناد استاندارد شد. مانند موارد تنظیم شده در زیر:

- ◆ توافق کلی در مورد رپوهای تضمین شده در بازار اوراق قرضه بین بانکی ملی
- ◆ توافق کلی درباره رپوی یکسره در بازار اوراق قرضه بین بانکی ملی
- ◆ توافق کلی درباره حق معاملات آتی اوراق قرضه در بازار اوراق قرضه بین بانکی ملی

### ایجاد زیر بنای اقتصادی بازار

زیربنای صحیح بازار برای توسعه سالم و پایدار بازار اوراق قرضه ضروری است. در شناخت این مورد، بانک خلق چین پیشرفت رو به رشدی را در سال‌های اخیر داشته است.



ابتدا، سیستم تسویه تحویل در ازای پرداخت<sup>1</sup> در بازار بین بانکی در هشت نوامبر 2004 اجرا شد، در آن زمان سیستم‌های پرداخت و ثبت دفتری<sup>2</sup> متصل بود. این ارتباط یک شکاف عمده بود که کارایی عملیاتی را افزایش داد، تقاضای نوآوری محصول را برآورده نموده و ریسک تسویه را به طور کارآ کاهش داد و کنترل کرد که به موجب آن پشتیبانی فنی برای عملیات و ایمن و کارآمدی بازار اوراق قرضه چین فراهم می‌سازد.

دوم، در اکتبر 2005 سیستم تسویه پردازش مستقیم<sup>3</sup> به طور آزمایشی در بازار بین بانکی اجرا شد که به موجب آن سیستم معاملاتی به سیستم ثبت دفتری مرتبط گردید. یک تیم کاری برای رفع تقسیم داده‌ها و مشکلات معمول انتقال داده‌ها در رابطه با اتصال سیستم‌های معاملاتی و ثبت دفتری تشکیل شد و مقررات مربوط پیش نویس شد. این گروه همچنین واسطه‌گران مالی را از طریق آزمون توسعه سیستم رهنمود می‌کند. تا اینجا سیستم تسویه پردازش مستقیم تقریباً به طور یکنواخت اجرا شده و به بهبود کار ایجاد معاملات، کاهش ریسک عملیات و تقویت کلی بازار اوراق قرضه کمک کرده است.

### گسترش مبنای سرمایه گذار نهادی (مؤسسات سرمایه گذاری)

نخست، «مقررات مربوط به تاسیس شرکت‌های مدیریت وجوه نمونه<sup>4</sup> توسط بانک‌های تجاری» در فوریه 2005 تصویب شد، که به موجب آن بانک‌های تجاری را مجاز به تاسیس عملیات مدیریت وجوه و عرضه خدمات آن می‌ساخت. تاکنون سه بانک تجاری مجوز تاسیس شرکت‌های مدیریت وجوه را دریافت کرده اند و تا پایان نوامبر 2005، سه صندوق بازار اوراق بهادار<sup>5</sup>، با انتشار حدود 14/7 میلیارد رن مینبی تشکیل شده است. علاوه بر ارتقای تامین مالی

<sup>1</sup> - Delivery Versus payment (DVP) Settlement system

<sup>2</sup> - book-entry and payment systems

<sup>3</sup> - Straight-through processing (stp) settlement system

<sup>4</sup> - Pilot Fund Management companies

<sup>5</sup> - Stock Market Funds



مستقیم، این نوآوری قانونی به پیشرفت اصلاح بانک‌های تجاری، بهبود تخصیص منابع و تنوع مبنای سرمایه‌گذاری کمک کرده است.

دوم، سرمایه‌گذاران نهادی خارجی استراتژیک<sup>1</sup> برای اولین بار در سال 2005 دسترسی مستقیم به بازار بین بانکی چین پیدا کردند. به عبارتی صندوق سرمایه‌گذاری وابسته به شاخص Pan-Asia<sup>2</sup> و صندوق سرمایه‌گذاری اوراق قرضه وابسته به شاخص<sup>3</sup> چین از دومین صندوق اوراق قرضه آسیایی<sup>4</sup>، سرمایه‌گذاری‌های قابل ملاحظه‌ای در اوراق قرضه انجام دادند. مشارکت سرمایه‌گذار نهادی خارجی نه تنها با فلسفه سرمایه‌گذاری بالغ<sup>5</sup> و آگاهی کلی از عملیات بازار اوراق قرضه و نظارت شرکتی شروع می‌شود، بلکه با رقابت سالم و محلی برای سرمایه‌گذاران نهادی جهت کسب تجربه از یکدیگر همراه است.

### 3- ترقی بازار اوراق قرضه شرکتی

توسعه ناقص بازار اوراق قرضه شرکتی با عدم نظارت کافی و چارچوب قانونی، نبود تنوع سرمایه‌گذار و نقدینگی پایین، مشکل مبرمی برای اقتصاد چین شده است. به ویژه، محدودیت‌های مربوط به شرایط انتشار دهنده، میزان انتشار و قیمت‌گذاری اوراق منتشره شرکت‌های غیرمالی جدید باید رفع شود، در حالی که افشای اطلاعات و سیستم رتبه‌بندی اعتباری نباید تقویت شود. رویه، مجوز رسمی برای انتشار اوراق قرضه شرکتی باید به تدریج به یک سیستم قابل رسیدگی و نهایتاً یک سیستم «مدیریت ثبت و پذیرش» تبدیل شود.

برای ارتقای توسعه سریع بازار اوراق قرضه شرکتی در چین، مقررات مربوط به تایید انتشار اوراق قرضه در بازار اوراق قرضه بین بانکی در سرتاسر کشور، در دسامبر 2004 تصویب شد. تا

<sup>1</sup> - Strategic Foreign institutional investors

<sup>2</sup> - Pan-Asia Index Fund

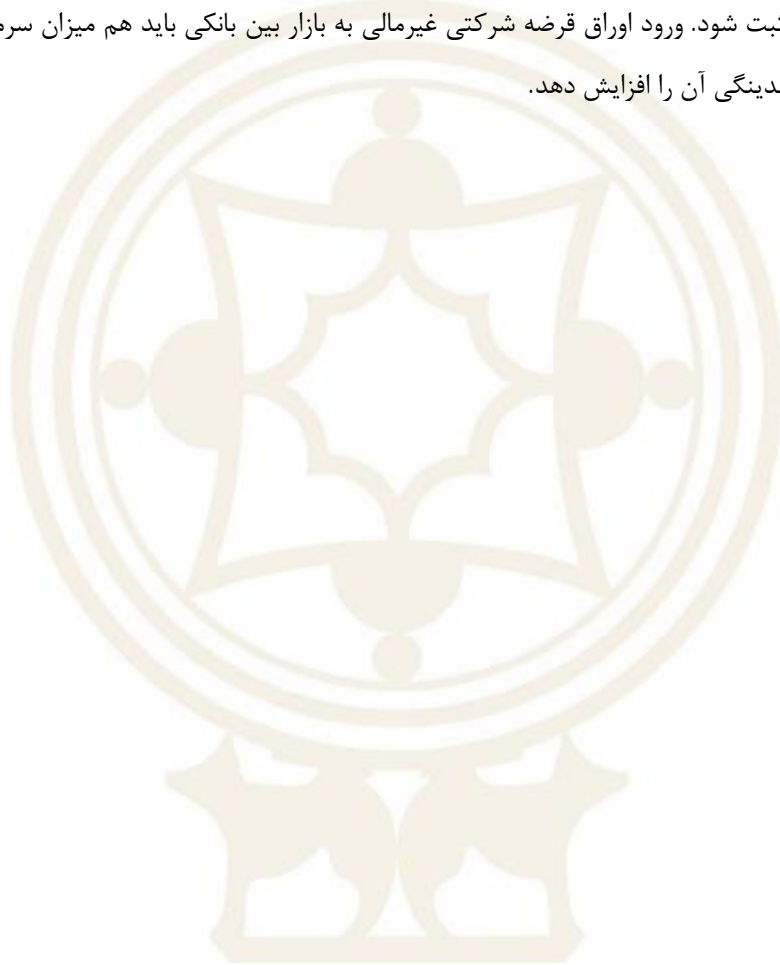
<sup>3</sup> - Index Bond Fund

<sup>4</sup> - Asian Bond Fund

<sup>5</sup> - Mature investments



پایان نوامبر 2005، به هفت شرکت مالی مجوز انتشار اوراق و معامله در بازار اوراق قرضه بین بانکی اعطا شده است. قبل از تصویب این قانون، اوراق قرضه شرکتی تنها می توانست در بازار بورس ثبت شود. ورود اوراق قرضه شرکتی غیرمالی به بازار بین بانکی باید هم میزان سرمایه بازار و هم نقدینگی آن را افزایش دهد.





## فصل دوازدهم

### توسعه بازارهای اوراق قرضه شرکتی: از منظر قانون اروپا

#### اروین نیروپ<sup>1</sup>

#### مقدمه

این مقاله توسعه بازارهای اوراق قرضه شرکتی از دید قانونی اروپا را مورد خطاب قرار می‌دهد. در حالی که یورو پیشرفت عمده‌ای در توسعه بازارهای اوراق قرضه شرکتی ایجاد نمود، اما زیربنای قانونی چنین توسعه‌ای به همان اندازه مهم به نظر می‌رسد. این موضوع به ویژه در قانون پذیرفته شده در سطح اتحادیه اروپا برای افزایش هرچه بیشتر یکپارچگی بازارهای مالی

---

<sup>1</sup> - نماینده مشاور و رئیس بخش مالی بانک مرکزی اروپا. ملاحظات صورت گرفته در سمینار راجع به بازارهای اوراق قرضه شرکتی در کان مینگ، چین، 17 تا 18 نوامبر 2005. این مقاله منعکس کننده نظرات نویسندگان و نه بانک اروپا است.



اتحادیه اروپا کاربرد دارد. این متن در پایان نتیجه گیری می کند چقدر در این بخش و به نفع بازارهای اوراق قرضه شرکتی به هدف موردنظر می رسد. در همان زمان، چه میزان باقیمانده است که باید انجام شود: به خصوص در مورد چارچوب سازمانی برای پذیرش قانون اتحادیه اروپا، کیفیت اجرای یکنواخت و کاربرد و اعمال قوی چنین قانونی در سطح ملی و تقویت همکاری بین نهادهای قانونی و نظارت؟ به طور خلاصه این مقاله سه موضوع زیر را برجسته می کند:

- چارچوب سازمانی موردنظر اتحادیه اروپا و بانک مرکزی اروپا<sup>1</sup>، یکپارچگی بیشتر بازارهای مالی اروپا شامل بازارهای اوراق قرضه شرکتی. این بخش همچنین شامل بحث مختصری درباره یورو و چارچوب سازمانی آن به منظور تشریح تفکرات خاص مورد استفاده در کل این مقاله است.
- مختصری درباره قانونگذاری و سایر نوآوری ها در اتحادیه اروپا (و گاهی اوقات فراتر از آن، اما همراه با تاثیر بر اتحادیه اروپا) که به طور خاص با بخش اوراق بهادار اتحادیه اروپا و بازارهای اوراق قرضه شرکتی مرتبط است و
- زمینه احتمالی رویدادهای مربوط به مشکلات و موارد مورد خطاب در این مقاله.

### 1- یورو و چارچوب سازمانی آن

در 1 ژوئن 1998 بانک مرکزی اروپا و سیستم بانک های مرکزی اروپایی<sup>2</sup> تشکیل شد. این سیستم متشکل از بانک مرکزی اروپا و بانک های مرکزی ملی<sup>3</sup> بیست و پنج دولت عضو اتحادیه اروپا است. این دولت های عضو در حال حاضر عبارتند از: استرالیا، بلژیک، قبرس، چکوسلواکی، دانمارک، استونی، فنلاند، فرانسه، آلمان، یونان، مجارستان، ایرلند، ایتالیا، لیتوانی، لوگزامبورگ، جزیره مالت، هلند، لهستان، پرتغال، اسلواکی، اسلونی، اسپانیا، سوئد و انگلستان.

<sup>1</sup>- European Central Bank

<sup>2</sup>- European system of central banks(ESCB)

<sup>3</sup>- National Central Banks(NCBS)



در 1 ژانویه 1999 یورو در استرالیا، بلژیک، فنلاند، فرانسه، آلمان، ایرلند، ایتالیا، لوکزامبورگ، هلند، پرتغال و اسپانیا و دقیقا دو سال بعد، در یونان معرفی شد (به عبارت دیگر در 12 دولت عضو اتحادیه اروپا). دانمارک و انگلستان با تذکر زیاد، به طور رسمی یورو را انتخاب کردند. در حالی که سوئد به دلیل نتایج همه پرسی عمومی، حداقل برای مدتی تصمیم گیری نمود که از یورو استفاده نکند. (دقت داشته باشید که سوئد شرطی برای این اثر در پیمان اتحادیه اروپا قائل نشد). ده دولت عضو جدید اتحادیه اروپا که در می 2004 به این اتحادیه پیوستند (قبرس، چکوسلواکی، استونی، لیتوانی، مجارستان، جزیره مالت، لهستان، اسلواکی و اسلونی) چنین امکان انتخابی ندارند و بنابراین نباید یورو را تا زمانی که واجد شرایط به اصطلاح «معیار همگرایی مستریجت»<sup>1</sup> نیستند، معرفی کنند. این معیار پارامترهایی را برای معرفی یورو تعیین می کند که در مورد ثبات قیمت، تنظیم مالیه عمومی، همگرایی نرخ بهره و ثبات نرخ ارز است.

بانک مرکزی اروپا در فرانکفورت و آلمان، خارج از نهادهای سیاسی اتحادیه اروپا در بروکسل<sup>2</sup> (بلژیک)، لوکزامبورگ (گرند داجی<sup>3</sup> لوکزامبورگ)، و استراس بورگ<sup>4</sup> (فرانسه) واقع شده، که بر استقلال آن به عنوان یک بانک مرکزی تاکید می کند. این بانک سه نهاد تصمیم گیری دارد:

- ◆ هیات نظارت<sup>5</sup> متشکل از ناظران بانک مرکزی ملی دوازده دولت عضو اتحادیه اروپا که این دولت ها یورو را پذیرفته اند و نیز شش عضو هیات اجرایی بانک مرکزی اروپا است.
- ◆ هیات اجرایی<sup>6</sup> متشکل از رییس، نایب رییس و چهار عضو بانک مرکزی اروپا است که همگی برای یک دوره هشت ساله غیر قابل تجدید منصوب می شوند و

<sup>1</sup> - Maastricht convergence criteria

<sup>2</sup> - Brussels

<sup>3</sup> - Grand Duchy

<sup>4</sup> - Strasbourg

<sup>5</sup> - Governance council

<sup>6</sup> - Executive Board





♦ هیات عمومی<sup>1</sup>، متشکل از کل بیست و پنج ناظر بانک مرکزی ملی و رئیس و نایب رئیس بانک مرکزی اروپا است. برای تشریح تفاوت بین این نهادهای تصمیم‌گیری با یک مثال شروع می‌کنیم: هیات نظارت، سیاست پولی بانک مرکزی اروپا را تنظیم می‌کند، هیات اجرایی آن را تکمیل می‌کند و بانکهای مرکزی ملی آن را اجرا می‌کنند. هیات عمومی به طور خاص زمینه‌های غیرمرکزی را به وظایف بانک مرکزی اروپا توزیع می‌کند. هیات نظارت هر دو هفته یکبار جلسه تشکیل می‌دهد، در حالی که هیات اجرایی مسوول مدیریت روزانه بانک مرکزی اروپا است. نمایندگان بانکهای مرکزی ملی و بانک مرکزی اروپا به طور منظم در سطح فنی در کمیته‌های گوناگونی جلسه تشکیل می‌دهند در حالی که جلسات هیات عمومی هر سه ماه یکبار تشکیل می‌شود.

بانک مرکزی اروپا بین سیستم بانک های مرکزی اروپایی و سیستم اروپایی که متشکل از بانک مرکزی اروپا و دوازده بانک مرکزی ملی دولت‌های عضو اتحادیه اروپا است که یورو را معرفی کرده اند (که بانک‌های مرکزی ملی بخش یورو نامیده می‌شوند) تمایز قائل می‌شود. بانک‌های مرکزی ملی بخش یورو در قلمرو وجود وظایف سیستم اروپایی را به سبک غیرمتمرکز، همراه با ابزارهای مناسب با آن حوزه، انجام می‌دهد.

## 2- یورو و توسعه بازارهای اوراق قرضه شرکتی

تمرکز این متن به طور عمده بر موارد قانونی است. با این وجود، برای انعکاس برخی سیگنال‌های مربوط به توسعه بازار اتحادیه اروپا، بازار اوراق قرضه شرکتی مشخص شده با یورو<sup>2</sup> به طور قابل ملاحظه‌ای از زمان معرفی یورو تاکنون رشد داشته است. اگرچه شکی نیست که عوامل مختلف زیادی را می‌توان به این رشد نسبت داد. اما بخش عمده‌ای از آن مربوط به معرفی

<sup>1</sup> - General Council

<sup>2</sup> - The euro-denominated Corporate bond market



یورو به عنوان کاتالیزوری برای توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی در بخش یورو<sup>1</sup> از معرفی این واحد پولی است. در حقیقت بازار اوراق قرضه شرکتی از حدود 200 میلیارد یورو در سال 1999، سالی که یورو معرفی شد، به حدود 900 میلیارد یورو در سال 2005 رشد داشته است. (تقریباً افزایشی حدود پنج برابر) ضمیمه یک این رشد را به طور مفصل نشان می‌دهد.

به واسطه معرفی یورو، که ریسک ارزی در بخش یورو را حذف می‌کند، بازار از چرخه مطلوب هزینه‌هایی پایین انتشار (در نتیجه بهبود نقدینگی) و توسعه مبنای سرمایه گذار تا آنجا که زیربنای قانونی این توسعه مورد توجه قرار گیرد، نفع برده است. تلاش‌های مستمر اتحادیه اروپا برای یکپارچگی بیشتر بازارهای مالی جهت ایجاد یک بازار منحصر مطلوب از طریق قانون و سایر نوآوری‌های قانونی، توسعه بازارهای اوراق قرضه را حمایت کرده است. توجه کنید تمرکز این گزارش بر اتحاد بازار مالی و اتحادیه اروپا است و ارجاعات صریح به بازارهای اوراق قرضه شرکتی تنها در جایی انجام می‌شود که مربوط باشد.

### 3- چالش‌های یکپارچه سازی بازار مالی در اتحادیه اروپا

اتحادیه اروپا تاکید زیادی بر یکپارچگی بازار مالی و توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی داشته است با این وجود، برای پیشبرد روبه جلوی این دو امر، زمان زیادی لازم است. در عوض، یک بازار داخلی بدون حد و مرز بین دولت‌های عضو اتحادیه اروپا، با بیست و پنج حوزه متفاوت وجود دارد، علاوه بر این، از آنجا که اکنون یک ارز واحد در دوازده دولت عضو اتحادیه اروپا وجود دارد، یک اختیار و اعتبار پولی واحد برای بخش یورو بانک مرکزی اروپا وجود دارد. اما هنوز مقررات متعدد و نهادهای نظارتی مختلفی در سطوح ملی وجود دارد. راه رسیدن به یکپارچگی بازار مالی در اتحادیه اروپا، آسان نیست. اول از همه، برای این که اقدام قانونی در سطح اتحادیه اروپا اعمال شود، باید صلاحیت قانونی برای انجام آن وجود داشته باشد. اگر چنین صلاحیتی وجود داشته باشد، اقدام قانونی مرتبط با اصول اتحادیه اروپا که در ذیل آمده، خواهد بود:

<sup>1</sup> - euro area



♦ متمم بودن<sup>1</sup> (بدین معنی که قانون ممکن است تنها در صورتی پذیرفته شود که برای تحقق اهداف اتحادیه اروپا لازم باشد و نتواند از طریق اقتباس از قانون در سطح ملی محقق شود)

♦ متناسب بودن<sup>2</sup> (بدین معنی که نوع و ماهیت اقدام قانونی باید متناسب با اهداف تعیین شده آن باشد و با اصل سیستم بانک‌های مرکزی اروپا در زیر مرتبط باشد).

♦ غیرمتمرکز بودن<sup>3</sup> (بدین مفهوم که تا حد ممکن و مناسب، بانک مرکزی اروپا باید بانک‌های مرکزی ملی را درگیر اجرای وظایفش در سطح ملی سازد).

شاید قسمت زیر نشان دهد که این اصول به ایجاد لایه‌های مختلف قانونی و سایر نوآوری‌هایی منجر می‌شود که همیشه شفاف و کارا به نظر نمی‌رسد.

#### 4- تمرکز بانک مرکزی اروپا بر یکپارچگی بازار مالی

بانک مرکزی اروپا خود را متعهد به یکپارچه نمودن بازارهای مالی ساخته است. بانک مرکزی اروپا در بیانیه رسالت<sup>4</sup> چندین هدف استراتژیک از سیستم اروپایی عنوان کرده است. البته، در ابتدا به عنوان یک سیاست پولی در بخش یورو و به عنوان یک سیاست مالی کامل در داخل و خارج اروپا انجام خواهد شد. اما می‌تواند به حفظ ثبات مالی و ارتقا اتحاد مالی اروپا کمک کند. به علاوه، بانک مرکزی اروپا بر موارد زیر متمرکز شده است:

- عملیات سیستم اروپایی<sup>5</sup> (سیاست پولی<sup>6</sup>، سیستم‌های پرداخت<sup>7</sup>، سیاست ضمانت<sup>8</sup>، ذخیره‌های ارزی و مدیریت وجوه مربوط به خود)

<sup>1</sup> - Subsidiarity

<sup>2</sup> - Proportionality

<sup>3</sup> - decentralisation

<sup>4</sup> - Mission Statement

<sup>5</sup> - Eurosystem operations

<sup>6</sup> - monetary policy

<sup>7</sup> - payment system

<sup>8</sup> - Collateral policy



- ثبات مالی (از طریق تنظیم و اجرای رویه‌ها و سیاست‌های مربوط به نظارت احتیاطی بر موسسات اعتباری)
- یکپارچگی بازار مالی (که در این مورد بانک مرکزی اروپا از طریق ابزارهای گوناگونی مانند هماهنگ سازی عملیات آن، نقش مشاوره در مقابل اتحادیه اروپا و قانون گذاران ملی راجع به قانون پیشنهادی در زمینه صلاحیت بانک مرکزی اروپا ایفای نقش می‌کند و خطاب به فعالان و شرکای بازار، پیشنهاداتی ارائه می‌کند).

در دیدگاه بالا، اگر بانک مرکزی اروپا و بانک‌های مرکزی ملی قصد ایفای نقش فعالانه در توسعه بازارهای اوراق قرضه شرکتی را داشته باشند، زمینه‌هایی برای انجام چنین کاری وجود دارد. با این حال، سیستم بانک مرکزی اروپا نیز نیازمند عمل برطبق اصل اقتصاد بازار آزاد همراه با رقابت آزاد و توجه به تخصیص کارآمد منابع است. در صورتی که در جایی اشخاص دیگری (بازار) با مسوولیت توسعه بازار وجود داشته باشد، شاید برای بانک مرکزی اروپا و بانک‌های مرکزی ملی بهتر است که از مداخله و درگیری موقتاً خودداری کنند. در حقیقت، این امور زمانی اتفاق می‌افتد که بانک مرکزی اروپا، درخواست انجمن بانکداری ارزی بین‌المللی<sup>1</sup> (انجمن بازارهای مالی) از توسعه بازار در اوراق کوتاه مدت<sup>2</sup> حمایت کند. که به این موضوع، پروژه STEP گفته می‌شود. بانک مرکزی اروپا توافق کرده است که آمار مشخصی را در اختیار انجمن بانکداری ارزی بین‌المللی قرار دهد تا بتواند برچسب STEP را به اوراق کوتاه مدت واجد معیار مشخص بچسباند. اما این توافق تنها برای یک دوره دو ساله است.

<sup>1</sup> - Association Combiste International(ACI)

<sup>2</sup> - Short- term paper



## 5- اقدامات قانونی برای پیگیری یکپارچگی مالی

اتحادیه اروپا و بانک مرکزی اروپا برای پیگیری اهداف موردنظرشان دارای قدرت‌های قانونی متنوعی هستند. به دلیل اصول اشاره شده در قسمت سه در بالا (صلاحیت، متمم، متناسب و غیرمتمرکز)، اقدامات قانونی به کار گرفته شده در رابطه با اتحاد مالی به طور اصلی دستورالعمل‌های اتحادیه اروپا<sup>1</sup> و رهنمودهای بانک مرکزی اروپا<sup>2</sup> هستند. انجام این دستورالعمل‌ها توسط هر دولت عضو الزامی است، اما آنها می‌توانند انتخاب شکل و روش اجرا را به نهادهای قانون گذاری ملی واگذار کنند. رهنمودهای بانک مرکزی اروپا متوجه بانک‌های مرکزی ملی است و برای بانک‌های مرکزی ملی الزامی است و معمولاً ایجاب کننده اجرای اقدامات قانونی ملی می‌باشد (که ممکن است یک قانون مدون یا ماهیت قراردادی داشته باشد). از آنجا که هم دستورالعمل‌ها و هم رهنمودها اجرا در سطح ملی را ضروری می‌سازند، ممکن است به طور بالقوه تفاوت‌هایی بین اجرا در اتحادیه اروپا و در بخش یورو وجود داشته باشد، هم کمیسیون اتحادیه اروپا (به عنوان سرپرست قانون اتحادیه اروپا) و هم بانک مرکزی اروپا به طور منظم اجرای صحیح اقدامات قانونی مربوطه را بررسی می‌کنند. اما این امر نمی‌تواند از وجود چنین تفاوت‌هایی پیشگیری کند.

همان گونه که گفته شد، بانک مرکزی اروپا همیشه سعی کرده است یک میزان فاصله در برابر بخش یورو از لحاظ اقتصادی حفظ کند و به ویژه از انحرافات در نحوه عمل طرف‌های مقابل<sup>3</sup> سیستم اروپایی در قلمروهای مختلف بخش یورو جلوگیری کند. در حقیقت، بانک مرکزی اروپا در هفت سال فعالیت خود هرگز با شکایتی پیرامون این موضوع مواجه نکرده است. با این وجود، صحیح است که سوال شود (به خصوص از نگاه گسترش آتی بخش یورو) که آیا یکپارچگی بازار مالی، پذیرش قوانین اتحادیه اروپا و بانک مرکزی اروپا را تضمین می‌کند یا خیر؟ حداقل در

<sup>1</sup> - EU Directives

<sup>2</sup> - ECB Guideliness

<sup>3</sup> - Counter parties



بخش‌های خاصی که در آن استانداردهای مناسب است. چنین مقرراتی به طور معمول قابل کاربرد و الزام آور هستند و بهتر از دستورالعمل‌های اتحادیه اروپا و رهنمودهای بانک مرکزی اروپا، یکپارچگی بازار مالی شامل توسعه بازارهای اوراق قرضه شرکتی را حمایت می‌کنند.

### 6- طرح عملیات خدمات مالی<sup>1</sup>

در اواسط دهه 1990، نیاز به افزایش در بازارهای مالی اتحادیه اروپا برای کسب منافع بازار داخلی و حرکت به سوی یک ارز واحد احساس شد. این امر منجر به پذیرش طرح عملیات خدمات مالی شد که پنج هدف اصلی دارد:

- ◆ ابداع یک ابزار قانونی توانا برای مقابله با چالش‌های قانونی جدید
- ◆ حذف پراکندگی باقیمانده در بازارهای سرمایه
- ◆ بهره برداری از فرصت‌های تجاری ایجاد شده توسط بازار مالی واحد
- ◆ تقویت همکاری نزدیک بین نهادهای نظارتی و
- ◆ توسعه یک زیرساختار یکپارچه برای اتحادیه اروپا جهت پشتیبانی از معاملات جزیی و عمده.

برای رسیدن به اولین هدف (ابداع یک ابزار قانونی) کمیته وایزمن<sup>2</sup>، با ریاست بارون الکساندر لامفالوسی<sup>3</sup>، مدیر عمومی اسبق بانک تسویه و پایاپای بین‌المللی<sup>4</sup>، مدیرعامل قبلی بانک مرکزی اروپا، موسسه پولی اروپایی<sup>5</sup> تشکیل شد تا ابزارهای جدیدی برای اقتباس قانون بازارهای سرمایه

<sup>1</sup> - The Financial Services Action plan (FSAP)

<sup>2</sup> - Committee of Wise Men

<sup>3</sup> - Baron Alexandre Lamfalussy

<sup>4</sup> - Former General Manager of the Bank for International Settlements

<sup>5</sup> - European Monetary Institute (EMI)



ابداع کند. نتیجه روش‌ها یا چارچوب لامفالوزی<sup>1</sup> نامیده شد، که بین چهار سطح عمل تمایز قائل می‌شود:

- سطح 1: اصول چارچوب تعیین شده توسط رویه‌های قانونی معمول اتحادیه اروپا (به عبارت دیگر، پیشنهاد شده توسط کمیسیون اتحادیه اروپا به هیات وزیران اتحادیه اروپا<sup>2</sup> و پارلمان اروپا برای تصمیم‌گیری مشترک)
  - سطح 2: تشکیل دو کمیته جدید: کمیته اوراق بهادار اتحادیه اروپا<sup>3</sup>، و کمیته مقررات اوراق بهادار اروپایی<sup>4</sup> جهت کمک به کمیسیون اتحادیه اروپا در تهیه اجرای معیارهای سطح اقدامات قانونی
  - سطح 3: همکاری زیاد و شبکه ارتباطی بین قانون‌گذاران اوراق بهادار اتحادیه اروپا برای ایجاد اطمینان نسبت به جابه‌جایی معادل و یکنواخت سطح یک و دو قانون (از طریق پذیرش استانداردهای اجرایی معمول)؛ و
  - سطح 4: اجرای محکم قانون اتحادیه اروپا از طریق کمیسیون اتحادیه اروپا
- بلافاصله پس از آن، ساختارهای مشابه‌ای نیز برای بخش‌های بانکی، بیمه بازنشستگی و بخش‌های مختلط مالی ایجاد شد. چارچوب لامفالوزی نسبتاً پیچیده به نظر می‌رسد، اما در حال حاضر واقع‌گرایانه‌ترین روش به سوی اتحاد کامل بازار است. با این حال، وجود نقش‌های مختلف در این چارچوب نشان می‌دهد که اتحادیه اروپا هنوز راه طولانی را تا رسیدن به چارچوب نظارتی و قانونی متحد برای بخش مالی دارد. در حقیقت، این انتظار نابه‌جاست که اتحادیه اروپا بتواند یک آیین‌نامه قوانین<sup>5</sup> برای بخش مالی به این زودی تهیه کند، اگرچه چنین آیین‌نامه قوانینی ممکن است یک هدف بلندمدت مطلوب باشد. در هر صورت، با در نظر گرفتن برنامه‌ای برای

<sup>1</sup> - Lamfalussy procedures

<sup>2</sup> - Eu Council of Ministers

<sup>3</sup> - Eu Securities Committee (ESC)

<sup>4</sup> - Committee of European Securities Regulators (CESR)

<sup>5</sup> - Rulebook



اتحاد هر چه بیشتر بازار مالی در طی دوره 2005-2010، کمیسیون اتحادیه اروپا نیز کارایی و اثربخشی روبه‌های لامفالوزی را و اینکه کجا مناسب است، بررسی می‌کند و پیشنهادی ارائه خواهد کرد.

#### 7- طرح عملیات خدمات مالی و سایر معیارهای ترقی یکپارچگی بازار مالی در بخش اوراق بهادار

در این طرح، چهل و دو معیار (اکثرا قانونی) مطرح شده است، که به طور اساسی در زمینه بانکداری و بازارهای سرمایه است. این معیارها در سطح اتحادیه اروپا در سال 2005 تکمیل شد، از آنجا که اکثر معیارها، دستورالعمل‌های اتحادیه اروپا هستند، بسیاری از آنها هنوز باید در سطح ملی اجرا شوند. شالوده قانون اتحادیه اروپا برای بخش اوراق بهادار برحسب تاریخ زمانی پذیرش عبارتند از: دستورالعمل‌های مربوط به (1) مسوولان سرمایه‌گذاری گروهی در اوراق بهادار قابل انتقال<sup>1</sup>؛ (2) سوءاستفاده بازار<sup>2</sup>؛ (3) پذیره نویسی<sup>3</sup>؛ (4) بازارهای ابزارهای مالی<sup>4</sup>؛ (5) شفاف سازی<sup>5</sup>، تمام این موارد در ضمیمه دو فهرست شده اند. البته از آنجا که بازار اوراق قرضه شرکتی موردنظر است و چون اوراق قرضه شرکتی به عنوان یک مفهوم تعریف نمی‌شود، اما معمولا به عنوان یک ورق بدهی بهادار در نظر گرفته می‌شود، ارزیابی مورد به مورد درباره آن دسته از مقررات و شرایط دستورالعمل‌های بالا که به طور خاص مربوط به اوراق قرضه شرکتی است، ضروری باشد. به عنوان مثال، اوراق قرضه شرکتی با ارزش اسمی بیش از 50000 یورو نیازی به تحقق الزامات خاص دستورالعمل‌های پذیره نویسی و شفاف سازی را ندارند، زیرا معمولا انتظار

<sup>1</sup> - Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities(UCITS)

<sup>2</sup> - Market Abuse

<sup>3</sup> - Prospectuses

<sup>4</sup> - Markets in Financial Instruments

<sup>5</sup> - Transparency





می‌رود این اوراق در بازار عمده- نه جزئی- مورد معامله قرار گیرند، در نتیجه ملاحظات مصونیت مشتری/ سرمایه گذار کمتر مربوط می‌شود.

در حالی که دستورالعمل‌های بالا مربوط به انتشار و معامله است، دستورالعمل‌هایی نیز وجود دارد که به تهاتر و پایاپای به خصوص دستورالعمل قطعیت تسویه وجوه و پایاپای<sup>1</sup> و دستورالعمل ضمانت مالی<sup>2</sup> مربوط می‌باشد (ضمیمه 2 را ملاحظه نمایید). دستورالعمل قطعیت تسویه وجوه و پایاپای برای اجتناب از ریسک سیستماتیک در سیستم‌های انتقال وجوه طراحی شده می‌باشد. در حالی که دستورالعمل ضمانت مالی جهت سهولت انتقال و تحقق ضمانت در بخش مالی، به خصوص در محدوده خارج از مرزها طراحی شده است.

همچنین اتحادیه اروپا کار بر روی موانع حیوانی پانزده<sup>3</sup> را برای یکپارچه ساختن سیستم‌های تسویه وجوه و پایاپای اوراق بهادار (که بعدها به نام رییس گروهی آنها را شناسایی کرد، نامیده شد) شروع کرده است. این موانع شامل سه قانون کلی است: (1) تفاوت‌های ملی در رفتار قانونی اوراق بهادار؛ (2) تفاوت‌های ملی بین نحوه عمل قانونی شبکه دو طرفه؛ (3) کاربرد ناهموار تضاد مقررات قانونی. برای توجه به این موانع قانونی، یک تیم کاری از سیستم بانک‌های تجاری اروپایی و اتحادیه اروپا و CESR، استانداردهای معمول برای واحدهای تجاری جهت انجام خدمات تسویه وجوه و پایاپای در اتحادیه اروپا را، بر مبنای پذیرش پیشنهادات CPSS/IOSCO در محدوده اروپا توسعه داده اند. استاندارد 1 در مورد چارچوب قانونی است و به شرح زیر است: «سیستم‌های تسویه وجوه و پایاپای اوراق بهادار و ارتباطات بین آنها باید دارای مبنای قانونی شفاف، واضح و با اساس و پایه مطلوب در حوزه‌های مربوطه باشد.» به علاوه، گروه نظارت و مشاوره تسویه وجوه و پایاپای<sup>4</sup> تشکیل شده است که متشکل از نمایندگان سطح بالای نهادهای عمومی و خصوصی

<sup>1</sup>- Settlement Finality Directive (SFD)

<sup>2</sup>- Financial Collateral Directive (FCD)

<sup>3</sup>- ۱۵ Giovanni barriers

<sup>4</sup>- Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Group (CESAME)



مختلف درگیر در این پروژه، شامل سیستم بانک های مرکزی اروپایی و CESR است. کمیسیون اتحادیه اروپا همچنین یک پروژه الزام آور قانونی<sup>1</sup> برای ایجاد چارچوب هماهنگ در سطح اتحادیه اروپا برای نحوه ثبت دفتری مالکان اوراق بهادار ایجاد کرده است. نهایتاً، کمیسیون اخیراً یک متن پیشنهادی برای دستورالعمل چارچوبی جهت تسویه وجوه و پایاپای و کارا در کل اتحادیه اروپا منتشر کرده است که موارد زیر را مدنظر قرار می دهد: حقوق انتشاردندگان اولیه و استفاده کنندگان (دسترسی، انتخاب و غیره) چارچوب قانونی عمومی؛ و الزامات نظارت مناسب. تمام این موارد در ضمیمه 2 فهرست و خلاصه شده است.

این سوال مطرح می شود که آیا دستورالعمل های بالا برای دولت هایی که در اتحادیه اروپا یا معاهده های هاگو و یونیدرویت<sup>2</sup> مشارکت نمی کنند، مربوط است. البته، پاسخ به این سوال بستگی به کاربرد قوانین در هر حوزه خاص دارد. با این حال، اگرچه دستورالعمل های بالا اغلب سازگاری را بین تمام کشورهای عضو نشان می دهد، اما استانداردهایی را نیز تعیین می کند که ممکن است برای اشخاص ثالث نیز مفید باشد.

بانک مرکزی اروپا دارای یک نقش مشاوره ای در مقابل اتحادیه اروپا و قانون گذاران ملی در مورد پیش نویس قانون در حوزه صلاحیتش دارد و اظهارنظرهایی در مورد اکثر اقدامات قانونی فهرست شده در ضمیمه دو ارائه کرده است. بانک مرکزی اروپا از این نقش مشاوره ای برای ارائه ملاحظات و توجهات خود درباره پیچیدگی فرآیند قانونگذاری و پشتیبانی آن برای استانداردسازی از طریق مقررات اتحادیه اروپا نفع می برد. اخیراً، کمیسیون اتحادیه اروپا کیفیت قانون قدیمی را بحرانی دانسته و نیاز به بهبود قانون در آینده را پیشنهاد کرده است. در حال حاضر، تمرکز بیشتر بر این است: قانون کمتر اما بهتر؛ اجرا و کاربرد یکنواخت در سطح ملی و اجرای استوار چنین قوانین؛ و همکاری شدیدتر بین نهادهای قانونی و نظارتی.

<sup>1</sup> - Legal Certainty Project

<sup>2</sup> - Magie and Unidroit Conventions



## 8- مصونیت سرمایه گذار در برابر ناتوانی در بازپرداخت بدهی

به طور آشکار برای توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی ضروری است که سرمایه گذاران بتوانند اطمینان یابند که در صورت عدم توانایی پرداخت واسطه گر مالی، دارایی‌های آنها در وضعیت ورشکستگی از بین نرود. ناتوانی در بازپرداخت بدهی‌ها در ابتدا از طریق قوانین حوزه‌ای که در آن رخ می‌داد، نظارت می‌شود، چنین قواعد و قوانینی معمولاً بیانگر ارزش‌های اجتماعی است و بنابراین تفاوت‌هایی بین حوزه‌ها مشاهده می‌شود. ذکر این نکته ضروری است که قوانین تفکیک اوراق بهادار متعلق به سرمایه گذاران از یک سو و دارایی‌های متعلق به واسطه گر مالی از سوی دیگر را فراهم می‌سازد. این امر ممکن است از طریق قراردادهای تراست<sup>1</sup> یا از طریق قانونی که به طور صریح چنین تفکیکی را ایجاد کند، بدست آید (ممکن است در مورد ثبت دفتری اوراق بهادار یا تفکیک ساختگی باشد).

ایجاد هماهنگی بین مقررات حداقل در بخش‌های خاصی از جریان قصور در بازپرداخت بدهی، نیازمند زمان تبدیل قابل ملاحظه برای اتحادیه اروپاست، به ویژه در ارتباط با بخش مالی. دستورالعمل ضمانت مالی و دستورالعمل قطعیت تسویه وجوه و پایاپای ذکر شده در بالا، نمونه‌ای از آن هستند. در میان سایر موارد، دستورالعمل قطعیت تسویه وجوه و پایاپای شامل مقرراتی برای حالتی از ناتوانی در بازپرداخت بدهی یک شریک در سیستم انتقال وجوه است. انتقالات اوراق قرضه شرکتی از طریق چنین سیستم‌های طراحی شده به طور آشکار از مصونیت این دستورالعمل نفع می‌برد (همانگونه که در قانون ملی اجرا شد). دستورالعمل ضمانت مالی شامل مقررات و شرایطی در مورد تغییر و تحول ابزارهای مالی مانند اوراق تضمین شده و تحقق این تضمین در صورت قصور در بازپرداخت بدهی است. این دستورالعمل همچنین بازارهای اوراق قرضه را تا حدودی حمایت می‌کند، به گونه‌ای که این اوراق به عنوان تضمین استفاده شوند.

<sup>1</sup> - Trust constructions



همچنین دستورالعمل تدابیر جبران خسارت سرمایه گذار<sup>1</sup> (ضمیمه دو را ببینید) موجب کمک به توسعه بازارهای اوراق قرضه شرکتی می‌شود. علاوه بر این، بسته به نوع انتشاردهنده (وضعیت اعتباری یا شرکت خصوصی) قوانین و مقررات دیگری وجود دارد که ممکن است با توسعه بازارهای اوراق قرضه ارتباط داشته باشد. به ویژه در دستورالعمل انحلال شرکت<sup>2</sup> و قانون قصور در پرداخت بدهی<sup>3</sup> (ضمیمه دو را ملاحظه کنید).

در نهایت، نوآوری‌هایی در سطح بین المللی وجود دارد که برای ایجاد قطعیت قانونی راجع به قوانین قابل کاربرد برای انتقال وجوه (همانگونه که در بخش هفت در بالا اشاره شد) فرض شده اند. این نوآوری‌ها به این جا نیز مربوط هستند، زیرا قابل کاربرد بودن قانون در انتقالات اوراق بهادار و وثیقه گذاری را که مستقیماً با وضعیت‌های قصور در پرداخت بدهی مربوط هستند، تعیین می‌کنند.

به علاوه در مورد معیارهای طرح عملیات خدمات مالی، مطابق با مطالب بالا، یک پراکندگی در قانون و نوآوری مشاهده می‌شود که تاثیر بر بازار اوراق قرضه شرکتی بر مبنای مورد به مورد، باید ارزیابی شود. در عین حال، واضح است که بازار اوراق قرضه از ذینفعان چنین قانون و نوآوری‌هایی است.

## 9- سیاست تضمین در سیستم اروپایی

نفع سیستم اروپایی در بازار اوراق قرضه شرکتی تا حدودی مبتنی بر احتمالات استفاده از اوراق قرضه شرکتی به عنوان تضمینی (وثیقه ای) برای عملیات اعتبار سیستم اروپایی است (به عبارت دیگر، اعتبار یک شبه<sup>4</sup>).

<sup>1</sup>- Investor Compensation Schemes Directive

<sup>2</sup>- Winding-up Directive

<sup>3</sup>- Insolvency Regulation

<sup>4</sup>- Overnight credit



مطابق با قوانین سیستم اروپایی، این معاملات اعتباری تنها زمانی رخ می دهد که وثیقه سپرده شده کافی وجود داشته باشد. دارایی‌هایی که این الزام را برآورده می‌سازند، به اصطلاح در فهرست‌های یک درجه‌ای و دو درجه‌ای<sup>1</sup> تضمین قابل قبول قرار می‌گیرند. فهرست یک درجه‌ای شامل دارایی‌های قابل معامله‌ای است که معیار واجد شرایط در سطح بخش یورو اتحادیه اروپا را دارد، این معیار توسط بانک مرکزی اتحادیه اروپا مشخص شده است. فهرست دو درجه‌ای شامل دارایی‌های دیگری است که بانک‌های مرکزی ملی اهمیت خاصی را برای بازارهای ملی و سیستم‌های بانکی آنها در نظر گرفته است. معیار واجد شرایط در ضمیمه سه تشریح می‌شود. بدیهی است شمول اوراق قرضه شرکتی در فهرست‌های بالا، قابلیت دادوستد را افزایش و بنابراین توسعه بازارهای اوراق قرضه شرکتی را پشتیبانی می‌کند.

بانک مرکزی اتحادیه اروپا به منظور کارایی و شفاف سازی، پروژه‌ای را با هدف ادغام فهرست‌های یک درجه‌ای و دو درجه‌ای به یک فهرست واحد شروع کرده است. از لحاظ تکنیک‌های وثیقه گذاری، وثیقه (ضمانت) از طریق خرید مجدد و معاملات وثیقه‌ای<sup>2</sup> یا سایر تکنیک‌های مشابه انجام می‌شود. از آنجا که تفاوت‌های قانونی بین این تکنیک‌ها وجود دارد (به عنوان مثال، قراردادهای خرید مجدد، انتقال مالکیت را فراهم می‌سازد، در حالی که وثیقه گذاری حق تقدم<sup>3</sup> ایجاد می‌کند)، صحبت کردن در مورد این تفاوت‌های قانونی ممکن است اهمیت کمتری نسبت به ظاهر آنها داشته باشد. در حقیقت، با دستوالعمل قطعیت تسویه وجوه و پایاپای و دستوالعمل ضمانت مالی، بانک مرکزی اروپا و بانک‌های مرکزی ملی همانند دارندگان این اوراق وثیقه‌ای، به خوبی در برابر انتشاردهندگان مصون هستند.

<sup>1</sup> - Tier One and Tier Two Lists

<sup>2</sup> - Pledge transactions

<sup>3</sup> - Priority right



بانک مرکزی اروپا در نظر دارد استفاده از قرارداد اصلی اروپایی<sup>1</sup> برای معاملات تضمین شده را حمایت کند. این قرارداد توسط فدراسیون بانکداری اروپا<sup>2</sup> در چند سال گذشته ایجاد شده است و یک توافق حفاظتی چند ملیتی، چند حوزه‌ای و چند محصولی<sup>3</sup> با شعبه‌های فرعی است که وام‌های اوراق بهادار، عملیات خرید مجدد و معاملات مشتقه (ارز خارجی، حق اختیار خرید و نرخ بهره) را پوشش می‌دهد. تا این زمان بانک مرکزی اروپا تقریباً وارد 85 قرارداد اصلی اروپایی با طرف‌های مقابل در اتحادیه اروپا و سوئیس (به طور یکسان، تماماً در زمینه عملیات ذخایر ارزی و مدیریت وجوه) شده است.

#### 10- نتیجه گیری

معرفی یورو شوک بزرگی در توسعه بازارهای اوراق قرضه شرکتی وابسته به یورو ایجاد نمود. از لحاظ زیربنای قانونی این توسعه، به ویژه از طریق پذیرش قانون اتحادیه اروپا و سایر نوآوری‌های قانونی که یکپارچگی بازار مالی اتحادیه اروپا را افزایش داد، موارد زیادی به دست آمده است. البته موارد دیگر هنوز باقی مانده است. با وجود ایجاد یک بازار منحصر، یک ارز واحد و یک نهاد پولی واحد (بانک مرکزی اروپا)، هنوز در بازارهای مالی اتحادیه اروپا پراکندگی مشاهده می‌شود.

نوآوری‌های قانونی برای تقویت اتحاد و یکپارچگی بازار مالی باید آزمون صلاحیت، متمم بودن، متناسب بودن و برای سیستم اروپایی، عدم تمرکز را محقق سازد. این امر ممکن است منجر به استفاده مستمر از دستورالعمل‌های اتحادیه اروپا (و رهنمودهای بانک مرکزی اروپا) شود. در حالی که مقررات، حداقل در حوزه‌های خاص، احتمالاً ابزار بهتری برای رسیدن به چنین یکپارچگی محسوب می‌شود و علت آن ماهیت الزام آور و قابل کاربرد عمومی آن است.

<sup>1</sup> - European Master Agreement (EMA)

<sup>2</sup> - European Banking Federation (EBF)

<sup>3</sup> - Multi- Product, multi- juris dictional and Multi- lingual umbrella agreement



بانک مرکزی اروپا و بانک‌های مرکزی ملی دارای نفع بیشتری در یکپارچگی بیشتر بازارهای مالی اتحادیه اروپا شامل بازارهای اوراق قرضه شرکتی هستند. سیستم اروپایی به احتمال زیاد از چند طریق از یکپارچه سازی حمایت می‌کند: 1) هماهنگ سازی عملیات آن؛ 2) نقش مشاوره‌ای آن بین اتحادیه اروپا و قانون گذاران ملی در مورد قانون پیشنهادی در حوزه صلاحیتش؛ 3) پیشنهادات ارائه شده به فعالان و شرکای بازار. مسوولیت‌های مهم در این مورد، یک فهرست واحد از دارایی‌های وثیقه‌ای قابل قبول برای عملیات اعتباری سیستم اروپایی و ارتقای قرارداد اصلی اروپا برای معاملات تحت پوشش این قرارداد ایجاد می‌کند.

چارچوب سازمانی برای پذیرش ترقی قانونی یکپارچه بازار مالی اتحادیه اروپا (با عنوان چارچوب لامفالوزی) پیچیده به نظر می‌رسد، اما در حال حاضر واقع‌گرایانه‌ترین روش مورد انتظار است. این چارچوب درصدد یافتن این موضوع است که آیا بررسی روش‌های لامفالوزی در سال 2007 منجر به تغییراتی خواهد شد که اثربخشی روش‌های قانونی را افزایش دهد؟ با این وجود، منافع سیاسی متفاوت موضوع بحث این احتمال را بعید می‌سازد که در آینده یک چارچوب نظارتی و قانونی متحدالشکل قابل پیش بینی بدست آید، اگرچه ممکن است آن یک هدف بلندمدت باشد.

قانون پذیرفته شده در سطح اتحادیه اروپا اغلب بیانگر توافقات سیاسی است و نیازمند دستورالعمل‌های اتحادیه اروپا و رهنمودهای بانک مرکزی اروپا و اجرا در سطح ملی است که ممکن است منتهی به انحرافات در بین اتحادیه اروپا شود. جالب خواهد بود که ببینید آیا بزرگی بخش یورو با پذیرش واحد یورو توسط ده دولت عضو اتحادیه اروپا و یکپارچگی بیشتر بازارهای مالی اتحادیه اروپا، تمایل بازیگران سیاسی به پذیرش مقررات الزام آور و قابل کاربرد عمومی را افزایش خواهد داد؟ چنین مقرراتی نیازمند اجرا در سطح ملی نیست و به این دلیل، به عنوان ابزار بهتری برای رسیدن به یکپارچگی (حداقل در بخش‌های خاص) در نظر گرفته می‌شود. با این وجود، توسعه آیین نامه قوانین برای صنعت مالی در اتحادیه اروپا هنوز راه طولانی به نظر



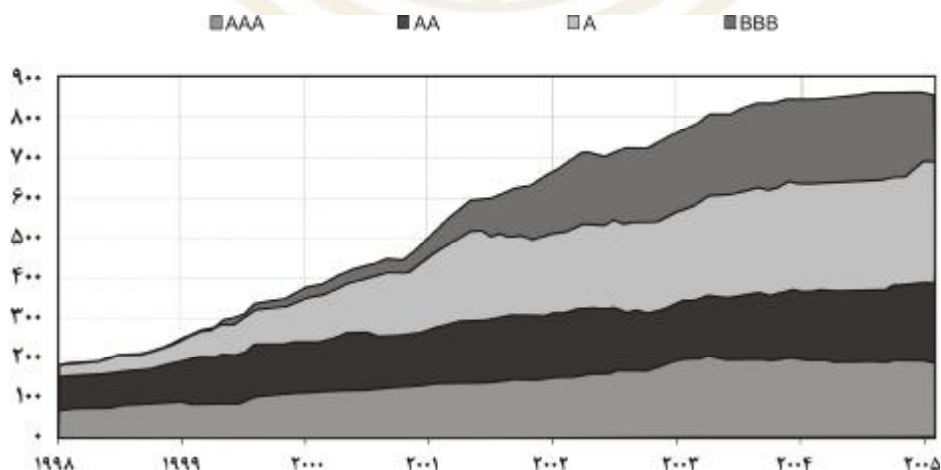
می‌رسد، زیرا موضوعاتی که در چنین آیین نامه‌ای پوشش داده می‌شود، در شکل و در مفهوم کاملاً متنوع هستند.

به طور کلی، یکپارچگی بازار مالی و توسعه بیشتر بازار اوراق قرضه شرکتی اتحادیه اروپا فرآیندهای مرحله به مرحله هستند. تمرکز این فرآیند در حال حاضر بر این موارد است: قانون کمتر اما بهتر، اجرا و کاربرد یکنواخت در سطح ملی و اجرای محکم چنین قانونی و همکاری شدیدتر بین نهادهای نظارتی و قانونی.

تمام این موارد منافعی را هم برای یکپارچگی بازار مالی و هم برای توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی دارد. از آنجا که اغلب قانون این بخش در سطح اتحادیه اروپا ناشی از توافقات سیاسی است، به طور مشخص بیانگر توجه دقیق تمام اشخاص درگیر و استانداردهای تعیین شده برای بازارهای خارج از اتحادیه اروپا می‌باشد.

### پیوست 1

#### توسعه بازار های اوراق قرضه شرکتی در بخش یورو مقادیر منتشره در هر طبقه (رتبه اعتباری) (میلیارد یورو)

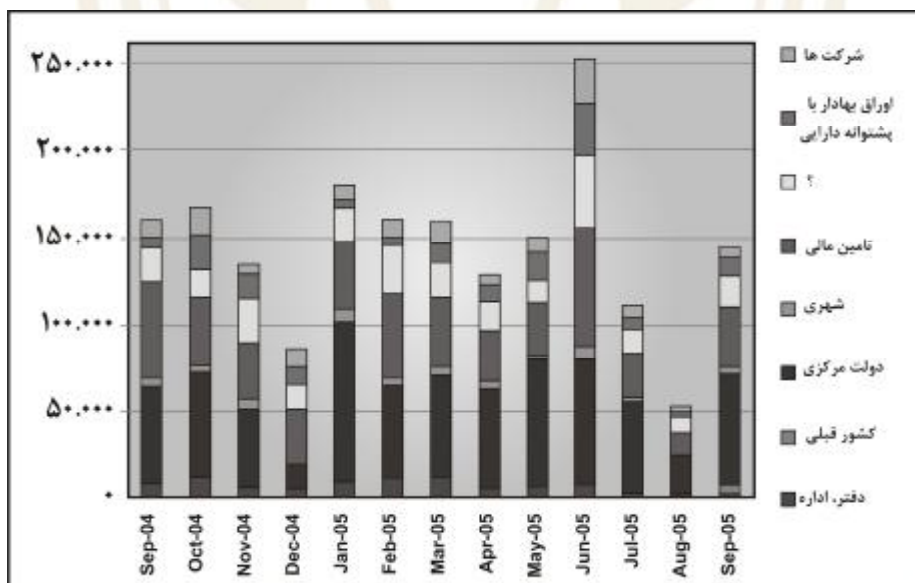




توجه: نمونه شامل 1990 اوراق قرضه در شاخص اوراق قرضه شرکتی Emu مریل لینچ است، که اوراق قرضه با رتبه سرمایه گذاری مطلوب در حوزه اروپا با حداقل اندازه انتشار 100 میلیون یورو را شامل می‌شود. اوراق قرضه های با رتبه سرمایه گذاری نیمه مطلوب و اوراق بهادار با پشتوانه دارایی از این تجزیه و تحلیل مستثنی شده اند. به علاوه، اوراق قرضه دارایی سررسید کمتر از یکسال و اوراق قرضه منتشر شده در کشورهای بخش یورو حذف شده اند. بنابراین این تحلیل مبتنی بر نمونه‌ای شامل اوراق قرضه های منتشره در هفت کشور عضو اتحادیه اروپا که عبارتند از: اتریش، فرانسه، آلمان، ایرلند، ایتالیا، هلند و اسپانیا می باشد.

منبع: بانک مرکزی اروپا، بلومبرگ

فعالیت انتشار (میلیون یورو)



توجه: تمام این ارقام، به استثنای موارد ذکر شده، از پایگاه اطلاعاتی، هیئت مدیره عمومی اداره امور مالی و اقتصادی استخراج شده است. در این پایگاه اطلاعاتی، تمام انتشارهای انجام شده



در حوزه اروپا در حدود 50 میلیون یورو یا بیشتر، براساس اطلاعات موجود در منابع مختلف (به خصوص از بررسی تامین مالی بین المللی تامسون و بلومبرگ) است. دقت شود که این پایگاه اطلاعاتی شامل تمام انتشارات با سررسید یک سال یا بیشتر است (به ویژه، شامل اوراق تنزیل شده ایتالیایی و فرانسوی که معمولاً در حجم قابل ملاحظه‌ای منتشر شده اند). به طور کلی در این گزارش، تاریخ‌های پرداخت - نسبتاً متفاوت با تاریخ‌های اعلام شده - برای انتشارهای معدودی به حساب گرفته شده است، مگر آنکه به مواردی اشاره شده باشد. داده‌ها در معرض تجدیدنظر هستند.

منبع: کمیسیون اتحادیه اروپا، هیئت مدیره عمومی اداره امور مالی و اقتصادی

تقسیم بندی نامیه‌ای اوراق بهادار بدهی منتشر شده توسط ناشران بومی بفش یورو				
میلیارد یورو: مقادیر در جریان پایان دوره				
جمع	موسسات مالی پولی	شرکت های مالی غیر پولی	شرکت های غیر مالی	
6,053	2,247	190	301	1998
6,654	2,558	287	358	1999
7,128	2,777	369	435	2000
7,768	2,991	479	533	2001
8,169	3,123	559	547	2002
8,751	3,353	665	591	2003
9,415	3,714	735	595	2004
10,160	4,087	852	627	<sup>1</sup> 2005
1- ارقام اکتبر 2005				
منبع: بانک مرکزی اروپا				



## پیوست 2

جدول A		
اقدامات قانونی اتمادیه اروپا جهت افزایش یکپارچگی بازار مالی در بخش اوراق بهادار		
خلاصه محتوا	شماره جرنال رسمی	اقدامی قانونی
هماهنگی رقابت بین UCITS در سطح اتحادیه اروپا همچنین کمک جهت رسیدن به کارایی بیشتر و مصونیت شرکای بازار UCITS تعهداتی هستند که هدف اصلی آن سرمایه گذاری جمعی در اوراق بهادار قابل دادوستد سرمایه های عمومی و واحدهایی است که به درخواست دارندگان آنها، قابل بازخرید و فک رهن دارایی های تعهد شده می باشد.	OJ <sup>2</sup> L375 1985/12/3 P.003	دستورالعمل 20 دسامبر 1985 مجلس درباره هماهنگی قوانین، مقررات و مقررات اداری مربوط به متعهدین سرمایه گذاری جمعی در اوراق بهادار قابل انتقال (دستورالعمل (85/611EEC) (UCITS)
میزان دسترسی به عضویت بورس سهام و بازارهای مالی در Mss3 گروهی برای موسسات سرمایه گذاری دارای مجوز انجام خدمات مربوط به Msهای محلی (داخلی). "Single Passport" برای موسسات سرمایه گذاری در اتحادیه اروپا و نظارت "دولت محلی".	OJ L141 11/6/1993 P.0027-0046	دستورالعمل مجلس EEC /22 /93 10 می 1993 درباره خدمات سرمایه گذاری در زمینه اوراق بهادار (ISD)
شرایطی برای Ms جهت تعیین یک یا چند طرح جبران خسارت سرمایه گذار؛ ادعاهای ناشی از عدم توانایی بازپرداخت وجه یا بازده دارایی های تحت تملک از بابت سرمایه گذار را پوشش می دهد: حداقل سطح هماهنگ جبران خسارت EUR2000 هر سرمایه گذار؛ تمام موسسات سرمایه گذاری ارائه کننده خدمات سرمایه گذاری باید مشمول یک طرح باشند، مگر آنکه معاف باشند، احتمال استثنای سرمایه گذاران خاص نه تفکیک دارایی های خود و سرمایه گذاران	OJL 084 26/03/1997 P.0022-0031	دستورالعمل EC /9 /97 پارلمان اتحادیه اروپا و مجلس در 3 مارس 1997 درباره طرح های جبران خسارت سرمایه گذار (ICSD)
قابل کاربرد برای سیستم های انتقال وجوه و شرکای آن؛ غیرقابل فسخ بودن و سفارش های انتقال؛ اعتبار و تقویت قراردادهای شبکه ای دوجانبه و چندجانبه، نبود اثر گذشته اقدامات عدم توان پرداخت بدهی در مقابل یک فرد، نظارت	OJL 166 11/06/1998 P.0045-0050	دستورالعمل EC /26 /98



<p>قانونی سیستم، حقوق و تعهدات یک فرد ورشکسته را تعیین می کند: مصونیت رهنی ایجاد شده در چارچوب مشارکت از اقدامات عدم بازپرداخت بدهی در برابر یک فرد.</p> <p>شناسایی اقدامات عدم بازپرداخت بدهی در مقابل Mss، اما برای بخش خدمات مالی قابل کاربرد نیست.</p> <p>شامل قوانین رویه ها و مفاهیم مربوط به انحلال موسسات مالی در صورت ورشکستگی آن ها</p>	<p>OJL 160 30/06/2000</p> <p>0001 - 0013 P</p> <p>OJL 125 05/05/2001</p>	<p>پارلمان اروپا و مجلس، در 19 می 1998 درباره تسویه نهایی پرداخت و سیستم های تسویه اوراق بهادار (SFD)</p> <p>قانون مجلسی (EC) شماره 1346/2000 در 29 می 2000 درباره اقدامات عدم بازپرداخت بدهی (قانون ورشکستگی)</p> <p>دستورالعمل 2001/24 پارلمان اروپا و مجلس در 4 آوریل 2001، درباره سازماندهی مجدد و انحلال موسسات اعتباری (WUD)</p>
<p>خلاصه محتوا</p>	<p>شماره جورنال</p>	<p>اعلام قانونی</p>
<p>کاربرد موثر، رژیم های ساده برای ایجاد وثیقه طبق انتقال ساده (رپو) یا ساختارهای وثیقه ای، لغو تشریفات و رویه های ایجاد و تصویب وثایق مالی (ابزارهای مالی، نقد) شناسایی حق استفاده مجدد وثایق، حفاظت وثایق از اثرات ورشکستگی ؟؟؟ (از طریق شناخت جایگزین)، ایجاد قطعیت حقوقی راجع به قوانین قابل کاربرد در ارتباط با اوراق بهادار و سرثبت شده از طریق گسترش اصل مقاله (912، SFD).</p> <p>نظم قوانین برای سوءاستفاده از بازار برخورد با داخلی های اجرای بازار، تعریف رایج سوءاستفاده، جدید مشابه در MS برای راهنمای اشتباه، همگرای روش ها، برای مبارزه با سوءاستفاده های بازار، مشارکت نزدیک مقامات ناظر (خصوصا عرضی حاشیه ای)</p> <p>هدف، نظم دادن به الزامات برات کشی، پذیرش و توزیع</p>	<p>OJL 168، 2002/6/27</p> <p>صفحات 50- 43</p> <p>OJL 096 2003/4/12</p> <p>صفحات 16-25</p>	<p>راهنمای EC / 47 / 2002 پارلمان اروپا و انجمن 6 ژوئن 2002 در ترتیبات وثیقه ای خاص (FCO)</p> <p>راهنمای EC / 6 / 2003 پارلمان اروپا و انجمن 28 ژانویه 2003 در مواجهه با بخش داخلی و اجرای بازار در راهنمای سوء استفاده از بازار</p>



<p>؟؟؟ نامه جهت انتشار در هنگام پیشنهاد اوراق بهادار به عموم پذیرش معاملات بر بازارهای منظم در MS می باشد.</p> <p>هدف اصلی تقریباً چارچوب قانونی اتحادیه اروپا برای خدمات سرمایه گذاری و بازارهای منظم با دیدگاه ایجاد دو هدف قانونی می باشد:</p> <p>1- حفاظت سرمایه گذار و ایمنی جامعیت بازار با ایجاد الزامات منظم اداره کننده فعالیت های واسطه گری های مالی</p> <p>2- بهبود بازارهای مالی جامع، کارا، شفاف و منصفانه</p> <p>اختصاص اطلاعات راجع به ناشر: ادواری / گزارش مالی ؟؟؟ و 6 ماهه، بیانیه های مدیریت موقتی، در حال پیشرفت (حوادث تغییردهنده انهدام هلندینگ های اصلی که تخصص حق رای - تحصیل و واگذاری را).</p>	<p>096 OJL 2003/12/31 صفحات 89-64</p> <p>145 OJL 2004/4/30 صفحات 44-1</p> <p>390 OJL 2004/12/31 صفحات 57-38</p>	<p>راهنمای 2003/71 /EC پارلمان اروپا و انجمن ها نوامبر 2003 در مورد امید نامه که باید هنگامی که اوراق بهادار به عموم عرضه می شوند یا برای معامله مورد پذیرش قرار می گیرند و تجدیدنظر راهنمای EC /2001/34 (راهنمای امیدنامه)</p> <p>رهنمود 2004 /39 /EC پارلمان اروپا و انجمن 21 آوریل 2004 بازارهای ابزارهای مالی ارایه کننده رهنمودهای انجمن، 93/6 /EEC و 85/ 611/EEC و رهنمود 2000 /12 /EC پارلمان اروپا و انجمن و لغو رهنمود 93/72/EEC. (MIFID)</p> <p>رهنمود 2004 /109 /EC پارلمان اروپا و انجمن 5 دسامبر 2004 در نظر دادن به الزامات شفاف و ارتباط با اطلاعات ناشران که اوراق بهادار آنها برای معامله پذیرفته می شود (در بازار شفاف و منظم)، بیانیه رهنمود 2001/34 /EC رهنمود شفافیت</p>
--	---	---



جدول B	
سایر انگیزه های اتمادیه اروپا و بین المللی برای افزایش جامعیت بازار مالی در بخش اوراق بهادار	
انگیزه ها	خلاصه محتوا
پیمان لاهه راجع به قانون قابل اعمال حقوق قطعی در رابطه با اوراق نگهداری شده با میانجیگری، توافق شده در 13 دسامبر 2002	پیمان بین المللی، 53 عضو پذیرفته شده در سال 2002 در پیمان لاهه،؟؟ هنوز پذیرفته نشده بود که تعیین می کرد کدام قانون کدام کشورها در ارتباط با اوراق بهادار ثبت دفاتر می باشد.
استانداردهای CESR-ESCB برای سیستم های تسویه و پرداخت در اتحادیه اروپا (اکتبر 2004)	اجرای استانداردهای CPSS- IOSCO – هنوز هیچ اثر حقوقی رسمی نداشته است. (در حال حاضر، به دستیابی اثر داشته است). 19 استاندار؛ استاندار 1 چارچوب حقوقی - سیستم تسویه و پرداخت اوراق بهادار و ارتباط ها بین آنها باید مبنای حقوقی شفاف، تسویه شده و درک شده داشته باشند
گروه پولی و مشاوره تسویه و پرداخت	متشکل از نمایندگان رده بالای برنامه های خصوصی و عمومی متعدد درگیر پروژه در برگیرنده ESCB و CESR می باشد. توسط کمیسیون اتحادیه اروپا تعیین شده است. انتظار می رود که گروه به همراه کمیسیون اتحادیه اروپا/ پندهایی ارایه کند: رابطه بین بدنه بخش خصوصی و عمومی درگیر در فرآیند که با گروه متخصصان در ارتباط هستند و بار مالیاتی و حقوقی را مدنظر قرار می دهند و در ارتباط با گروه بدنه؟؟ و سایر بدنه بین المللی هستند تا ثبات انگیزه ها در اتحادیه اروپا که در سطح بین المللی توسعه یافته است را تعیین کنند.
پروژه قطعیت حقوقی کمیسیون اتحادیه اروپا	انگیزه کمیته اروپا برای ایجاد چارچوب گستره اروپا برای مواجهه با اوراق ثبت دفاتر است. بیانگر مواردی مانند زیر است: ماهیت حقوق سرمایه گذار در ارتباط با اوراق به حساب آمده با واسطه گری، انتقال این حقوق، نهایی شدن انتقال این دفاتر ، مواجهه با ارتباطات بالایی، حفاظت از سرمایه گذار در مقابل اعتدال واسطه گر، تحصیل حق صداقت توسط گروه سوم.
بیان راهنمای اتحادیه اروپا حول تسویه و پرداخت	حقوق تهیه کنندگان زیرساختها و استفاده کنندگان (امکان؟؟) احتیاط و قوانین حفاظت از سرمایه گذار جنبه های مدیریتی (مانند حسابداری جداگانه)
پروژه های با حق وام برای قوانین خاص مرتبط با اوراق نگهداری شده غیرمستقیم	انگیزه های بین المللی (استرالیا، کانادا، اتحادیه اروپا) ژاپن، آمریکا و غیره برای پذیرش یک توافق بین المللی مرتبط با جاذبه های قابل توجه مرتبط با اوراق بهادار ثبت دفاتر.



## پیوست 3

دزایی‌های واجد شرایط برای عملیات سیاست‌های پولی سیستم اروپا		
ردیف 2	ردیف 1	ضابطه
ابزارهای بدهی معاملاتی <sup>1</sup> ابزارهای بدهی غیرقابل معامله <sup>1</sup>	گواهی بدهی بانک مرکزی اروپا سایر اوراق بدهی معاملاتی <sup>1,2</sup>	نوع دارایی
دارایی باید به سادگی در دسترس NCB که آن را در فهرست ستون 2 خود آورده است باشد	ابزارها باید به شکل مرکزی در یک دفتر با NCB سیستم پرداخت اوراق واگذار شود. رسیدن به حداقل استانداردهای EBB	رویه‌های پرداخت
بخش عمومی بخش خصوصی <sup>4</sup>	بانک‌های مرکزی بخش عمومی بخش خصوصی <sup>3</sup> نهادهای بین المللی و فرا ملی	نوع ناشر
دارایی باید از نظر بانک مرکزی اروپا دارای کیفیت اعتباری بالا باشد و توسط آن را در فهرست لیست دو خود قرار داشته باشد (که می‌تواند شامل ضمانت موجه شرایط ضامن اروپایی که از نظر اساسی واجد شرایط است و شامل فهرست ستون 2- بانک مرکزی اروپا می‌باشد) باشد.	دارایی باید از کیفیت اعتباری بالا وسیله بانک مرکزی اروپا (که می‌تواند شامل ضمانت ضامن واجد شرایط EEA که فرض می‌شود، از نظر مالی واضح است برخوردار باشد.	استاندارد اعتباری
منطقه اروپا منطقه اروپا منطقه اروپا <sup>6</sup> یورو <sup>7</sup> بله	کشورهای <sup>5</sup> EEA G-1 و غیر EEA EEA محل انتشار: EEA محل سکونت: منطقه اروپا <sup>6</sup> یورو <sup>7</sup> بله	محل انتشار توسط ناشر محل سکونت ضامن محل دارایی ارز استفاده مقطعی



- 1- آنها باید الف) مقدار اصل ثابت و غیرمشروط ؛ ب) ورقه‌ای که منجر به جریان نقد منفی نشود داشته باشند. علاوه بر این، کوپن باید به شرح زیر باشد 1) بدون بهره 2) ورقه با نرخ ثابت 3) ورقه نرخ شناور که بر یک مرجع نرخ بهره متصل است. کوپن باید خودش به تغییر رتبه بندی متصل باشد. علاوه بر این، اوراق قرضه تورمی نیز واجد شرایط هستند. این اوراق باید تا بازخرید تعهدات حفظ شوند.
- 2- ابزارهای بدهی حقوقی نسبت به اصل، بهره وری ایجاد می‌کنند که به حقوق داندگان سایر اوراق بدهی همان ناشر منتقل می‌شود (در یک انتشار ساختاری، به همان ناشر منتقل می‌شود) و از ستون یک مستثنی می‌شوند.
- 3- ابزارهای بدهی منتشره توسط نهاد اعتباری که مستقیماً با ضابطه‌ای که در مقاله بیست و دو بیان می‌شود به انجمن راهنمایان، EEC/85/611، همان طور که بیان شد، در ستون یک واجد شرایط هستند. ابزارهای بدهی منتشره توسط نهادهای اعتباری که مستقیماً با ضابطه‌ای که اگر آنها فهرست شود یا به بازار منظم تعریف شده در EC/2004/39 منتقل شوند، ممکن است در ستون یک پذیرفته شوند، تطابق دارد.
- 4- ابزارهای مالی منتشره توسط نهادهای مالی که با ضابطه مطرح شده مقاله بیست و دو بیان می‌شود، انجمن راهنمایان EEC/85/6/11، همان طور که بیان شد، در ستون یک واجد شرایط هستند، تطابق داشته باشند برای گزارش در ستون دو واجد شرایط نیستند. به هر حال، بانک مرکزی اروپا ممکن است به NCB حق آوردن این دارایی‌ها در فهرست ستون دو با توجه به شرایط مقطعی و محدودیت‌ها را تفویض کند.
- 5- الزام به اینکه واحد ناشر باید در همان EEA با کشورهای G10 غیر EEA ثبت شده باشد، برای نهادهای بین‌المللی و فرا ملی کاربرد ندارد.
- 6- کامل بودن و شناخت موضوع قانون عضویت در منطقه اروپا.
- 7- بیان شده به عنوان در حوزه ملی اروپا



## فصل سیزدهم

### بازارهای اوراق قرضه در حال توسعه آسیا با تجربه<sup>1</sup>

#### پولیا لیونگ<sup>2</sup>

#### 1- معرفی

دومین مرحله از صندوق اوراق قرضه آسیایی<sup>3</sup> بیانگر تلاش‌های گروه مرکزی و واحدهای پولی عضو گروه<sup>4</sup> اجلاس مدیران بانک‌های مرکزی آسیای شرقی و اقیانوسه<sup>5</sup> می‌باشد. این تلاش‌ها برای تعیین و از بین بردن موانع تعمیق<sup>6</sup> بازارهای اوراق قرضه منطقه‌ای و داخلی صورت گرفته است.

<sup>1</sup> -Asian Bond Fund

<sup>2</sup> -مدیر اجرایی (خارجی) واحد پولی هنگ کنگ (HKMA) . HKMA گروه کاری EMEAP را در بازارهای مالی منصوب می‌کند، که انگیزه‌های ABF2 را توسعه داده است. این متن براساس رایه صورت گرفته در سمینار BIS/PBC بازارهای اوراق قرضه شرکتی آمریکا، برگزار شده در کان مینگ چین 17/8 نوامبر 2005، ارائه شده است.

<sup>3</sup> - اطلاعات پیش زمینه ای درباره ABF2 در کادری در صفحات بعدی ارائه شده است.

<sup>4</sup> - گروه EMEAP متشکل از 11 بانک مرکزی و نهادهای پولی به نام بانک ذخیره استرالیا، بانک خلق چین، واحد پولی هنگ کنگ، بانک اندونزی، بانک ژاپن، بانک کره، بانک نگارا مالزی، بانک ذخیره نیوزلند، بانک مرکزی فیلیپین، واحد پولی سنگاپور و بانک تایلند است.

<sup>5</sup> -Executives Meeting of East Asia and Pacific Central Banks

<sup>6</sup> -Deepening



در تلاش برای رسیدن به این هدف، صندوق اوراق قرضه آسیایی تلاش‌هایی را صورت داده است. هدف این مقاله مشخص کردن مشاهدات صورت گرفته در فرآیند اجرایی این صندوق است که ممکن است درک بیشتری جهت ارائه راه حل و موارد مرتبط با توجه بازارهای اوراق قرضه شرکتی به خصوص بخش اوراق قرضه<sup>1</sup> شرکتی آسیا ایجاد کند. باید توجه کرد که نکات مطرح شده در اینجا بیانگر دیدگاه کلی گروه واحدهای پولی عضو که فعلاً در حال نتیجه گیری یک مطالعه جامع راجع به انگیزه‌های این صندوق است، نمی‌باشد.

صندوق اوراق قرضه آسیایی متشکل از نه صندوق است که در بخش دولتی و غیردولتی اوراق قرضه رایج محلی در بازارهای واحدهای پولی عضو گروه، سرمایه گذاری می‌کنند. صندوق‌های اوراق قرضه آسیایی شامل اوراق قرضه دولتی نمی‌باشد، اما این باور وجود دارد که تجربه کسب شده می‌تواند راه‌های توسعه بازارهای اوراق قرضه شرکتی آسیا را نشان دهد.

ساختار این مقاله به شرح زیر است. بخش دو به شکل خلاصه چالش‌های اصلی پیش روی توسعه بازارهای اوراق قرضه، خصوصاً اوراق قرضه شرکتی آسیا را نشان می‌دهد. بخش سه شرح می‌دهد که به چه شکلی صندوق اوراق قرضه آسیایی برای نشان دادن چالش‌ها تلاش کرده است، که عبارتند از توسعه مبنای سرمایه گذار، افزایش نقدینگی بازار، افزایش شفافیت قیمت و بهبود زیرساختارهای بازار. در مورد رتبه بندی اعتباری نیز بحث خواهد شد. بخش آخر نقش بانک مرکزی و مشارکت منطقه‌ای در توسعه بازار را شرح می‌دهد.

## 2- چالش بازارهای اوراق قرضه در حال توسعه آسیا

بعد از بحران مالی آسیا، سیاست گذاران آسیایی به شکل گسترده ای اهمیت یک بازار اوراق قرضه نقدینه و عمیق را در ایجاد منابع قابل اتکای تامین مالی بلندمدت برای شرکت‌ها و کم

1- برای اهداف این مقاله، اوراق قرضه به عنوان اوراق با سررسید یک سال و بیشتر و منتشر شده به جز اوراق منتشره توسط واحدهای دولتی و غیردولتی تعریف می‌شود.



کردن ریسک جاری و عدم تطابق در سررسید دریافتند. هنگامی که دو کانال تامین مالی دیگر (بانک و سرمایه) مشکل پیدا کردند یا شکست خوردند، نقش واسطه گری مالی بازارهای اوراق قرضه در زمان بحران اهمیت می یابد. تنوع کانال های تامین مالی واسطه گری مالی به این دلیل که **اثربخشی واسطه گری مالی**<sup>1</sup> را افزایش می دهد و رشد و توسعه اقتصادی را ترقی می دهد، سودمند است. در واقع اندازه بازارهای اوراق قرضه آسیایی بعد از بحران مالی سال 1997-98 به شکل قابل توجهی رشد کرده است، به هر حال همچنان توسعه اقتصادی عرضی و عمیق را کند می کند.

عوامل زیر اغلب به عنوان موانع توسعه بازارهای اوراق قرضه آسیا ذکر می شوند:

- مشارکت کم سرمایه گذار - با توجه به کم بودن نقدینگی در سیستم بانکی، واقعیت اینست که تمایل بانک های آسیایی و نهادهای مالی به اوراق قرضه در سال های اخیر افزایش یافته است. سرمایه گذاران نهادی به جز بانک ها، مانند صندوق های بازنشستگی<sup>2</sup> یا صندوق های وجوه احتیاطی<sup>3</sup>، نقش فعال بیشتری در شرایطی که مقدار وجوه تحت مدیریت در گذر زمان در حال افزایش است، ایفا کرده اند. به هر حال، مشارکت سرمایه گذاران جزئی هم چنان کم است، در حالی که در بعضی بازارها محدودیت های سرمایه گذاری خارجی، انگیزه سرمایه گذاران خارجی را کاهش داده است.

- نقدینگی پایین - در بازارهای ثانویه اوراق قرضه شرکتی نقدینگی پایین دارد. این درصد پایین نقدینگی اغلب در ارتباط با اندازه کوچک انتشارها و انتشارهای نامکرر است. در آسیا، جایی که تعداد زیادی از واحدهای کوچک و متوسط وجود دارد، انتشار شرکتی معمولاً محدود به اندازه ترازنامه شرکت است. علاوه بر این، استراتژی خریدن و نگهداشتن<sup>4</sup> اکثر سرمایه گذاران در اوراق قرضه، نقدینگی موجود در بازار ثانویه را بیشتر کاهش می دهد.

<sup>1</sup> -Financial Intermediation

<sup>2</sup> - pension funds

<sup>3</sup> - provident funds

<sup>4</sup> -Buy and Hold Strategy



### پیش زمینه‌ای راجع به صندوق اوراق قرضه آسیایی

صندوق اوراق قرضه آسیایی، ابتکار توسعه یافته توسط واحدهای پولی عضو گروه است که هدف آن توسعه و تعمیق بازارهای اوراق قرضه داخلی و منطقه آسیا است. در ژوئن 2003، این واحدها اولین مرحله صندوق اوراق قرضه آسیایی را آغاز کرد که در سبد اوراق قرضه دلار آمریکا منتشره توسط ناشران دولتی و غیردولتی آسیایی در اقتصادهای واحدهای پولی عضو گروه شامل (استرالیا، ژاپن و نیوزلند) سرمایه گذاری می‌کردند. با توجه به موقعیت اولین صندوق اوراق قرضه آسیایی، واحدهای پولی عضو گروه برای توسعه این صندوق به اوراق قرضه در ارزهای منطقه تلاش کرد و مرحله دوم صندوق اوراق قرضه آسیایی را آغاز کرد. این صندوق متشکل از نه صندوق است: صندوق شاخص اوراق قرضه آسیایی<sup>1</sup> و هشت صندوق تک بازاری<sup>2</sup>. صندوق شاخص اوراق قرضه آسیایی صندوق اوراق قرضه تک شاخصی است که در اوراق بر مبنای ارز منطقه‌ای دولتی و غیردولتی سرمایه گذاری می‌کند. هر کدام از هشت صندوق تک بازاری در اوراق بر مبنای ارز منطقه‌ای دولتی و غیردولتی که در بازار واحدهای پولی عضو منتشر شده اند، سرمایه گذاری می‌کند.<sup>3</sup> تمامی این 9 صندوق در اختیار صندوق‌های اداره شده<sup>4</sup> است که در پی اجرای شاخص‌های شفاف و از پیش تعیین شده اوراق قرضه می‌باشد، که توسط IBOXX تهیه می‌شود. صندوق‌های اوراق قرضه اداره شده گروه جدیدی از دارایی‌ها در آسیا هستند. گروه واحدهای پولی عضو در مجموع دو میلیارد دلار وجه در این صندوق سرمایه گذاری کرده است. یک میلیارد دلار در صندوق شاخص اوراق قرضه آسیایی و یک میلیارد دلار در هشت صندوق تک بازاری دیگر. گروه واحدهای پولی عضو مفروضات دقیقی برای اندازه سرمایه گذاری‌های خود مقرر کرده است به نحوی که آنقدر بزرگ نباشد که سرمایه گذاران بخش خصوصی را از بازار خارج کند و آنقدر کوچک نباشد که نتواند از اقتصادها از نظر حمایت از زیرساخت‌های لازم برای وجوه سود نبرد.

<sup>1</sup> - Pan-Asian Bond Index Fund

<sup>2</sup> - single-market funds

3 - بازار EMEAP عبارتند از: چین، SAP هنگ کنگ، اندونزی، کره، مالزی، فیلیپین، سنگاپور و تایلند.

<sup>4</sup> - managed funds



برای تضمین مشارکت وسیع تمام سطوح سرمایه گذاری، صندوق‌های اوراق قرضه آسیایی هم به شکل صندوق‌های معاملاتی - معاوضه‌ای<sup>1</sup> و هم صندوق‌های با انتهای باز<sup>2</sup>، سازماندهی شده اند که این دو ساختار بستگی به شرایط قانونی و بازارهای مرتبط دارد. در پایان 2005، صندوق شاخص اوراق قرضه آسیایی و سه صندوق تک بازاری در هنگ کنگ، مالزی و سنگاپور فهرست شده اند و پنج صندوق دیگر در ماه‌های باقی مانده معرفی خواهند شد.<sup>3</sup>

- شفافیت قیمت پایین - فقدان شفافیت قیمت معاملات اوراق قرضه در بازارهای ثانویه وجود دارد. عدم شفافیت به این دلیل است که اکثریت اوراق قرضه - خصوصاً اوراق قرضه شرکتی، در بازارهای خارج از بورس معامله می‌شود. این عدم شفافیت در بازار قیمت اوراق قرضه منجر به پراکندگی وسیع قیمت عرضه و تقاضا و به انجام معاملات پر هزینه غیر ضروری و ناکارآمد برای سرمایه گذاران می‌شود.

- رتبه بندی اعتباری پایین. عموماً مشاهده شده که ناشران اوراق قرضه شرکتی آسیا از نمایندگی‌های بین المللی رتبه بندی، رتبه اعتباری پایینی دریافت می‌کنند - برای بیشتر آن‌ها پایین تر از A. اما از بسیاری سرمایه گذاران نهادی<sup>4</sup> و مدیران ذخیره اداری خواسته می‌شود در اوراق قرضه که رتبه آن پایین تر از A نباشد سرمایه گذاری کنند و به اشاره می‌کند شکاف قابل توجهی بین رتبه بندی اعتباری ناشران و آنچه سرمایه گذاران آسیایی از بخش خصوصی و دولتی می‌خواهند وجود دارد. لذا، اکثریت ناشران بالقوه اوراق شرکتی از سرمایه گذاری هنگفت در این منطقه خودداری کرده اند.

<sup>1</sup> - Exchange Traded Fund

<sup>2</sup> - open-ended funds

<sup>3</sup> - برای جزئیات بیشتر پیش زمینه ABF2، جی ما و ای رمولونا 2005 «گشودن بازار بوسیله صندوق های وجوه منطقه ای: درس هایی از ABF2، مطالعات فصلی، B1، ژوئن، صفحات 81-92»

<sup>4</sup> - Institutional Investors



- مالیات زیاد. در بعضی بازارها، مالیات نگهداری و معامله مالی بالاست و مانع سرمایه گذاران غیربومی می‌شود. برای مثال مالیات نگهداری سود بهره که برای سرمایه گذاران غیربومی لحاظ می‌شود و مالیات بر سود سرمایه، ناشی از نگهداشتن اوراق قرضه به 27/5% می‌رسد، که مشارکت سرمایه گذار خارجی در بازار اوراق قرضه محلی را کاهش می‌دهد.

### 3- تجربه صندوق اوراق قرضه آسیایی

صندوق‌های اوراق قرضه آسیایی در اوراق قرضه پولی منطقه‌ای دولتی<sup>1</sup> و نیمه دولتی<sup>2</sup> سرمایه گذاری می‌کنند. علی‌رغم اینکه این صندوق متوجه صندوق‌های اوراق قرضه است، با موارد مشابه، همان‌طور که در بالا بحث شد، در پیشبرد انگیزه‌های برخورد می‌شود. تجربه کسب شده از اجرای این صندوق در هنگام تفکر به چگونگی توسعه بیشتر بازارهای اوراق قرضه آسیا مفید به نظر می‌رسد. مشخصاً، راجع به اینکه چگونه صندوق اوراق قرضه آسیایی چالش‌هایی مانند گسترش مبنای سرمایه گذار، افزایش نقدینگی بازار، افزایش شفافیت قیمت گذاری و پیشرفت زیرساخت‌های بازار را نشان می‌دهد بحث خواهد شد. رتبه بندی اعتباری، قبلاً بحث شده است.

### الف - گسترش مبنای سرمایه گذاری<sup>3</sup>

سوال اولیه در مورد نوآوری صندوق اوراق قرضه آسیایی این است که چگونه صندوق اوراقی طراحی کنیم که مبنای سرمایه گذاری (خواه نهادی یا جزئی) را گسترش دهد و دسترسی به سرمایه گذاران شامل محلی و خارجی را امکان پذیر سازد؟ اما در ادامه تجربه حاصل از دو صندوق سرمایه گذاری به نام هنگ کنگ (صندوق شاخص اوراق قرضه آسیایی) و صندوق شاخص اوراق قرضه هنگ کنگ را مقایسه می‌کنیم تا عواملی که علایق سرمایه گذار را تحت

<sup>1</sup> - Sovereign

<sup>2</sup> - Quasi-sovereign

<sup>3</sup> - Investor Base



تاثیر قرار می‌دهند، مشخص شود. بدنبال از بین بردن موانع بازار و قانونی برای اینکه دسترسی خارجی به اقتصادهای مختلف، تلاش‌هایی برای اعمال بهترین تجربه‌های بین‌المللی در صندوق‌های اوراق قرضه آسیایی، به عنوان بخشی از تلاش برای جذب سرمایه‌گذاران خارجی مطرح خواهد شد.

(i) - پذیرش صندوق شاخص اوراق قرضه آسیایی و صندوق شاخص اوراق قرضه هنگ کنگ<sup>1</sup>

این صندوق و صندوق‌های شاخص اوراق قرضه هنگ کنگ برای بدست آوردن پذیرش سرمایه‌گذاران تلاش‌هایی صورت داده‌اند که از زمان فهرست شدن دو صندوق در هنگ کنگ شاهد رشد منظم آنها بوده‌ایم. به دلیل عدم تحمل محیط فزاینده‌ی نرخ بهره، صندوق شاخص اوراق قرضه هنگ کنگ 49% رشد کرد، هرچند که صندوق شاخص اوراق قرضه آسیایی 13% کاهش رشد داشته‌است.

سه عامل اصلی که به رشد موثر صندوق شاخص اوراق قرضه هنگ کنگ منجر شد عبارتند از: الف- هزینه پایین مشارکت، ب- جذب سرمایه‌گذاران جزئی از طریق افزایش طرح پس‌انداز ج- جذب سرمایه‌گذاران نهادی به وسیله بدهی دلاری هنگ کنگ.

آستانه ورود جهت سرمایه‌گذاری در صندوق اوراق قرضه آسیایی نسبتاً پایین نگهداشته شد تا مشارکت سرمایه‌گذاران خصوصی را تشویق کند. اندازه معاملاتی قابل اعمال در صندوق شاخص اوراق قرضه آسیایی ده سهم است در حالی که این مقدار برای صندوق شاخص اوراق قرضه هنگ کنگ، 100 سهم است. به این معنی که حداقل مقدار سرمایه‌گذاری برای صندوق شاخص اوراق قرضه آسیایی 1000 دلار و برای صندوق شاخص اوراق قرضه هنگ کنگ، 1300 دلار می‌باشد. کمیسیون کارگزاری<sup>2</sup> (معمولاً 0/25%)، و سایر هزینه‌های معاملات این

<sup>1</sup> - The Hong Kong Bond Index Fund

<sup>2</sup> - Brokerage Commissions



صندوق و صندوق شاخص اوراق قرضه هنگ کنگ، به اندازه معامله سهام پایین است، که موجب جذابیت برای سرمایه گذارانی می شود که مشارکت در بازار سهام را تجربه کرده اند. مزیت هزینه ای صندوق های معاملاتی- معاوضه ای در مقایسه با سایر صندوق های اوراق قرضه که در بازار در دسترس هستند، به مراتب بیشتر است. برای صندوق شاخص اوراق قرضه آسیایی، هیچ هزینه پذیره نویسی<sup>1</sup> وجود ندارد. هزینه مدیریت حدود 16 برابر مینا در سال است و نرخ هزینه کل تقریباً 30 برابر مینا برای سال است، ولی برای صندوق های اوراق قرضه ای که بهتر مدیریت شده اند، نرخ پذیره نویسی از سه تا پنج درصد نوسان دارد. حق الزحمه مدیریت در دامنه ای بین 0/75 تا 1/25 %، با نرخ هزینه مازاد 1/5 % سالانه قرار می گیرد. هزینه های بالای معاملات برای صندوق هایی که فعالانه مدیریت شده اند، بیانگر مشارکت سرمایه گذار است.

جدول 1		
صندوق شاخص اوراق قرضه آسیایی	صندوق شاخص اوراق قرضه هنگ کنگ	
1,126,359	270,900	ارزش خالص دارایی
127,789	88,900	-رشد مقداری
13%	49%	-رشد درصدی
93	813	گردش میانگین روزانه

برای مهیا کردن بیشتر سرمایه گذاری در سطح خرد، مدیریت صندوق شاخص اوراق قرضه هنگ کنگ برای معرفی طرح پس انداز با بانک های تجاری شروع به کار کرد که به سرمایه

<sup>1</sup> - Subscription Fee.





گذاران خصوصی امکان سرمایه گذاری حداقل 130 میلیون دلاری در صندوق شاخص اوراق قرضه هنگ کنگ را اعطا می کرد. دو تا از بزرگ ترین بانک های تجاری<sup>1</sup> هنگ کنگ در این طرح مشارکت داشتند که یک مبلغ از پیش توافق شده سپرده ها به شکل خودکار از حساب بانکی مشتری برای سرمایه گذاری در صندوق شاخص اوراق قرضه هنگ کنگ کسر می شود. روش میانگین سرمایه گذاری، نه تنها کاهش بیشتر در آستانه ورود موثر سرمایه گذاری را به همراه دارد، بلکه در کاستن تصمیمات زمانی ضعیف توسط سرمایه گذاران جزئی موثر است.

افزایش در اندازه دارایی صندوق اوراق قرضه هنگ کنگ، به وسیله سرمایه گذاران نهادی ایجاد شده است، مانند صندوق های طرح بازنشستگی یا صندوق های وجوه اندوخته شده. به نظر صندوق شاخص اوراق قرضه هنگ کنگ، تناسب زیادی با بدهی های دلاری هنگ کنگ ایجاد می کند.

صندوق شاخص اوراق قرضه آسیایی علی رغم ظاهر کم هزینه خود، مانند صندوق شاخص اوراق قرضه هنگ کنگ، آغاز کندتری را به همراه داشته است. این صندوق که دسترسی به هشت بازار اوراق قرضه آسیا را ایجاد می کند، برند جدیدی از دارایی هاست. با توجه به بازخورد مشاوران جهانی استریت استیت<sup>2</sup>، مدیر صندوق شاخص اوراق قرضه آسیایی که در آمریکا، ژاپن و اروپا که کانال های دسترسی به صندوق ها را ایجاد کرده است، عنوان می کند این گروه دارایی ها، پذیرش بیشتری بین سرمایه گذاران ژاپنی (مانند بانک های ژاپن) کسب می کند، اما این پذیرش در بین صندوق های بازنشستگی سنتی و سایر سرمایه گذاران نهادی امریکا و اروپا کمتر است. هزینه های پایین مدیریت که در صندوق های مدیریت شده ظاهر شده است، به این امر کمکی نخواهد کرد. نقطه مبنای<sup>3</sup> پانزده در هزینه های مدیریت برای مدیران وجوه صندوق شاخص اوراق قرضه

<sup>1</sup> - Commercial Banks

<sup>2</sup> - State Street Global Advisors

<sup>3</sup> - Basis Point



آسیایی به این معنی بوده است که بودجه بازاریابی محدود می‌شود. همچنین فضا برای ایجاد انگیزه توزیع کنندگان در بازارها کم است. توجه گردد که دریافتی‌های سپرده گذاری موسسه استاندارد اند پورز<sup>1</sup> (که معمولاً Spiders<sup>2</sup> نامیده می‌شوند)، اولین صندوق‌های معاملاتی - معاوضه‌ای عرضه شده در آمریکا، قبل از اینکه تبدیل به یک پدیده موفق در سال 1990 شود، سه سال به طول انجامید.

### (ii) - از بین بردن موانع عرضی - حاشیه‌ای<sup>3</sup>

صندوق اوراق قرضه آسیایی در از بین بردن محدودیت‌های عرضی حاشیه‌ای جهت مشارکت بیشتر سرمایه گذاران خارجی در بازارهای مختلف به شکل ابزاری عمل کرده است. صندوق شاخص اوراق قرضه آسیایی اولین سرمایه گذار خارجی بود که مجوز سرمایه گذاری در اوراق قرضه معاملاتی و اوراق قرضه معامله شده در بین بانک‌های مینلند چین را کسب کرد و از انعطاف پذیری عواید برگشتی استفاده نمود. برای مثال، سرمایه‌گذاران نهادی خارجی واجد شرایط<sup>4</sup> ممکن است با توجه به محدودیت‌های سرمایه‌گذاری و بازگشت سرمایه، تنها در اوراق قرضه رمینیبی<sup>5</sup> معاملاتی، سرمایه گذاری کنند.

در مالزی، قوانین اداری معاملات خارجی، به منظور بهبود سرمایه گذاری عرضی - حاشیه‌ای<sup>6</sup> شامل دسترسی از طریق صندوق شاخص اوراق قرضه آسیایی تعدیل شد. مقامات مالزی، تمام محدودیت‌های حفاظتی موجود برای غیر بومی‌ها را نیز از میان برداشتند. شرکت‌های تحت کنترل غیربومی‌ها، در حال حاضر از دسترسی به امکانات اعتباری کناری بازار در ارز محلی

<sup>1</sup> - Standard & Poor's Depository Receipts

<sup>2</sup> - Standard & Poor's Depository Receipts

<sup>3</sup> - Cross-Border Impediments

<sup>4</sup> - Qualified Foreign Institutional Investors (QFII)

<sup>5</sup> - Reminbi

<sup>6</sup> - Cross Border



استفاده می‌کنند. در تایلند و مالزی، بازارهای اوراق قرضه داخلی، که برای انتشار توسط نهادهای چند جانبه و سرمایه‌گذاران غیربومی باز شده است، از مالیات معاف شده‌اند.

### iii- پذیرش رویه بین‌المللی

مشاهده بهترین رویه بین‌المللی، مشارکت بیش‌تر سرمایه‌گذاران خارجی را به همراه داشته است. مدارک مرتبط با صندوق شاخص اوراق قرضه آسیایی مانند سند وثیقه<sup>1</sup> و امیدنامه<sup>2</sup> با دقت زیاد مطابق با استانداردهای بین‌المللی و بهترین رویه تنظیم شده است. این مدارک به عنوان مدلی برای پیش‌نویس و تنظیم مدارک صندوق‌های اوراق قرضه آسیایی، بکار می‌روند و لذا به بهبود پذیرش استانداردهای بین‌المللی در بین بازارهای واحدهای پولی عضو گروه کمک می‌کند.

عملیات مستند سازی صندوق‌های جزء صندوق اوراق قرضه آسیایی با توجه به قوانین و استانداردهای مختلف در بازارهای خصوصی واحدهای پولی عضو گروه، بسیار سخت است. یک نمونه بارز، ارزشیابی صندوق‌های جزء صندوق اوراق قرضه آسیایی است. به منظور مصونیت سرمایه‌گذاران، پیشنهاد این واحدها مبنی بر داشتن امین<sup>3</sup>، منجر به ارزشیابی صحیح صندوق‌ها شد، چون امین برخلاف مدیریت صندوق، نباید نفعی در عملکرد صندوق داشته باشد. این یک مورد رایج در بازارهای توسعه یافته است. اما در بسیاری از بازارهای واحدهای پولی عضو گروه، قوانین محلی مدیران صندوق را ملزم به ارزیابی می‌کند. بعد از بحث‌های طولانی با قانون‌گذاران مربوطه، واحدهای پولی عضو گروه در نهایت تعیین کردند که مدیران صندوق باید ارزیابی را همان‌طور که توسط قوانین محلی الزام شده است، انجام دهند و به عنوان تضمین بیشتر، تایید ارقام توسط امین نیز مورد نیاز است.

<sup>1</sup> - trust deed

<sup>2</sup> -Prospectus

<sup>3</sup> -Trustee



### ب- افزایش نقدینگی بازار

فقدان نقدینگی، سرمایه گذاران را از مواجه شدن با هزینه زیاد مبادلات می ترساند. برای افزایش نقدینگی بازار، صندوق اوراق قرضه آسیایی، از یک مکانیزم بازارسازی<sup>1</sup> رایج در معاملات اوراق قرضه دولتی اقتباس شده است که امکان ایجاد اطمینان نسبت به محدود کردن پراکندگی قیمت پیشنهادی خرید و قیمت عرضه<sup>2</sup> در معاملات این صندوق در بازار سهام وجود دارد. در اجرای صندوق اوراق قرضه آسیایی، دریافتیم که، در نظر گرفتن موسسات مالی به عنوان بازارسازان کار ساده‌ای نیست، چون ممکن است به تغییراتی در سیستم و ادغام کردن دو مرکز سود که به نام گروه سرمایه (با دسترسی به بازار) و گروه درآمد ثابت<sup>3</sup> بودند، نیاز داشته باشند. هم انگیزه‌های پولی و هم انگیزه‌های غیرپولی (مانند حق انجام نوآوری) ایجاد شده بود که به تشکیل بازارساز برای هر صندوق شاخص اوراق قرضه آسیایی و صندوق شاخص اوراق قرضه هنگ کنگ منجر شد.

تنظیمات بازارسازی، ثابت کرده اند که در حفظ ثبات پراکندگی قیمت پیشنهادی خرید و فروش، موثر بوده اند. برای مثال، میانگین پراکندگی قیمت پیشنهادی خرید و فروش برای این صندوق، به ندرت به 0/16 دلار آمریکا می‌رسید (در مقایسه با قیمت معامله شده 98/3 دلار آمریکا به ازای هر واحد). این پراکندگی، نسبت به آنچه در آسیا مشاهده شد، محدودتر بود.

در تفکر پیرامون راه‌های افزایش نقدینگی برای بازارهای اوراق قرضه شرکتی، سوال مربوط اینست که آیا مکانیزم ساخت بازار می‌تواند در معاملات اوراق قرضه نیز ایجاد شود؟ مطمئناً یک دلیل برای اینکه چرا نهادهای مالی نسبت به بازارساز شدن اوراق قرضه شرکتی، بی‌میل هستند، نقدینگی انتشارهای شرکتی است. هنگامی که بسیاری از سرمایه گذاران، استراتژی

<sup>1</sup> -Market Making

<sup>2</sup> - bid-ask spreads

<sup>3</sup> -Fixed Income Group



خریدن و نگه داشتن را در پیش می‌گیرند، ممکن است نقدینگی کافی برای توسعه بازار یا وام دهی اوراق بهادار برای بازسازان به منظور مدیریت افشا وجود نداشته باشد. این مفروضات باید به منظور تشویق توسعه این وام دهی یا بازار وام دهی اوراق در نظر گرفته شوند.

### ج - افزایش شفافیت قیمت

شفافیت، کارایی بازار را افزایش می‌دهد و برای سرمایه گذار اطمینان فراهم می‌کند. مطالعات متعدد در آمریکا نشان داده است که شفافیت زیاد قیمت معاملات، به پراکندگی کمتر قیمت پیشنهادی خرید و فروش برای اوراق قرضه شرکتی منتهی شده است.<sup>1</sup> ساختار صندوق‌های اوراق قرضه آسیایی مانند اوراق قرضه ی صندوق‌های معاملاتی - معاوضه ای، شفافیت معاملات را از طریق جریان سفارشات و اطلاعات معاملات که در دسترس فعالان، نهادهای قانونی، و دولت قرار می‌گیرد، افزایش می‌دهد. همچنین، از آنجایی که صندوق‌های اوراق قرضه آسیایی، از نوع صندوق‌های شاخص اوراق قرضه با مدیریت منفعل هستند، شفافیت و گزارش شاخص‌های اوراق قرضه ی مبنا برای ایجاد اطمینان نسبت به ارزشیابی دقیق و بهبود عملکرد شاخص‌ها مهم می‌باشد و صندوق‌های اوراق قرضه آسیایی، بودن در گروه صندوق‌های iBOxx ABF را برگزیده اند، چون که پایگاه آنها بهتر از شاخص‌های تک شرکتی است. iBOxx از منابع مختلف برای ارزشگذاری اوراق قرضه استفاده می‌کند و قوانین ساختاری شفاف را برای اطمینان از این عملکرد شاخص مبنا که توسط مدیران صندوق‌ها پیگیری می‌شود، مورد استفاده قرار می‌دهد. با توجه به ساختار چند قیمتی<sup>2</sup>، iBOxx با موارد فنی متعددی مواجه است، که یکی از آنها، ارزیابی اوراق قرضه‌ای است که به سختی معامله می‌شوند.

1- ادوارد ری، کی، ال اس هریس و ام اس پیووار (2005) «شفافیت اوراق قرضه شرکتی و هزینه ی مبادله» کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا  
2- Multi-Pricing Structure



#### د - توسعه زیرساخت‌های بازار

گروه شاخص‌های iBoxx ABF، بهای زیادی را برای زیرساخت‌های آسیا در نظر گرفت. علاوه بر این، تعدادی از صندوق‌های تک بازاری به اوراق قرضه صندوق‌های معاملاتی - معاوضه ای تغییر ساختار داده اند و با این تغییر، زیرساخت‌های حمایتی بازار مورد نیاز است. برای مثال سیستم تسویه و پرداخت<sup>1</sup> اوراق سرمایه‌ای و بدهی باید با هم مرتبط شوند تا نوآوری و بازخریدهای خاص واحدهای صندوق را ممکن سازند. صندوق‌های اوراق قرضه آسیایی اتصال این دو سیستم را در بعضی از بازارها، تسریع کردند. علاوه بر این، متولی جهانی صندوق شاخص اوراق قرضه آسیایی و هشت صندوق تک بازاری، اولین شبکه متولی آسیایی را که هشت بازار را به هم مرتبط می‌کند، با موفقیت ایجاد کرده است.

#### ه - رتبه بندی اعتباری

رتبه بندی اعتباری، حوزه‌ای است که صندوق اوراق قرضه آسیایی برای آن تلاش کافی نکرده است. به دلایل عملی مختلف، صندوق شاخص اوراق قرضه آسیایی رتبه بندی نشده است. در عوض میانگین رتبه بندی اوراق قرضه بدهی در این صندوق به منظور یاری رساندن به سرمایه گذاران در تعیین سطح ریسک اعتباری که ممکن است ایجاد شود، محاسبه و افشا می‌شود. برای سبد اوراق دولتی و نیمه دولتی، رتبه محاسبه شده این صندوق، A- است، که بهترین رتبه دارایی‌های آسیا است. حتی با این شرایط، باز خور بازار صندوق شاخص اوراق قرضه آسیایی اشاره به این دارد که رتبه بندی A به اندازه کافی برای سرمایه گذاران نهادی بزرگ با استراژی‌های سرمایه گذاری محافظه کارانه کافی نیست. برای مثال، بانک‌های توسعه چندجانبه در منطقه، تنها در رتبه‌های اعتباری AA یا بالاتر سرمایه گذاری می‌کنند.

<sup>1</sup> - Clearing and Settlement System



مشکل برای اوراق قرضه شرکتی بحرانی تر است، چون که رتبه اعتباری آنها، از موارد غیردولتی نیز کمتر است. در این ارتباط، آزمایش راه‌هایی مانند افزایش اعتبار و مکانیزم‌ها گارانتی که ممکن است به غلبه بر این مشکل کمک کنند، با اهمیت است.

#### 4- نقش بانک مرکزی و مشارکت منطقه ای

یکی از سوالاتی که اغلب راجع به صندوق اوراق قرضه آسیایی پرسیده می‌شود این است که چرا بانک‌های مرکزی بایستی درگیر شوند؟ بعضی‌ها بحث می‌کنند که درگیری بخش خصوصی در بازار بدون حضور بانک مرکزی کافی خواهد بود. به هر حال، عده‌ای ممکن است به این نکته اشاره کنند که گاهی ممکن است، بازار با شکست مواجه شود. در زمان وجود شکاف، نیاز به حضور بخش خصوصی احساس خواهد شد. بعلاوه، اصلاح ساختار قانونی و بازار، از جمله کالاهای عمومی هستند و فرصتی برای بخش خصوصی ایجاد می‌شود تا تلاش‌هایی جهت اصلاح ساختار قانونی و بازاری صورت دهد.

تجربه این صندوق مشارکت بین بخش‌های خصوصی و دولتی را نشان می‌دهد. این مشارکت، نه تنها توسط متخصصان بانک مرکزی، بلکه توسط مدیران صندوق‌های بخش خصوصی، تهیه کنندگان مستقل شاخص‌ها و مسوولان ترسیم شده است، که همه آنها در یک فرآیند رقابتی برگزیده شده‌اند. صندوق اوراق قرضه آسیایی مدلی برای مشارکت بین بخش‌های عمومی و خصوصی در پروژه‌های با این مقیاس ارائه می‌کند.

لذا نوآوری این صندوق مرحله مهمی را در مشارکت بانک مرکزی نشان می‌دهد، در حالی که این نوآوری نتایج عملی بی شماری را در تعمیق و گسترش بازار اوراق قرضه آسیا بیان کرده است. موانع بیشتری در این فرآیند شناسایی شده که هنوز به آنها اشاره نشده است. در حالی که گروه واحدهای پولی عضو تجربه خود با صندوق اوراق قرضه آسیایی را بررسی می‌کند و رهنمودی برای بازار اوراق قرضه شرکتی در نظر می‌گیرد، می‌توان اطمینان یافت که جنبش مشارکت در کشف راه‌های جدید به منظور حرکت به سمت توسعه، از بین نخواهد رفت.



## فصل چهاردهم

### بازار بدهی شرکتی هند

### ویکی شارما و چاندان سینا<sup>1</sup>

### بانک ذخیره هند<sup>2</sup>

#### 1- مقدمه

بحران مالی 1997-98 آسیا، محدودیت‌های سیستم بانکی که به شکل منطقی قانون‌گذاری، نظارت، تامین سرمایه و مدیریت شده بود را نشان داد. نقش اولیه سیستم بانکی ایجاد و حفظ نقدینگی لازم برای تأمین مالی تولیدات در یک افق زمانی کوتاه مدت است. این بحران نشان داد

---

<sup>1</sup> وی کی شارما و چاندان سینا، به ترتیب مدیراجرایی و مدیرعمومی اصلی، بخش بازارهای مالی بانک ذخیره هند (RBI) هستند. موارد مطرح شده، دیدگاه نویسنده هاونه RBI است.

<sup>2</sup> - Reserve Bank of India(RBI)





سیستم بانکی بدون اینکه یک اقتصاد را نسبت به فشارهای خارجی آسیب پذیر کند، تنها منبع سرمایه گذاری بلندمدت سرمایه است. با توجه به این پیش زمینه و بر مبنای تجربه، بحث شده است که تامین مالی اوراق قرضه آسیب پذیری اقتصاد کلان را نسبت به شوکها و ریسک سیستماتیک از طریق تنوع بخشی<sup>1</sup> به ریسک اعتباری و سرمایه گذاری کاهش می دهد.

از دیدگاه کشورهای در حال توسعه، یک بازار اوراق قرضه نقدینه نقش مهمی در حمایت از توسعه اقتصادی ایفا می کند. اول اینکه، از سیستم بانکی برای دستیابی به الزامات بخش شرکتی جهت سرمایه گذاری بلندمدت و ایجاد دارایی حمایت می کند. دوم اینکه، در هنگامی که بازار سرمایه رقیق است، یک منبع ثابت تامین مالی ایجاد می کند. سوم اینکه یک بازار اوراق قرضه شرکتی نقدینگی توسعه یافته به عنوان یکی از گزینه های منابع، بسیار مهم است، چونکه نقش توسعه موسسات مالی کمرنگ شده است.

هیچ فرآیندی که بازارهای اوراق قرضه از طریق آن توسعه یافته باشد، وجود نداشته است. به هر حال، بر مبنای تجربه جهانی، می توان گفت شرایطی پیش نیاز رشد بازار اوراق قرضه شرکتی است، را در ذیل برشمرده می شود:

1- سهم بخش خصوصی در اقتصاد بزرگ است و الزامات تامین مالی آن مستقیماً از طریق بازار با انتشار اوراق بدهی و سرمایه برآورده می شود.

2- نرخ های بهره کاملاً بدون قانون هستند و بازارهای مالی نیز مکمل یکدیگر هستند.

3- بازار اوراق قرضه دولتی توسعه یافته است و می تواند منحنی بازدهی مبنای<sup>2</sup> برای قیمت گذاری اوراق قرضه ارائه کند.

4- سیستم های تسویه و پایاپای، چه از نظر زیرساختها و چه از نظر مصونیت سرمایه گذار به روز هستند. یک سیستم سپرده گذاری برای تسهیل انتشار و معامله مناسب است.

<sup>1</sup> -Diversification

<sup>2</sup> - Benchmark Yield Curve



5- یک چارچوب قانونی که افشای کافی، استاندارد حسابداری، نظارت شرکتی مناسب و مانند آنها را فراهم می‌کند، وجود دارد.

6- قوانین به منظور نظارت قانونی و مصونیت سرمایه گذار تصویب می‌شوند.

7- سیستم معتبر موسسات رتبه بندی باتجربه به منظور اظهارنظر راجع به انتشار بدهی در حوزه دولتی وجود دارد.

8- دولت یک سیاست روشن دارد که هدف آن توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی است.

تا جایی که به وضعیت موردنیاز توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی اشاره شد، هند در وضعیت مناسبی است. یک بازار اوراق بهادار دولتی توسعه یافته منحنی بازده قابل اتکا ایجاد می‌کند. بورس های اصلی سهام، پایگاه هایی برای اوراق بدهی دارند. سیستم سپرده گذاری فعلی، خوب کار می‌کند. شرکت تسویه وجوه هند<sup>1</sup> در ایجاد مبادلات اوراق دولتی، ارزشهای خارجی و سایر بازارهای پولی موفق بوده و سیستم پرداخت به شکل قابل توجهی در سالهای اخیر رشد کرده است. پرداخت اوراق دولتی در 29 مارس 2004 به یک سیستم تحویل در ازای پرداخت<sup>2</sup> (DVP<sup>3</sup>) تغییر یافت و چرخه پرداخت سرمایه در 12 مارس 2003 به T+2 تغییر کرد. تسویه ناخالص به هنگام<sup>4</sup> برای معاملات بانکهای تجاری در موقعیتهای متعددی در چند سال گذشته، عملیاتی شد. اخیراً، موسسات رتبه بندی زیادی در هند با ظرفیت ارزیابی اعتباری قابل توجه و پیگیری کافی سوابق وجود دارد.

هیات بورس اوراق بهادار هند<sup>5</sup> و بانک ذخیره هند، برای افزایش شفافیت، از طریق قوانین مناسب مانند اجبار نگهداری اوراق بهادار به مقدار کم، محدود کردن سرمایه گذاری در اوراق فهرست نشده، الزام موارد افشا برای عرضه های خصوصی توسط شرکت های فهرست شده و

<sup>1</sup> - Clearing Corporation of India Limited(CCI)

<sup>2</sup> - delivery vs payment system (DVP III)

3 - DVP<sup>3</sup> در وضعیت پرداخت، هم طرف صندوق و هم طرف اوراق، در معاملات بر مبنای خالص محاسبه می‌شوند.

<sup>4</sup> - Real-time gross settlement( RTGS)

<sup>5</sup> - The Securities Exchange Board of India( RTGS)



استفاده از سیستم تطابق سفارش در مبادلات سهام اقداماتی انجام داده اند. در پی ارائه بودجه 2005-06 وزیر مالی، یک کمیته متخصص سطح بالای اوراق قرضه و بهادار شرکتی تشکیل داد تا به موارد قانونی، مقرراتی، مالیاتی و طراحی بازار برای توسعه اوراق قرضه شرکتی و بازار اوراق سرمایه‌ای دقت کنند. کمیته باید گزارش خود را در فواصل کوتاه ارائه کند.

## 2- ترکیب اصلی بازار اوراق قرضه شرکتی هند

### 1-2 اندازه نسبی و اهمیت

برای بیشتر کشورهای در حال توسعه، که در وابستگی آنها به وام بانکی زیاد است، بازار اوراق قرضه شرکتی در مقایسه با کشورهای توسعه یافته، کوچک، حاشیه‌ای و ناهمگن است. هند سیستم مالی متمرکز بر بانک داشته است. به عنوان منبع وجوه برای بخش شرکتی، سهم بازار سرمایه داخلی در سال مالی 2004-5 حدوداً  $10/4\%$  بوده است در حالی که سهم استقراض داخلی از بانک و موسسات مالی  $34/7\%$  بوده است. علاوه بر این، شرکت‌ها می‌توانند از بازارهای خارجی برای افزایش سرمایه، بدهی و وام‌ها استفاده کنند. در سال‌های اخیر، سهم وام‌هایی که توزیع شده در سال 2004-5،  $23/3\%$  است که رقم قابل توجهی است. تسلط سیستم بانکی از این حقیقت ناشی می‌شود که سهم وام بانکی به تولید ناخالص داخلی تقریباً  $36\%$  است در حالی که نسبت بدهی دولتی به تولید ناخالص داخلی تنها چهار درصد یا کمی بیشتر است. با همین مقیاس، بازار سرمایه دولتی، نه تا ده برابر بازار اوراق قرضه شرکتی است.

بازار اوراق بدهی شرکتی هند، از زمان استقلال هند وجود داشته است. شرکت‌های دولتی، سرمایه خود را به وسیله انتشار اوراق بدهی در ابعاد کوچک، افزایش داده اند. تعهدات بخش عمومی تحت اختیار ایالتی<sup>1</sup>، که انتشار اوراق قرضه را در سال مالی (8-1985) آغاز کرد،  $80\%$

<sup>1</sup> - State-owned public sector undertakings (PSUs)



بازار اولیه را در اختیار گرفت. با کاهش نرخ بهره و دسترسی بیشتر به وجوه، انتشار شرکتی در ماه‌های اخیر، رشد قابل توجهی را نشان داده است (جدول 1). کاهش در سهم بدهی در بسیج کلی منابع در دو سال اخیر می‌تواند به بازارهای سرمایه‌ی شناور نسبت داده شود. در هنگام مقایسه با بازار اوراق دولتی رشد بازار اوراق بدهی شرکتی، کمتر رضایت بخش بوده است؛ در حقیقت، سهم خود را در دوره‌های مرتبط از سال مالی 2004-5 از دست داده است.

\*سال مالی (آوریل - مارس)

جدول 1							
کل منابع بفش شرکتی (میلیارد روپیه)							
سال مالی*	انتشار سرمایه عمومی	انتشار بدهی			جمع منابع (2+5)	سهم عرضه	سهم بدهی
		عرضه عمومی	عرضه خصوصی	جمع (3+4)		خصوصی در کل بدهی (4/5*100)	در بسیج کل منابع (5/6*100)
						(%)	(%)
1	2	3	4	5	6	7	8
2000-01	24/79	41/39	524/34	565/73	590/52	92/68	95/80
2001-02	10/82	53/41	462/20	515/61	526/43	89/64	97/97
2002-03	10/39	46/93	484/24	531/17	541/56	91/16	98/08
2003-04	178/21	43/24	484/28	527/52	705/73	91/80	74/75
2004-05	214/32	40/95	553/84	594/79	809/11	93/12	73/51



جدول 2					
منابع بدست آمده از اوراق قرضه (میلیارد روپیه)					
سال مالی	2000-01	2001-02	2002-03	2003-04	2004-05
کل بدهی	1,850,56	2,040,69	2,950,96	2,509,09	2,050,81
شرکتی*	565,73 (%31)	515,61 (%25)	531,17 (%23)	527,52 (%21)	594,79 (%29)
دولتی	1,284,83 (%69)	1,525,08 (%75)	1,819,79 (%77)	1,981,57 (%79)	1,456,02 (%71)

\* به جز انتشار اروپا

## 2-2- عرضه خصوصی

حجم بدهی با عرضه خصوصی<sup>1</sup> افزایش یافته است (جدول 1). به طور میانگین در طول پنج سال گذشته، عرضه خصوصی، حدود 92% افزایش سالانه اوراق بدهی شرکتی را به خود اختصاص داده است. سلطه عرضه خصوصی<sup>2</sup> به عوامل مختلفی از جمله سهولت انتشار، کارایی هزینه و تقاضای نهادی اولیه می‌باشد. تعهدات بخش عمومی تحت اختیار ایالتی (در هر دو سطح مرکزی و دولت ایالتی)، عرضه خصوصی را به حساب می‌آورد. بخش شرکتی، حدود 20% از عرضه خصوصی را به خود اختصاص داده است و در مجموع، انتشار توسط شرکت‌های تولیدی-خدماتی بخش خصوصی، بخش کمی را در بر گرفته است. در 5-2004، حجمی معادل 64% از تامین وجوه از طریق عرضه‌های خصوصی توسط نهادهای مالی و بانکی (در دو بخش دولتی و خصوصی) بوده است. توجه کنید که عرضه خصوصی گسترده، شفافیت در بازار اولیه را کاهش می‌دهد.

<sup>1</sup> - Private placements<sup>2</sup> - Private Placement



### 3-2 ارجاع به اوراق رتبه بندی شده

رتبه بندی منتشر شده توسط بیشتر موسسات رتبه بندی منبع قابل اتکایی برای اطلاعات قابل اتکا به حساب می آید. داده های رتبه بندی پیشنهاد می کنند که اعتبار باکیفیت کمتر، انتشار اوراق قرضه مشکل تری را خواهد داشت. تمرکز حجم معاملات در بازار ثانویه نشان می دهد تمایل سرمایه گذاران بیشتر به ابزارهای مالی<sup>1</sup> با رتبه بندی بالا است که 84% از حجم معاملات در بازار ثانویه مربوط به اوراق رتبه بندی شده در قالب 3A است. علاوه بر این، الگوی سرمایه گذاری صندوق های سرمایه گذاری بدهی در 30 ژوئن 2004 نشان داد 53/3% از سرمایه گذاری در اوراق بهادار غیردولتی، در اوراق با رتبه 3A و 10% نیز در اوراق با رتبه P1+ بوده اند.

### 3- ساختار بازار

#### 3-1 بازار اولیه

بازار اولیه اوراق قرضه شرکتی می تواند موارد خاصی را مشخص کند که نقدینگی بازار ثانویه را محدود می کند. این موارد محدودکننده شامل موارد زیر است:

- 1- استراتژی قانونی خرید و نگهداری که توسط بسیاری از سرمایه گذاران نهادی در اوراق قرضه شرکتی اتخاذ می شود.
- 2- اندازه های کوچک انتشار که نیازهای ناشر یا سرمایه گذار را برآورده می کند
- 3- رهنمود مصونیت سرمایه گذار در بازار اولیه
- 4- نقص در سیستم مالیات
- 5- سرمایه گذاری اجباری در اوراق دولتی
- 6- فقدان زیرساختارهای مناسب بازار
- 7- ناتوانی شرکت های کوچک و متوسط در دسترسی به بازارهای بدهی

<sup>1</sup> -Financial Instrument



چهار نوع سرمایه گذار وجود دارد: 1) بانکها و موسسات مالی، 2) شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی<sup>1</sup>، 3) صندوق‌های سرمایه گذاری مشترک<sup>2</sup>، و 4) سرمایه گذاران جزئی. از دیدگاه حفاظتی، رهنمودهای سرمایه گذاری برای سرمایه گذاران نهادی، تعدادی شرط برای سرمایه گذاری‌های مجاز در نظر می‌گیرد، مانند طبقه بندی اوراق. درصد سرمایه اولیه، رتبه بندی اوراق بدهی و غیره. به این دلیل که موسسات، بازیگران اصلی بازار هستند، مشارکت آنها، نقش قابل توجهی در توسعه بازارهای اولیه دارد. این مطلب در ادامه مورد بحث قرار خواهد گرفت.

### 3-1-1 بانکها و موسسات مالی

همان طور که بحث شد، بانکها و موسسات مالی ناشران اصلی اوراق بدهی بوده اند. داده‌های جدول سه نشان می‌دهد که آنها بر سمت سرمایه گذاری تسلط دارند. به هر حال، توزیع<sup>3</sup> بانکها و موسسات مالی از سرمایه گذاری نسبت به کل منابع بسیج شده توسط بانکها، کوچک است. وضعیت، به شکل قابل توجهی در مقایسه با آورده سرمایه گذاری شرکت‌های اعتباری تا شرکت‌های متوسط و بزرگ به جای اعتبار بانکی متداول، رشد می‌کند و مقایسه دوم بر این مبنای انجام می‌گیرد که تنها شرکت‌های متوسط و بزرگ توان جمع آوری منابع از بازار سرمایه و بدهی را دارند.

بانک‌های ملی، عموماً سرمایه گذاران فعالی در اوراق تعهدات بخش عمومی تحت اختیار ایالتی و اوراق گروه دو سایر بانکها هستند. اوراق قرضه شرکتی در صورتی که به شکل خصوصی در تاریخ‌های توافق شده منتشر شوند، می‌توانند به عنوان وام‌های مشابه تفسیر شود. در گذشته

<sup>1</sup>-Pension funds

<sup>2</sup>-Mutual Funds

<sup>3</sup>-Contribution



نزدیک به منظور فشار رقابتی و نقدینگی کافی، بانکها به شرکت‌های با رتبه بندی بالا با نرخ‌ی به مراتب پایین تر از نرخ استقراض مالی خود وام داده اند.

جدول 3			
ابزار	آخر مارس 2003	آخر مارس 2004	آخر مارس 2005
اوراق تجاری	40	38	39
واحدهای صندوق مشاع	63	118	126
سهام	102	97	134
اوراق قرضه	1,132	1,124	1,137
جمع	1,337	1,337	1,436
اعتبار بانکی قراردادی			
	7,079	8,157	10,688
بخش تخصیص داده شده به شرکت‌های متوسط و بزرگ	2,352	2,472	2,902

### 2-1-3- شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی و وجوه اندوخته شده

صندوق‌های بازنشستگی، سرمایه گذاران اصلی در اوراق قرضه شرکتی آمریکا و سایر کشورهای توسعه یافته هستند که سرمایه بلندمدت مورد نیاز را تهیه می‌کنند. در هند، صندوق‌های بازنشستگی و وجوه اندوخته ملزم به سرمایه گذاری طبق رهنمود است که در جهت ایمنی صندوق‌ها ارائه شده اند. در نتیجه، اوراق دولتی و اوراق قرضه بخش عمومی ارجحیت دارد. سهم بسیار کوچکی (10% از معوق‌های صندوق‌ها در یک سال) بر مبنای دلخواه برای سرمایه گذاری در اوراق قرضه بخش خصوصی در دسترس است. از کل سرمایه اولیه صندوق‌های وجوه اندوخته قانونی (شامل صندوق بازنشستگی کارمندان) که حدود 1750 میلیارد روپیه هند است، 490 میلیارد روپیه در اوراق قرضه شرکتی سرمایه گذاری شده است (بیشتر آنهایی که توسط بخش دولتی منتشر شده است). عمده منافع شرکت‌های بیمه در اوراق بلند مدت تر است.





### 3-1-3 صندوق‌های مشترک سرمایه گذاری

صندوق‌های سرمایه گذاری با مشارکت در انتهای پایین منحنی بازار به بازار اوراق قرضه شرکتی کمک می‌کنند. برخلاف بعضی سرمایه گذاران، صندوق‌های سرمایه گذاری در معرض جریان نقدی ورودی و خروجی سریعی هستند و لذا، تا حدی فعالیت‌های بازار ثانویه در بازار اوراق قرضه شرکتی با رفتارهای آنها تغییر می‌کند، برای مثال، حجم معاملات با کاهش سرمایه صندوق‌های مشترک سرمایه گذاری، کم می‌شود و برعکس. داده‌های جدول 4، تغییرات پویا در شکل دارایی صندوق سرمایه گذاری را نشان می‌دهد.

### 3-1-4 مشارکت جزئی<sup>1</sup>

پس انداز داخلی ناخالص هند، در سال مالی 4-2003 67/7 میلیارد روپیه بوده که حدود 24/3% تولید ناخالص داخلی هند بوده است. سرمایه گذاری سرمایه گذاران جزئی در دارایی‌های مالی، حدود 47% کل ذخیره آنها است و به شرح زیر سرمایه گذاری شده است: سپرده بانکی 36/6%، طرح های پس انداز کوچک 15/5%، صندوق‌های بازنشستگی و وجوه اندوخته شده 14/1% و سیاست بیمه عمر 13/8%. سرمایه گذاری آنها در سهام و اوراق قرضه شرکت‌های خصوصی خیلی کمتر است (1/1%) بر مبنای داده‌های اولیه سال 5-2004، سهم سپرده بانکی و طرح پس انداز جزئی به 37/1% و 19% افزایش یافته است در حالی که سهم سرمایه گذاری در سهام و اوراق قرضه عملاً ثابت مانده است.

<sup>1</sup> - Retail Participation



عوامل اصلی که سرمایه گذاری جزئی را هدایت می کنند عبارتند از: مزیت مالیاتی<sup>1</sup>، بازده، نقدینگی و امنیت. شاید نیازهای سرمایه گذاری اشخاص به وسیله سپرده بانکی و طرح پس انداز جزئی که به وسیله دولت ارائه می شود برآورده گردد. علاوه بر این، در حال حاضر بازده برنامه پس انداز جزئی بیشتر از سپرده بانکی، اوراق دولتی یا اوراق قرضه شرکتی با رتبه بالا است. تا جایی که ابزارهای معاملاتی مانند سهام و اوراق قرضه مورد توجه است، یک سرمایه گذار جزئی می تواند در بازار به وسیله یک کارگزار خرید و فروش کند یا به شکل غیرمستقیم از طریق یک صندوق سرمایه گذاری مشارکت کند. در هند بانک امکان خرید و فروش برای سرمایه گذاران جزئی در سهام یا اوراق قرضه را در شبکه خود فراهم نمی کند. نهایتاً، در مورد اوراق قرضه شرکتی، و با توجه به نقدینگی پایین بازار ثانویه، هزینه ثبت مانعی برای سرمایه گذاران جزئی به حساب می آید.

جدول 4

## دارایی های تمت مدیریت صندوق های مشترک سرمایه گذاری (درصدی از کل)

ابزار	آخر مارس 2003	آخر مارس 2004	آخر مارس 2005
بدهی	59/0	44/8	36/1
سرمایه	12/4	16/9	25/6
بازارهای بازار پولی	17/3	29/9	35/9
اوراق دولتی	4/9	4/3	3/0
سایر	5/5	4/1	3/9
جمع	100/0	100/0	100/0

3-2 بازار ثانویه

<sup>1</sup> - Tax Benefits



نقش‌های کلیدی بازار ثانویه عبارت است از: کشف قیمت موثر<sup>1</sup>، انتقال ریسک، قیمت گذاری انتشار جدید، ارائه پیشنهاد سرمایه گذاری، کمک به مدیریت منابع و اجرای نظم در کار ناشر. همان طور که پیشتر بحث شد، تعدادی مشکل که رشد بازار ثانویه را با مشکل مواجه می‌کند به بازار اولیه مرتبط است. اوراق قرضه شرکتی در اندازه‌های کوچک منتشر می‌شوند که به نام سرمایه گذاران نهادی ثبت می‌گردد و تا سررسید<sup>2</sup> نگهداری می‌شود. کاملاً عادی است که معاملات در اوراق قرضه شرکتی حدود 3% کل معاملات بدهی صورت گرفته در بازار است. علاوه بر این، تعداد کمی معاملات در اوراق مورد توجه است که پنج تا ده مورد معامله شده در محاسبه کل گردش به حساب می‌آیند. بازار ثانویه برای معاملات جزیی، کوچک است و حدود 3% از کل حجم معاملاتی در سال مالی 2003-4 را به خود اختصاص داده است.

مقیاس‌های مختلفی به وسیله قانون گذاران در نظر گرفته شده است تا بازار اوراق قرضه شرکتی و خصوصاً بازار ثانویه را ترفیع دهد. از بانک‌ها، نهادهای مالی و معامله‌گران اولیه خواسته شد تا اوراق قرضه و بدهی، موارد خصوصی و ... را در مقیاس کم نگهداری کنند. علاوه بر این، هیات بورس اوراق بهادار هند دستور داده است تمامی معاملات اوراق قرضه در بورس اوراق بمبئی و بورس اوراق بهادار مالی مانند آنچه که در بازار سرمایه اتفاق می‌افتد بر مبنای تطابق قیمت انجام شوند. به هر حال، این قانون در معاملات دوطرفه<sup>3</sup> که در طول دو روز انجام می‌شود به کار نمی‌رود. شرکت‌های فهرست شده که اوراق بدهی بر مبنای عرضه خصوصی منتشر می‌کنند نیز ملزم به تطابق با الزامات افشا هستند. همچنین محدودیت‌هایی در مورد حدودی که واحدهای قانونی می‌توانند اوراق قرضه فهرست نشده را نگهداری کنند وجود دارد.

ترکیب بازارهای اولیه برای توسعه بازار ثانویه مهم است. به منظور توسعه نقدینگی اوراق قرضه و تقاضای آن رسیدن به حجم حیاتی در این مورد خاص ضروری است. بعضی از منافع

<sup>1</sup> - Effective Price Discovery

<sup>2</sup> - Maturity

<sup>3</sup> - Bilateral Trades



انتشار مجدد اوراق فعلی به منظور ترکیب عبارتند از: 1- نقدینگی بیشتر در اوراق قرضه خاص، 2- اطلاعات بهتر در مورد ورقه قرضه و 3- ارزیابی دقیق تر اوراق قرضه. همان طور که ترکیب، تقاضای صرف نقدینگی را کاهش می‌دهد، ناشر از قیمت استقراری کمتر سود می‌برد. به هر حال، در ذهن داشته باشیم که بر خلاف یک ناشر دولتی که به شکل مستمر به بازار دسترسی دارد، یک ناشر شرکتی تمایل کمی برای فعالیت به منظور توسعه بازار دارد.

متشابهاً، پذیرش قراردادهای بازار استاندارد شده مانند اوراق قرضه دولتی برای شمارش روزانه، بهره پرداخت‌های با تاخیر، قراردادهای اوراق قرضه، معاملات، گزارشگری و ارزشیابی بازار، همگی برای توسعه بازار ثانویه مهم هستند. معیارهای دیگری که به توسعه نقدینگی بازار کمک می‌کند، مربوط به انتساب بازارسازان برای اوراق قرضه شرکتی، مجاز شمردن وام دهی اوراق بهادار در اوراق قرضه شرکتی و غیره است.

### 3-3- معامه، تسویه و پرداخت

بخش زیادی از معامله در بازار بدهی شرکتی هند در بازارهای خارج از بورس انجام می‌شود و تحت نفوذ موسسات است. دادوستد در بین گروه بازار یا واسطه‌گری کارگزاران از طریق تلفن صورت می‌گیرد. معاملاتی که توسط کارگزاران صورت می‌گیرد باید توسط خودشان به بورس گزارش شود که انتشار اطلاعات پس از معامله را تسهیل می‌کند. علاوه بر این، اوراق قرضه شرکتی از طریق سیستم سفارش دفتری الکترونیک در بورس معامله می‌شوند. به هر حال، این روش در صورت فقدان منافع جزیی در ابزارهای بدهی معاملاتی کاربردی نخواهد داشت.

برخلاف بازار اوراق قرضه دولتی، بازار اوراق بدهی شرکتی زیرساختار تسویه و پرداخت ندارد. معاملات به شکل دوطرفه صورت می‌گیرند که فروشنده دستورالعمل سپرده گذاری برای انتقال



اوراق بهادار را ارائه کند و سپس چک را از خریدار دریافت می‌نماید. در غیاب سیستم تحویل در ازای پرداخت، فروشنده ریسک بیشتری نسبت به خریدار تحمل می‌کند، چون اوراق قبل از دریافت وجه - منتقل می‌شود. به هر حال، در مورد معاملات صورت گرفته در بورس اوراق بهادار، پرداخت از طریق شرکت/دفتر تسویه مربوطه<sup>1</sup> صورت می‌گیرد.

نیاز آشکار به گزارشگری اجباری معاملات به یک نهاد مرکزی به وسیله تمامی شرکت کنندگان و یک سیستم تسویه و پرداخت آشکار برای اوراق بدهی شرکتی وجود دارد.

#### 4- بازار مالی سازمان یافته<sup>2</sup>

بدهی تضمین شده گزینه سرمایه‌گذاری دیگری است که بازده تعدیل شده با ریسک بالا به سرمایه‌گذار می‌دهد، راه‌حلهایی برای قرض‌گیرندگان فراهم می‌کند و ابزار مدیریت ترانزنامه برای بانک‌های اصلی و نهادها است. در دهه گذشته، بازارهای هند نیز، پتانسیل زیادی را نشان دادند که تضمین‌سازی (گرو گذاری) باید عرضه شود که این امر منجر به تامین مالی سازمان یافته شده است (جدول 5). با این حال، موارد حقوقی، قانونی، مالیاتی و سایر مواردی وجود دارند که برای تضمین رشد اوراق بهادار هند، بایستی به آنها اشاره شود. به طور نمونه، بدهی تضمین شده تحت شمول قانون تنظیم قرارداد اوراق بهادار قرار نمی‌گیرد، لذا نمی‌تواند در بورس اوراق بهادار فهرست شود، و سپس نمی‌تواند موجب تقویت معامله در بازار ثانویه شود. علاوه بر این تضمین‌سازی انجام شده از طریق ابزارهای هدفمند خاص به شکل تراست‌ها، مالیات‌پذیر نیستند در حالی که ساختار شرکت برای ابزارهای هدفمند خاص، مالیات‌پذیر است.

<sup>1</sup> - Associated Clearing House/Corporation.

<sup>2</sup> - The Structured Finance Market



اوراق بهادار با پشتوانه دارایی، نه تنها گروه سازمان یافته غالب نیستند، بلکه بیشترین رشد را دارند. رشد بازار این اوراق بهادار می‌تواند به عواملی شامل: 1- رشد سبب وام جزیی که توسط بانک‌ها و سایر نهادهای مالی نگهداری می‌شود 2- آشناسدن سرمایه گذاران با گروه دارایی‌های تضمینی 3- سرسید نسبتاً کوتاه این انتشارها و 4- عملکرد ثابت گذشته، نسبت داده شود. از طرف دیگر رشد اوراق با پشتوانه رهن<sup>1</sup>، کم بوده است. علی‌رغم رشدی که در بازار تامین مالی داخلی صورت گرفته است.

عواملی که رشد صورت گرفته در بازار این اوراق را محدود می‌کنند عبارتند از: 1- سررسید نسبتاً طولانی اوراق با پشتوانه رهن 2- فقدان نقدینگی بازار ثانویه 3- ریسک نرخ بهره/ بازپرداخت ناشی از بازپرداخت/ قیمت گذاری وام‌های تضمینی. با توجه به تعهدات بدهی شرکتی، رشد دچار تاخیر شده است، چون تصمیمات سرمایه گذاری غالباً تحت تاثیر "رتبه بندی مبنای" دارایی‌های تضمین شده شرکت را در مورد انباره تعهدات بدهی شرکت است نه رتبه بندی ابزارها. به نحو مشابه، ساختارهای ضمانت مقطعی برای رتبه بندی تعهدات بدهی مورد استفاده نبوده‌اند.

جدول 5				
(رند های حجم انتشار (میلیارد روپیه)				
ساختار	2002	2003	2004	2005

<sup>1</sup> -Mortgage Based Securitise (MBS)



اوراق بهادار با پشتوانه دارایی	12/9	36/4	80/9	222/9
اوراق بهادار با پشتوانه رهن	0/8	14/8	29/6	33/4
تعهدات بدهی شرکتی/وامها	19/1	24/3	28/3	25/8
ساختار ضمانت جزئی	4/0	1/9	-	16/0
سایر	0/0	0/4	0/5	10/0
<b>جمع</b>	<b>36/8</b>	<b>77/7</b>	<b>139/2</b>	<b>308/2</b>

#### 5- سرمایه گذاری خارجی

در حال حاضر، سرمایه گذاران نهادی خارجی (Fii<sup>1</sup>) که در SEBI ثبت نام شده اند، حداکثر مجاز به سرمایه گذاری در اوراق دولتی و اوراق خزانه به مبلغ 1/75 میلیارد دلار آمریکا و در سایر اوراق بدهی بدون محدودیت دوره نگهداری یا حداقل سررسید، 500 میلیون دلار آمریکا هستند. این مبالغ کم، ماهیتاً ابزار مدیریت خزانه به Fii هستند که در بازار سرمایه فعالیت می‌کند. در حالی که نیاز برای سرمایه خارجی، خصوصاً برای توسعه زیرساخت‌ها وجود دارد، هر افزایشی در محدودیتها به اینکه بازار چقدر عمیق و نقدینه می‌شود بستگی دارد، مانند هماهنگی نرخ بهره داخلی و خارجی (برای جلوگیری از جریان وجوه احتکاری).

#### 6- برنامه ریزی برای آینده

برای بیشتر کشورهای در حال توسعه، که وابستگی به وام بانکی زیاد است، بازارهای اوراق قرضه شرکتی، کوچک، کم حاشیه و در مقایسه با بازارهای اوراق قرضه شرکتی در کشورهای توسعه یافته، نامتجانس هستند. هند یک سیستم مالی مبتنی بر بانک دارد که تا این اواخر، توسط DFIs در تامین مالی پروژه تخصصی شده است. اول، در حال حاضر به دلیل تبدیل DFIs به بانکها، یک شکاف نهادی برای تامین مالی بلندمدت در هند به وجود آمده است. دوم، برای بانک‌های تجاری، نسبت سپرده

<sup>1</sup> -foreign institutional investors



بلندمدت (بیشتر از پنج سال) به کل سپرده‌ها یک روند نزولی را نشان می‌دهد. به دلیل قوانین مرتبط با انتشار بدهی و مدیریت دارایی و بدهی، بانک‌ها ممکن است قادر به پرکردن شکاف در تامین مالی بلندمدت نباشند. سوم، شرکت‌های هندی در حال حاضر، توانایی جمع کردن وجوه از محل بازارهای سرمایه خارجی را دارند. در واقع، یک بازار داخلی در حال توسعه، می‌تواند ناشر باکیفیت تر را به خارج عرضه کند که مشکلات توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی را افزایش می‌دهد. توانایی موثر، برای کسب وجوه اشاره به رشد کلی اقتصاد دارد. لذا توسعه بازار اوراق بدهی شرکتی، برای دستیابی و حفظ رشد هشت درصدی یا بیشتر، همچنان مهم باقی می‌ماند.



## فصل پانزدهم

### توسعه بازار اعتباری ژاپن

هیبکی اچیدا<sup>۱</sup>

بانک ژاپن<sup>۲</sup>

#### مقدمه

این مقاله، توسعه اوراق قرضه شرکتی ژاپن را مورد بررسی قرار می‌دهد. هم‌چنین سایر محصولات اعتباری<sup>۳</sup> به دلیل اهمیت در درک بازار اوراق قرضه بررسی می‌شوند. ساختار این مقاله به شکل زیر است. بخش یک بازار اوراق قرضه شرکتی را تعریف می‌کند. بخش دو و سه، بازار وام سندیکایی و بازار اوراق بهادار را در نظر می‌گیرد که در هر دو مورد، بانک ژاپن نقش کلیدی در توسعه آن ایفا می‌کند. بخش چهار، بدهی خارجی مبتنی بر ین<sup>۴</sup>، که

۱- نماینده‌ی مدیر، بخش بازارهای مالی، بانک ژاپن

<sup>۲</sup> - Bank of Japan

<sup>۳</sup> - Credit Products

<sup>۴</sup> - yen-denominated foreign debt



اوراق قرضه سامورایی<sup>1</sup> نیز نامیده می‌شود، را مورد توجه قرار می‌دهد و یک زیربنای محکم برای سرمایه‌گذاری ژاپن در شرکت‌های آسیا را پیشنهاد می‌کند. بخش پنج به مشتقات اعتباری اشاره می‌کند و بخش شش نتیجه‌گیری‌ها را ارائه می‌نماید.

### 1- بازار اوراق قرضه شرکتی

گام ابتدایی مفید برای درک بازار اوراق قرضه شرکتی ژاپن، مقایسه با وام‌های بانکی است. از منظر تاریخی، بازار اوراق قرضه ژاپن بر وام‌های بانکی مبتنی بوده است. و همان‌طور که در نمودار یک نشان داده شده است، همچنان به همین شکل است. مقدار وام‌های بانکی جاری، در سال‌های اخیر کاهش یافته، در حالی که تامین مالی مستقیم<sup>2</sup> از طریق بازار اوراق قرضه شرکتی، بیش از دو برابر شده است.

تجزیه و تحلیل جزئی‌تر، به تشریح بازار اوراق قرضه کمک می‌کند. نمودار 2، جریان خالص اوراق قرضه شرکتی و وام‌های بانکی را نشان می‌دهد. وام‌ها در سال 1980 افزایش، اما بعد از شکست اقتصاد حبابی در اوایل 1990، به شکل قابل توجهی کاهش یافتند. بحران مالی در 98-1997 کاهش وام‌های بانکی را تسریع کرد، چون بانک‌ها با مسایل اعتباری بعدی مواجه شدند و نمی‌توانستند به ارائه وام به شرکت‌ها ادامه دهند. شرکت‌ها برای تامین مالی به راه‌های دیگری روی آوردند و در نتیجه بازار اوراق قرضه شرکتی، نقش وام بانکی را ایفا کرد و از بحران مالی به عنوان نقطه چرخش به سمت توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی استفاده کرد. بازار اوراق قرضه در این مقطع، از نوسان ایستاد و بازیافت اعتباری بانک، موجب حرکت از وام‌های بانکی به سمت اوراق قرضه شرکتی شد.

بی‌قانونی، یک عامل دیگر در توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی است. لغو "استانداردهای انتشار" در 1996، که طبق آن واحدهای محدودی می‌توانستند اوراق قرضه منتشر کنند، پیش زمینه‌ای برای رشد بازار بود.

<sup>1</sup> -Samurai Bonds

<sup>2</sup> -Direct Financing

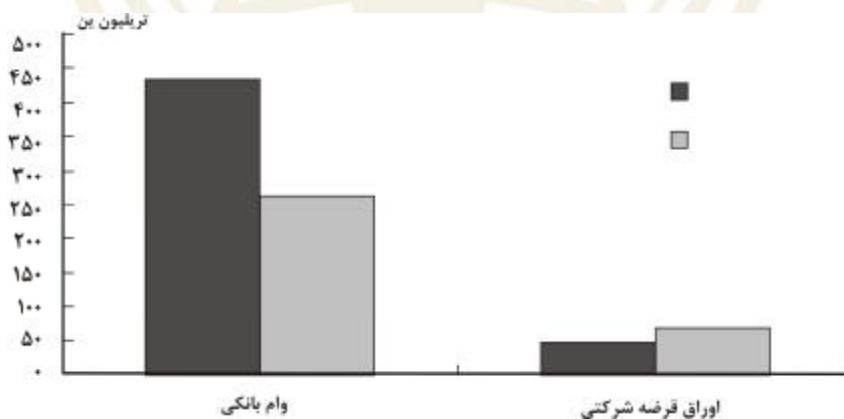


ماهیت داخلی مبنای سرمایه گذاران را خصوصیات بازار اوراق قرضه ژاپن تعیین می‌کند. در واقع، بیشتر سرمایه گذاران، بازیگران ژاپن مانند صندوق‌های بازنشستگی محلی و شرکت‌های بیمه هستند که بر وسعت اعتبار کم تمایل دارند، برخلاف سرمایه گذاران خارجی. به عبارت دیگر، تقاضای داخلی برای ریسک اعتباری زیاد است و نیاز بخش خصوصی جهت تامین مالی را جذب می‌کند.

رتبه بندی اعتباری نیز نقش قابل توجهی در رشد بازارهای اوراق قرضه شرکتی ژاپن ایفا کرده است. همان‌طور که در شکل سه نشان داده شده است، نمایندگی‌های خارجی مانند نمایندگی‌های محلی، ناشران ژاپن را تحت پوشش قرار می‌دهند و رتبه بندی چندگانه اعتباری فراهم می‌کنند که به سرمایه گذاران در تصمیم‌گیری مناسب کمک می‌کند.

### نمودار 1

#### مقدار اوراق قرضه / وام‌های در جریان



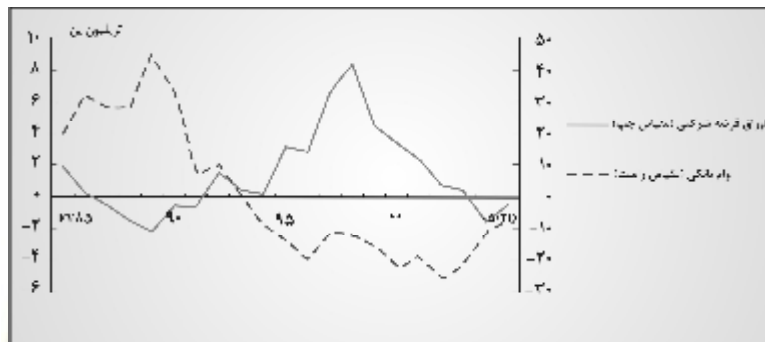
**توجه:** مقدار اوراق قرضه شرکتی در جریان در سال مالی 94 توسط بانک ژاپن برآورد شده است. اوراق قرضه منتشر شده خصوصی، از شمول در اوراق قرضه شرکتی مستثنی شده است.

منبع: "گردش تامین وجوه" بانک ژاپن؛ پایگاه اطلاعاتی؛ کانون معامله گران اوراق بهادار ژاپن



## نمودار 2

## خالص گردش اوراق قرضه شرکتی

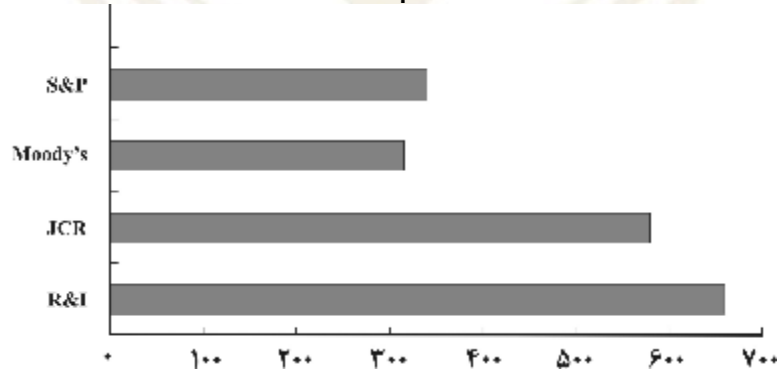


توجه: خالص گردش کل اوراق قرضه شرکتی تا قبل از سال مالی 98 توسط بانک ژاپن برآورد شده است. اوراق قرضه منتشر شده خصوصی مستثنی شده است.

منبع: "گردش تامین وجوه" بانک ژاپن؛ پایگاه اطلاعاتی؛ کانون معامله گران اوراق بهادار ژاپن

## نمودار 3

## معموده تمت پوشش موسسات رتبه بندی



توجه: تعداد ناشران ژاپنی رتبه بندی شده تا پایان جولای 2003 گزارش می شوند.

منبع: تسو تامو کاتو<sup>1</sup>، "رتبه بندی های اعتباری در ژاپن". چوک زایشا<sup>2</sup> 2004

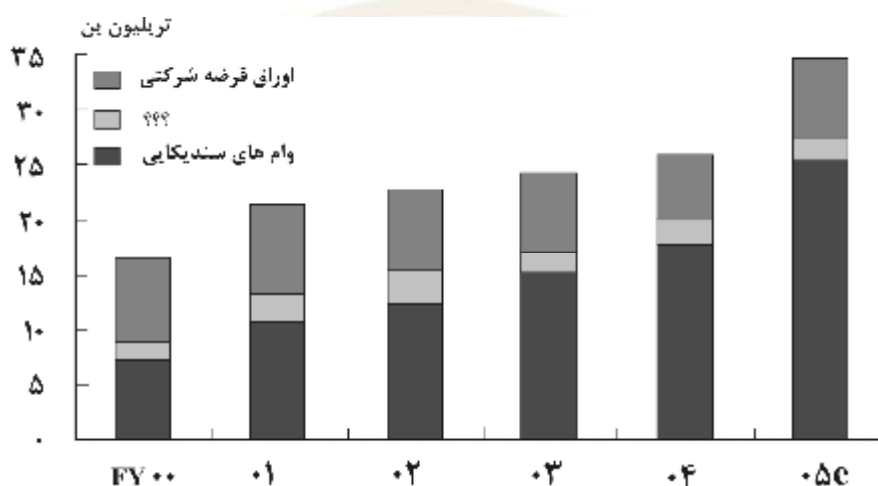
<sup>1</sup> - Tsutomu Okato

<sup>2</sup> - Chuokeizaisha



## نمودار 4

## مقدار منتشره و آورده شده به بازار اوراق قرضه

2- بازار وام سندیکایی<sup>1</sup>

همان طور که در نمودار 4 نشان داده شده است، در سال های اخیر بازار اوراق قرضه شرکتی، کاهش یافته است. برای برخی شرکت های دچار بحران مالی، وثیقه گذاری (به استثنای اوراق بهادار با پشتوانه رهن) تامین وجوه کرده است؛ اما در سال های اخیر این نقش کاهش یافته است. در مقابل، وام های سندیکایی در حال افزایش هستند. این بخش بازار وام را در نظر می گیرد.

بازار وام های سندیکایی بعد از بحران مالی شروع به رشد کردند، زیرا بانک ها نیاز به تسویه وام های غیراجرا<sup>2</sup> داشتند. مانند آنچه در نمودار 5 نمایش داده شده است بازار وام سندیکایی اولیه رشد اخیر بازار وام را به همراه داشته است. بانک ژاپن از رشد بازار به چند روش حمایت می کند. اول؛ آمار وام های سندیکایی را منتشر می کند که برای تجزیه و تحلیل بازار مفید است،

<sup>1</sup> -the Syndicated Loan Market

<sup>2</sup> -Non-Performance Liquid Loans



چون این اطلاعات، تفکیک داده‌ها را ممکن می‌کند. (توجه کنید که بانک ژاپن مانند یک مرکز ارائه اطلاعات عمل می‌کند). دوم، بانک ژاپن وام‌های سندیکایی را به عنوان عامل ضروری برای عملیات بازار باز پذیرفته است. نهایتاً، بانک ژاپن از فعالیت انجمن‌های صنعتی نیز حمایت می‌کند. برای مثال، به عنوان عضوی از گروه کاری، به **کانون معامله گری وام و سندیکایی ژاپن**<sup>1</sup> در پیشنهاد قراردادهای استاندارد کمک کرد.

همان طور که قبلاً متذکر شدیم، تقاضای داخلی ژاپن برای ریسک اعتباری قوی است، در حالی که فرصت‌های بازار اعتباری ژاپن خیلی محدود هستند. توسعه وام‌های سندیکایی **عرضی-حاشیه‌ای**<sup>2</sup> فرصت سرمایه گذاری برای ژاپنی‌ها در آسیا را فراهم می‌کند، جایی که شرکت‌های منطقه‌ای از منابع مختلف تامین وجوه منتفع می‌شوند.

### 3- بازار وثیقه گذاری (تضمینی)<sup>3</sup>

پس از بحران مالی تضمین مطالبات اعتباری و اجاره تجهیزات، مانند آنچه اوراق قرضه شرکتی و بازارهای وام‌های سندیکایی ثانویه انجام داده اند، به عنوان جایگزینی برای وام بانکی در نظر گرفته شده است. نمودار 6 نشان می‌دهد اوراق بهادار با پشتوانه رهن رشد اخیر بازار را هدایت کرده است. بخشی از این رشد تا حدودی ناشی از حذف کنترل دولتی (قانونی)، خصوصاً تجدیدنظر در **قانون شرکتی وام مسکن دولتی**<sup>4</sup> سال 2003 جهت سرعت بخشیدن به تسویه وام‌های مسکن بود.

بانک ژاپن، برنامه خرید یکجای اوراق بهادار با پشتوانه دارایی و اوراق تجاری **بپشتوانه دارایی**<sup>5</sup> را در سال 2003 به منظور حمایت از تسهیل مکانیزم پولی پیشنهاد کرد. مشخصاً، بانک

<sup>1</sup> - Japan Syndication and Loan-trading Association (JLSA)

<sup>2</sup> - cross-border syndicated loans

<sup>3</sup> - The securitisation market

<sup>4</sup> - Government Housing Loan Corporation Law

<sup>5</sup> - Asset Back Commercial Papers( ABCPs)



ژاپن تلاش کرده تا تحویل پول به شرکت‌های کوچک و متوسط که بیشترین نیاز به اعتبار دارند را تسهیل کند. به این منظور، بیش از نیمی از پرتفوی بانک ژاپن، محدود به ابزارهای منتشر شده توسط واحدهای تجاری کوچک و متوسط است. هر چند مقدار کلی خریدهای یکجای اوراق بهادار با پشتوانه دارایی در حال افزایش است (نمودار 7) اما خریدها کوچک هستند و اخیراً به سه میلیون ین رسیده است. به هر حال، این افزایش می‌تواند به عنوان علامت خوبی برای توسعه بازار تفسیر شود، چون بیانگر تقاضای بیش از انتظار برای سرمایه‌گذاران خصوصی است. در واقع، شرکت‌کنندگان بازار به اوراق بهادار نسبت به اعلامیه‌های خرید بانک ژاپن اعتماد بیشتری دارند. همچنین بانک ژاپن در راه توسعه هر چه بیشتر بازار، در برپایی کارگاه تضمین و وثیقه‌گذاری به منظور بحث راجع به موارد عملی بازار با گستره وسیعی از حرفه‌ای‌ها مشارکت کرده است. پیامد این کارگاه «بررسی بازار اوراق» است، که شفافیت بازار را افزایش می‌دهد و می‌تواند به طور رایگان در وب سایت بانک ژاپن به آن دسترسی داشت. (بانک ژاپن در سال 2004 یک بررسی انجام داده است و بخش خصوصی برای برعهده گرفتن آن برنامه ریزی می‌کند).

#### 4- بازار اوراق سامورایی<sup>1</sup>

نمودار 8 نشان می‌دهد در سال‌های اخیر انتشار اوراق قرضه سامورایی افزایش یافته است. نمودار 9 نشان می‌دهد 16% اوراق قرضه سامورایی در سال 2005 توسط نهادهای آسیایی منتشر شده‌اند. سرمایه‌گذاران ژاپن مایل به خرید اوراق قرضه سامورایی هستند، برای آنها دامنه وسیع‌تری از انتشار اوراق قرضه شرکت‌های ژاپنی فراهم می‌شود، این بازار یک ابزار جامع جهت سرمایه‌گذاری آنها در شرکت‌های آسیایی است.

<sup>1</sup> - The Samurai bond market



## 5- بازار مشتقات اعتباری<sup>1</sup>

همان طور که در نمودار 10 مشاهده می شود، اندازه بازار مشتقات اعتباری ژاپن در مقایسه با بازار مشتقات اعتباری جهانی کوچک است. به هر حال بازار ژاپن به سرعت رشد کرده است. واضح نیست که آیا مشتقات اعتباری در ایجاد بازار مالی با ثبات کمک می کند یا خیر؟ و این موضوع مهمی برای پرداختن به آن در سال های آتی است.

## 6- نتیجه گیری

این مقاله می تواند از سه منظر زیر خلاصه شود.

اول، هرچند وام های بانکی، بازار اعتباری ژاپن را تحت نفوذ خود درآورده است، اما بازار اوراق قرضه شرکتی همراه با بازار وام های سندیکایی ثانویه و تضمین مطالبات اعتباری و اجاره تجهیزات، پس از بحران مالی نقش بااهمیتی را ایفا کرده است. زیرساخت های بازار اعتباری به خوبی توسعه یافته اند و انتظار می رود از چرخه اعتباری آتی اقتصاد ژاپن حمایت کند.

دوم، فرصت های سرمایه گذاری در بازار اعتباری ژاپن محدود هستند. بازار اوراق قرضه سامورایی سرمایه گذاران ژاپن را برای سرمایه گذاری در شرکت های آسیایی توانا می سازد و وام های سندیکایی عرضی - حاشیه ای می توانند نقش عظیمی در آینده ایفا کنند.

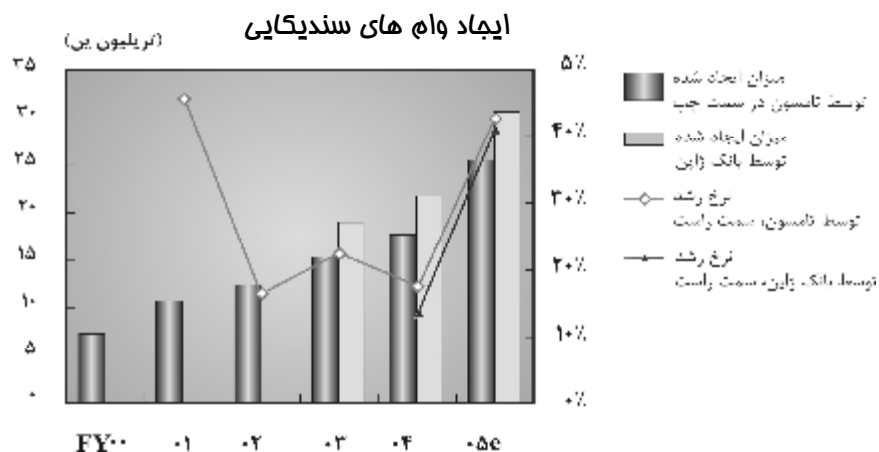
سوم، کنترل زدایی دولتی (مانند منع استانداردهای انتشار اوراق قرضه) پیش نیاز توسعه بازار اعتباری است. معیارهای بانک ژاپن، مانند خریدهای یکجای اوراق بهادار با پشتوانه دارایی، اوراق تجاری با پشتوانه دارایی و انتشار آمار و بررسی بازار اعتباری به رشد مبنای سرمایه گذار مثل توسعه کانال تامین مالی شرکت ها، خصوصاً شرکت های با اندازه های کوچک و متوسط، کمک کرده است.

<sup>1</sup>-The Credit Derivatives Market





## نمودار 5

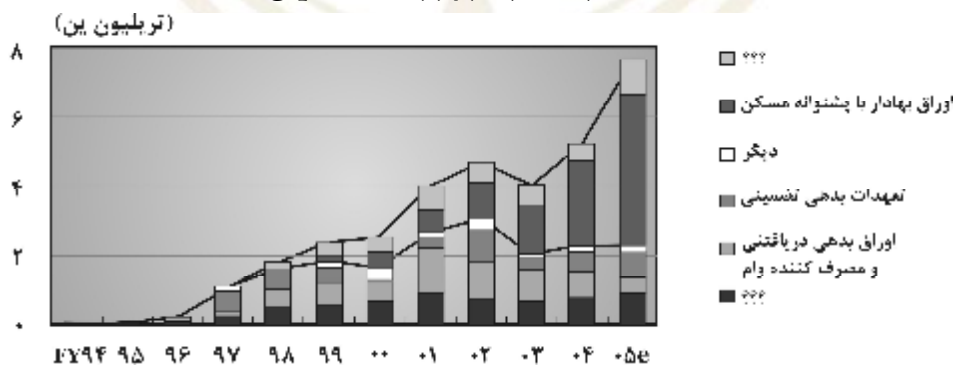


توجه: ارقام سال 2005 بر مبنای سال به سال، با توجه به داده های موجود در آوریل - سپتامبر محاسبه شده است.

منبع: بانک ژاپن، مالی تامسون

## نمودار 6

## مقدار منتشره در بازار های تضمینی



توجه: ارقام سال 2005 بر مبنای سال به سال، با توجه به داده های موجود در آوریل - سپتامبر محاسبه

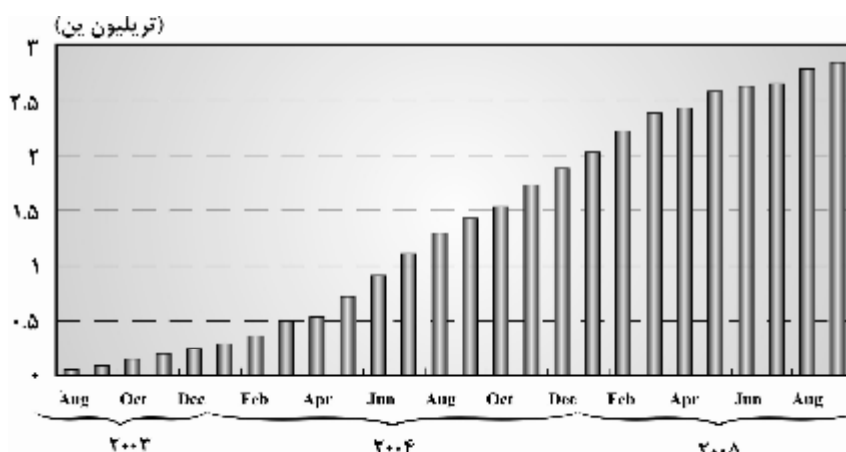
شده است. CDO نماد اختصاری تعهدات بدهی تضمینی است.

منبع: بانک ژاپن، " بررسی بازار اوراق تضمینی "



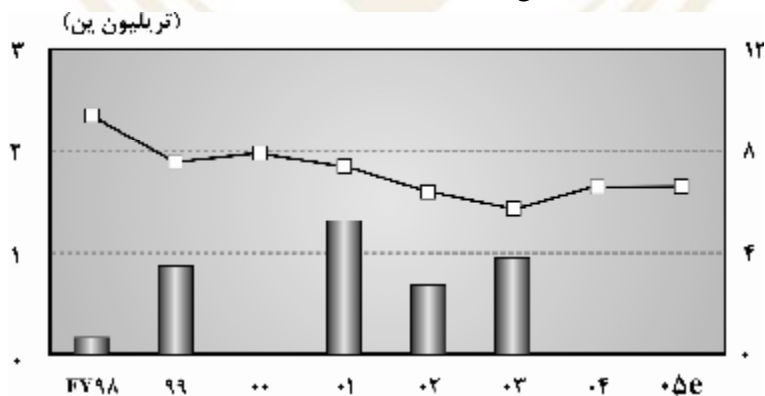
## نمودار 7

کل مقدار فرید های یکجای ABS و ABCP



## نمودار 8

مقدار اوراق قرضه سامورایی منتشره و در جریان



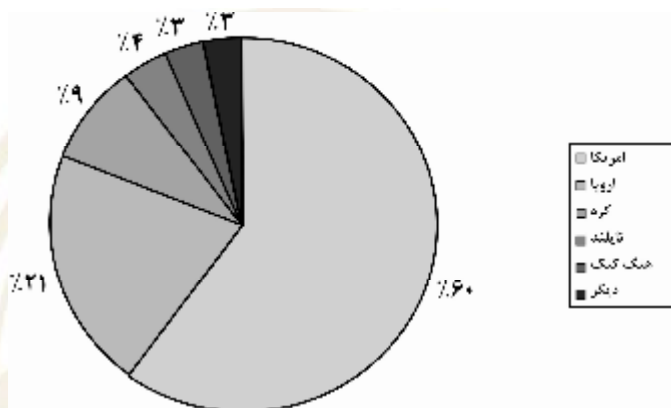
توجه: ستون ها مربوط به مقدار انتشار و خط مربوط به مقدار در جریان است. ارقام سال 2005 بر مبنای سال به سال، با توجه به داده های موجود در آوریل - سپتامبر محاسبه شده است.

منبع: کانون معامله گران اوراق بهادار ژاپن



## نمودار 9

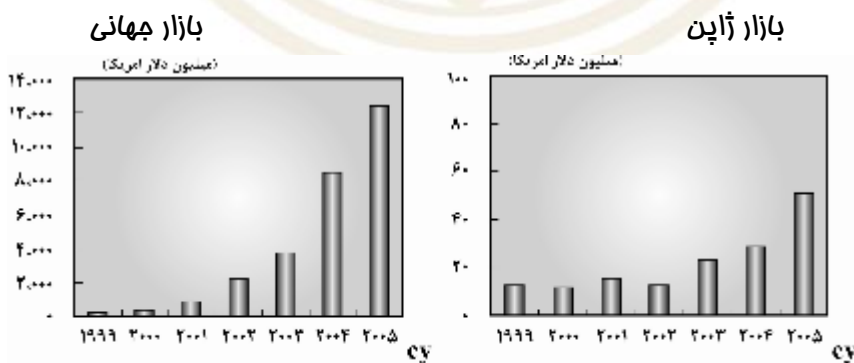
## تابعیت های اوراق قرضه سامورایی



منبع: بین ژانویه و سپتامبر 2005  
منبع: کانون معامله گران اوراق بهادار ژاپن

## نمودار 9

## مقدار معاوضه قراردادی اعتباری در جریان



توجه: CY: سال تقویمی. برخی از ارقام توسط بانک ژاپن برآورد شده اند. ارقام سال 2005 مربوط به نیمه اول سال هستند. در داده های ژاپن، شکافی به دلیل پردازش آماری در پایان جولای 2005 وجود دارد.  
منبع: انجمن بانکداران بریتانیا، ISDA، بانک تسویه بین المللی.

## فصل شانزدهم

### توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی: تجربه کره

میونگ - جونگ لی و سو-هوکیم<sup>1</sup>

بانک کره<sup>2</sup>

#### i- مقدمه

چون دولت کره، برای سال‌های متمادی کسری بودجه<sup>3</sup> نداشته، در بحران مالی سال 1997 بازار اوراق قرضه محلی برای اوراق قرضه دولت و اوراق با ضمانت دولت به اندازه کافی رشد نکرده است. بازار اوراق قرضه شرکتی در اوایل دهه 1970 پدیدار شد، که بیشتر موارد منتشر شده تحت ضمانت بانک‌ها، کانون‌های اوراق بهادار<sup>4</sup> و صندوق‌های ضمانتی بودند. به علت حجم کم انتشار اوراق قرضه دولتی، بازده اوراق قرضه سه ساله به عنوان بازده اوراق قرضه مبنا<sup>5</sup> مورد استفاده قرار گرفت.

1- همکار مدیر گروه بازار درآمد ثابت و مدیر عمومی بخش بازارهای مالی بانک کره، مطالب مطرح شده، دیدگاه‌های نویسندگان است و لزوماً بیانگر نقطه نظرات بانک کره نمی باشد.

<sup>1</sup> -Bank of Korea

<sup>2</sup> -Deficit

<sup>3</sup> -Securities houses

<sup>4</sup> -Benchmark bond yield



بدلیل بحران ارز، رشد قابل توجهی در اندازه بازار اوراق قرضه محلی همراه با تغییرات ساختاری مشاهده شد. این رشد بیانگر عوامل مختلفی است. نخست، به دلیل اینکه دولت به مبالغ عظیمی از وجوه عمومی برای ساختاردهی مجدد مالی جهت ترقی اقتصاد نیاز داشت، مجبور شد فوراً بازارهای اوراق قرضه دولتی و اوراق قرضه به ضمانت دولت را توسعه دهد. دوم، بانک کره مجبور به انتشار اوراق قرضه تثبیت پول<sup>1</sup> در مقیاس وسیع به منظور جذب منابع خارجی خود شد. سوم، شرکتها مجبور به جمع آوری وجوه بیشتری از بازار اوراق قرضه شدند، زیرا نهادهای مالی در جریان تجدید ساختار تمایلی به اعطای وام به بخش شرکتی نداشتند. نهایتاً، در فرآیندهای توأم تجدید ساختار مالی و شرکتی باید مقدار زیادی از اوراق قرضه با پشتوانه دارایی منتشر می‌شدند.

جدول 1								
مجموع اوراق قرضه منتشره در کره (پایان سال، ارقام به تریلیون ون)								
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
دولت	28/5	41/6	61/2	71/2	82/4	98/3	135/8	177/6
KTB 1	6/3	18/8	34/2	42/6	50/9	55/6	81/5	123/1
MSB2	23/5	45/7	51/5	66/4	79/1	84/3	105/5	142/8
نهادهای مالی	67/3	75/0	59/3	73/0	81/0	122/8	129/2	174/6
شرکتی <sup>3</sup>	90/1	122/7	119/6	133/6	154/4	180/0	187/4	153/3
نمایندگی	9/7	56/1	81/1	86/0	113/2	107/2	87/0	73/5
دولت محلی	3/1	3/0	3/0	3/1	3/1	3/1	2/9	3/1
کل وراق (A)	222/3	344/1	375/6	433/2	513/1	595/6	647/7	724/9
GDP(B)	491/1	484/1	529/5	578/7	622/1	684/3	724/7	778/5
% A/B	46/1	73/5	70/7	76/5	84/0	83/4	85/3	93/1

\* 1- اوراق خزانه کره<sup>2</sup> - شاخص سررسید کمتر از یکسال<sup>3</sup> - انتشار و باخرید شرکت‌های عمومی به استثنای نهادهای مالی و وام‌های عمومی، اوراق قرضه با پشتوانه دارایی (MSB)، شرکت‌های برنامه ریزی بدهی و کاری

<sup>1</sup> - Monetary Stabilisation Bonds (MSB)

<sup>2</sup> - Korea Treasury Bonds(KTB)



در نتیجه، حجم کل اوراق منتشر شده جاری از 222 تریلیون ون در سال 1997 به سه برابر یعنی 725 ون در سال 2004 رسید. در طول همین دوره، حجم اوراق قرضه شرکتی، (شامل اوراق با پشتوانه دارایی) علی رغم کاهش موقتی که به دلیل ورشکستگی<sup>1</sup> گروه دوو<sup>2</sup> در سال 1999 رخ داد، از 90 تریلیون ون به 153 تریلیون ون رسید.

ساختار بازار اوراق قرضه محلی - چه اولیه و چه ثانویه - بعد از بحران به طور قابل ملاحظه ای تغییر کرده است. زیرساختار بازار اوراق قرضه دولتی به شکل قابل توجهی توسعه یافته است، که منعکس کننده تلاش های دولت در آن جبهه است، مانند انتشار فعالانه اوراق قرضه خزانه از سپتامبر 1998. اوراق با پشتوانه دارایی (در اواخر 1988 معرفی شد) موفقیت خود را اثبات کرد و انتشار آن از 1999 به شکل قابل توجهی طی فرآیند تجدید ساختار مالی و شرکتی تا بروز ورشکستگی های شرکت های کارت اعتباری در مارس 2003 رشد کرد. ترکیب انتشار اوراق قرضه شرکتی نیز تغییر کرده است. مشخصاً، به دلیل بی میلی نهادهای مالی جهت تهیه ضمانت اعتباری<sup>3</sup> برای انتشار اوراق قرضه شرکتی به دنبال بحران ارزی، اکثریت اوراق قرضه شرکتی بدون ضمانت از سال 1998 منتشر شده است.

این مقاله در مقابل این پیش زمینه ی موجود، توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی محلی از تاریخ بحران ارزی<sup>4</sup> را با تمرکز عمده بر بازار اوراق قرضه شرکتی شرح می دهد و تلاش می کند تا درس هایی برای تعیین خط مشی بر مبنای تجربه کره بیاموزد. توسعه اخیر در بازار اوراق قرضه شرکتی و عکس العمل های سیاسی، در بخش دو مورد توجه قرار گرفته است. جنبه های اصلی بازار اوراق قرضه شرکتی از بحران ارزی تا کنون در بخش سه شرح داده شده است. در نهایت، درس های سیاسی در بخش چهار مورد بحث قرار می گیرد.

<sup>1</sup> -Collapse

<sup>2</sup> -Daewoo Group

<sup>3</sup> -Credit Guarantees

<sup>4</sup> -Currency Crisis



## ii- توسعه اخیر در بازارهای اوراق قرضه شرکتی و عکس العمل‌های سیاسی

### 1- رشد سپرده گذاری شرکت‌های امین سرمایه گذاری<sup>1</sup> و جهش انتشار اوراق قرضه شرکتی

در مواجهه با بحران ارزی، دولت کره در اقدام مشاوره با IMF، تصمیم گرفت اولین مرحله ی تغییر ساختار بانک‌های تجاری کره و شرکت‌های بانکی بازرگانی باشد. نهادهای مالی غیربانکی، مانند کانون‌های اوراق بهادار، شرکت‌های بیمه و اجاره و شرکت‌های امین سرمایه‌گذاری که با ورشکستگی مواجهه شده اند، تجدید ساختار شدند، در حالی که سایر شرکت‌ها به افزایش سرمایه از طریق سهامداران اصلی و تغییر مدیریت از طریق مالکان آنها تشویق شده اند.

دقیقا پس از بحران، بخش شرکتی به شدت به افزایش وجوه از بازار اوراق قرضه مشارکتی، نیاز پیدا کرد، زیرا بانک‌های تجاری یک رویکرد محتاطانه برای اعطای وام به شرکت‌ها در پیش گرفتند، به طوری که آنها را ملزم به تحقق نسبت سرمایه باسل<sup>2</sup> می ساخت. در همین زمان اکثریت اوراق قرضه شرکتی به شکل اوراق قرضه بدون ضمانت منتشر شد، زیرا نهادهای مالی برای تامین ضمانت اعتباری اوراق قرضه شرکتی بی میل بودند. در مقابل، دولت سقف انتشار اوراق قرضه شرکتی را از دو برابر به چهار برابر سرمایه افزایش داد و تمام محدودیت‌های باقیمانده برای سرمایه گذاری در اوراق قرضه شرکتی توسط خارجی‌ها را در دسامبر 1997 از بین برد.

در حالی که اثرات ابتدایی این مقیاس‌ها قابل توجه نبود، آنها مسیر رشد سال‌های آتی را هموار کردند. بخش شرکتی در مقیاس وسیع به وسیله انتشار اوراق قرضه بدون ضمانت، وجوه جمع آوری می‌کرد در حالی که نرخ بهره بعد از افزایش در اواسط فوریه 1998 کاهش یافت. با کاهش ناگهانی در نرخ بهره، تغییر نامساعد شدیدی در جریان ورودی وجوه به شرکت‌های امین سرمایه‌گذاری بویژه گواهی انتفاع اوراق قرضه<sup>3</sup> که انتظار می‌رفت نرخ بازده پیش بینی شده بیشتری را به همراه داشته باشند، به وجود آمد. در حقیقت، وجوه سپرده شده در این گواهی‌ها،

<sup>1</sup> - Investment Trust Companies (ITC)

<sup>2</sup> - Basel Capital Ratio

<sup>3</sup> - Bond-Type Beneficiary Certificates



از 65 تریلیون ون در پایان 1997 به 191 تریلیون در پایان ژوئن 1999 با اوج 203 تریلیون ون در فوریه 1999، به شدت افزایش یافت. با توجه به تغییر ناگهانی در وجوه به دلیل مدیریت گواهی انتفاع اوراق قرضه، شرکت های امین سرمایه گذاری پول بیشتری برای خرید اوراق قرضه شرکتی داشتند. فراوانی نقدینگی شرکت های امین سرمایه گذاری بسیاری از شرکت ها، انتشار حجم زیادی از اوراق قرضه بدون ضمانت را ممکن کرد که به تغییر ناگهانی ساختار بازار اوراق قرضه شرکتی به بازار اوراق قرضه بدون ضمانت منجر شد.

با این حال، مشخص نیست که چرا سرمایه گذاران در زمان تجدید ساختار بخش مالی، به سرمایه گذاری مبلغ عظیمی از وجوه در شرکت های امین سرمایه گذاری، می پردازند، بویژه هنگامی که این سپرده ها توسط بیمه های سپرده گذاری محافظت نمی شوند. هرچند توضیحات مختلفی برای این اتفاقات وجود دارد اما به نظر می رسد ترکیب کاهش شدید نرخ بهره از سه ماهه دوم 1998 و حفظ اصل بهای تمام شده تاریخی در حسابداری دارایی ها در گواهی انتفاع اوراق قرضه بیانگر آن باشد. طبق اصول حسابداری، پیش بینی می شد این گواهی ها، بازده جذاب تری نسبت به منافع سرمایه ای ممکن مرتبط با کاهش نرخ بهره ایجاد کنند. همچنین، به نظر قابل استناد به بینش گسترده فعالان بازار در زمان تجدید ساختار شرکت های امین سرمایه گذاری به عنوان آخرین مرحله تغییر اساسی بخش مالی می باشد. بعلاوه، این حقیقت که بعضی خودرو سازان<sup>1</sup> به شرکت های امین سرمایه گذاری وابسته به گروه های آنها به منظور خرید اوراق قرضه بدون توجه به ریسک اتکا می کردند، نیز به عنوان یکی از عوامل موثر، عمل کرد.

در نتیجه، بواسطه ی خالص انتشار زیاد اوراق قرضه شرکتی، سهم وجوه تامین شده از بازار اوراق قرضه شرکتی نسبت به کل استقراض واحد های تجاری خصوصی از 16/7 % در سال 1997، به 22% در سال 1998 و 21% در سال 1999 افزایش یافت.

<sup>1</sup> - Chaebol

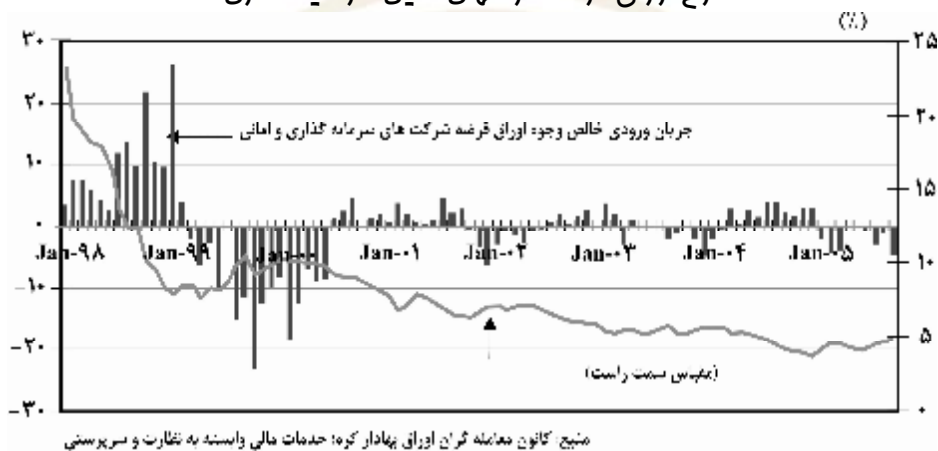




## نمودار 1

رشد نرخ بهره و فالص جریانات ورودی از ممل تامین وجوه از

نوع اوراق قرضه شرکتهای امین سرمایه گذاری



## جدول 2

رشد تامین مالی توسط بفش فصوصی

(مقدار در جریان در پایان سال، برمسب تریلیون ون)

	1997	1998	1999	2000	2001
کل وام	311/4 (24/9)	290/8 (41/1)	289/4 (41/1)	307/2 (41/7)	335/6 (40/6)
سهام وام بانکی	150/2 (20/7)	147/6 (20/8)	162/4 (23/0)	177/1 (24/1)	191/9 (23/2)
اوراق قرضه دولتی	121/3 (16/7)	157/7 (22/3)	148/2 (21/0)	123/7 (16/8)	179/9 (21/7)
اوراق تجاری	68/8 (9/5)	55/6 (7/9)	40/3 (5/7)	33/9 (4/6)	44/1 (5/3)
سایر	224/5 (30/9)	204/0 (28/8)	226/7 (32/2)	271/4 (36/9)	268/0 (32/4)
جمع	726/0	708/1	704/6	736/2	827/6

(بیانگر درصدی از کل است.)

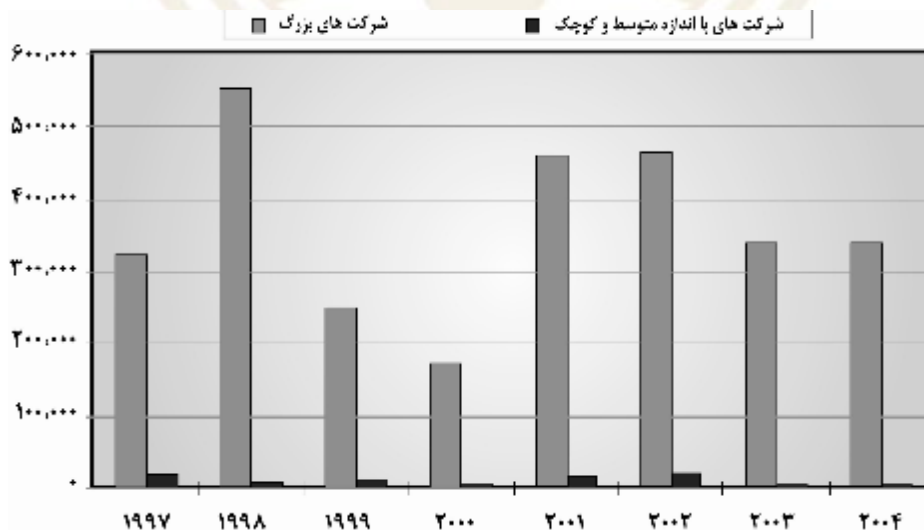


اگرچه توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی به کاهش فشار مالی بخش شرکتی کمک کرد، این جریان بر صندوق‌های اوراق قرضه اثرات متناقض بر جای گذاشت. گروه دوو، حتی پس از این بحران حدود و اندازه تجارت خود را با استفاده از وجوه گسترده ناشی از بازار اوراق قرضه شرکتی گسترش داد.

در پاسخ به این اثرات بالقوه متناقض، دولت سقف موقتی را از اکتبر 1998 تا می 2000 برای خرید اوراق قرضه شرکتی منتشر شده‌ی شرکت‌های عضو برخی گروه‌های ترکیبی، توسط بانک‌ها، شرکت‌های امین سرمایه‌گذاری و شرکت‌های بیمه اعمال کرد. در نتیجه‌ی این تصمیم انتشار اوراق قرضه شرکتی توسط شرکت‌های بزرگ به سرعت کاهش یافت. توجه گردد که انتشار اوراق قرضه به شکل مستقیم توسط شرکت‌های بزرگ، از 55 میلیارد ون در 1998 به 17 میلیارد ون در سال 2000 رسید.

## نمودار 2

### عرضه عمومی اوراق قرضه شرکتی اوسط شرکت‌های با اندازه مختلف



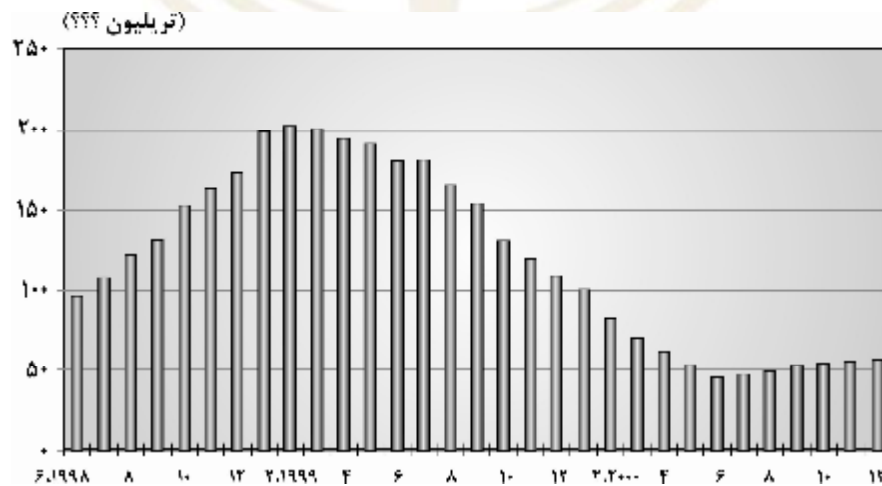


## 2- سقوط دوو به شکست در بازار اوراق قرضه شرکتی منتهی شد.

در اواسط جولای 1999، شرایط مطلوب در بازار اوراق قرضه شرکتی که از اواسط 1998 ادامه داشت، با ورشکستگی گروه دوو<sup>1</sup>، سومین گروه در صنعت خودرو آسیب دید و منجر به مشکلات نقدینگی برای شرکت های امین سرمایه گذاری گردید. شرکت های امین سرمایه گذاری زیان های زیادی را در رابطه با سرمایه گذاری در اوراق قرضه منتشر شده توسط دوو که توجه سرمایه گذاران را نسبت به صحت دارایی های نگهداری شده در صندوق های اوراق قرضه شرکت های امین سرمایه گذاری جلب کرده بود، متحمل شدند. در عوض، این اتفاق برداشت گسترده از وجوه شرکت های امین سرمایه گذاری را در پی داشت که آنها را با مشکلات نقدینگی عدیدی مواجه کرد. وجوه گواهی انتفاعی اوراق قرضه شرکت های امین سرمایه گذاری از 181 میلیارد ون در پایان ژوئن 1999 به 45 میلیارد ون در پایان ژوئن 2000 کاهش یافت.

### نمودار 3

#### گواهی انتفاع اوراق قرضه در جریان شرکت های امین سرمایه گذاری



<sup>1</sup>-Daewoo Group



شکست گروه دوو، چند شاخگی<sup>1</sup> در کل بازار را به همراه داشت. در واقع یک چرخه نادرست موجود است: برداشتهای گسترده وجوه از صندوق شرکت های امین سرمایه گذاری منجر به فروش اوراق قرضه شد که بازدهی بیشتر اوراق و زیان صندوق را در پی داشت و منجر به یک برداشت عظیم دیگر شد.

لذا، نهاد های قانونی به ابزارهایی برای شکستن این چرخه نادرست نیاز داشتند. اول، برای باثبات کردن بازده اوراق قرضه در بازار ثانویه، نهادهای قانونی یک صندوق تثبیت بازار اوراق قرضه در سپتامبر 1999 معرفی کردند که به وسیله عواید حاصل از بانکها و شرکت های بیمه، تامین مالی می شد. مقدار وجوهی که بایستی جمع آوری می شد، در ابتدا حدود دو تریلیون ون در نظر گرفته شد، اما این رقم در اواسط سپتامبر 1999 به سه تریلیون ون رسید. صندوق تثبیت بازار اوراق قرضه در رسیدن به اهدافش موفق بود و بازده معیار را از 11% به 9/5% رساند و در مارس 2000 وقتی که تسویه شد، به پذیره نویسان این اوراق نفع رساند.

#### نمودار 4

بازده اوراق قرضه شرکتی مبنای جولای 1999 تا مارس 2003



<sup>1</sup> -Ramifications



دوم، یک رویکرد دو سویه برای پیشگیری از خروج عظیم وجوه از شرکت های امین سرمایه گذاری، اتخاذ شد. بازخرید گسترده وجوه گواهی اوراق قرضه با ترغیب دولت و نهاد نظارت مالی برای تثبیت بازارهای مالی منع شد، در حالی که وجوه بازخرید شده به وسیله ابزارهای جدید که به وسیله گواهی انتفاع اوراق قرضه جایگزین شدند، جذب شرکت های امین سرمایه گذاری گردید.

در نهایت، برای حفظ اعتماد سرمایه گذاران در شرکت های امین سرمایه گذاری، اقدامات مختلفی برای تقویت ترازنامه ها و افزایش شفافیت مدیریت دارایی ها شامل تسویه دارایی های غیراجرایی نگهداری شده توسط شرکت های امین سرمایه گذاری و پذیرش الزامی اصل حسابداری انطباق بر بازار، معرفی شد. به منظور تسویه دارایی های غیراجرایی توسط شرکت های امین سرمایه گذاری، 18/5 تریلیون ون از اوراق بدون ضمانت دوو که توسط شرکت های امین سرمایه گذاری نگهداری می شد، در ژانویه 2000 به شرکت مدیریت دارایی کره<sup>1</sup> به مبلغ 34/7% ارزش اسمی فروخته شد. بعلاوه، از فوریه 2000، دارایی های غیراجرایی نگهداری شده توسط شرکت های امین سرمایه گذاری تبدیل به اوراق تعهدات اوراق قرضه رهنی<sup>2</sup> تبدیل شدند. برای بهبود مدیریت دارایی های شرکت های امین سرمایه گذاری و افزایش شفافیت آن، مقامات، حسابداری منطبق بر بازار (بهنگام)<sup>3</sup> را برای دارایی های نگهداری شده توسط صندوق های گواهی اوراق قرضه، الزامی کردند، که در جولای 2000 کامل شده و یک رویه مرحله به مرحله را ممکن می ساخت. علاوه بر این، به منظور تدارک ارزیابی دقیق تر اوراق قرضه نگهداری شده توسط شرکت های امین سرمایه گذاری، ایجاد سه نهاد قیمت گذاری خصوصی اوراق قرضه در ژوئن 2000 تایید شد.

<sup>1</sup> - Korea Asset Management Corporation (KAMCO)

<sup>2</sup> - Collateralised Bond Obligations (CBO)

<sup>3</sup> - Mak to Market (MTM)



### 3- بحران در سررسید<sup>1</sup>

همان طور که پیشتر متذکر شدیم، انتشار اوراق قرضه شرکتی گسترده در نیمه دوم 1998 و اوایل 1999، در ابتدا به شکل اوراق قرضه سه ساله و کمتر صورت گرفت. اوراق قرضه شرکتی که در نیمه دوم 1997 منتشر شد، به همراه سهم قابل توجهی از اوراق قرضه منتشر شده در نیمه دوم 1998، از آغاز نیمه دوم 2000، به سررسید خود رسیدند که نیاز به تسویه و تجدید بدهی از طریق حجم زیادی از اوراق قرضه شرکتی داشت.

در همین زمان، شرایط مالی در بازار اوراق قرضه شرکتی به دلیل بحران گروه دوو و مشکلات نقدینگی ایجاد شده در شرکت های امین سرمایه گذاری، به شدت تضعیف شد. علاوه بر این، شرایط نقدینگی شرکت های خودروسازی، شامل شرکت های فرعی هیوندای، از اواسط 2000، بدتر شد. شرکت های با رتبه بندی اعتباری پایین، با مشکلات عدیده ای در تسویه اوراق قرضه خود در سررسید مواجه شدند. شرایط برای شرکت های کوچک تر، بدتر بود. برای حل این مشکلات، اوراق تعهدات اوراق قرضه رهنی ابتدایی و صندوق های اوراق قرضه<sup>2</sup> که توسط پانزده بانک و سایر نهادهای مالی پذیره نویسی شده بود، در نیمه دوم 2000، معرفی شدند.

<sup>1</sup> -Crisis at Maturity

1- پذیره نویسان صندوق اوراق قرضه، وجوه نقد با ITCها سپرده گذاری کردند که پس از آن صندوق های اهدایی تاسیس شدند. براساس رهنمود سرمایه گذاری منتشر شده توسط سپرده گذاران خرید CBOهای اولیه توسط ITCها معرف 50 درصد وجوه پذیره نویسی شده بود.



جدول 3					
انتشار و بازخرید <sup>1</sup> اوراق قرضه تجاری با (تبه بندی اعتباری (گردش سالانه، بر مسب میلیارڈ ون)					
		1999	2000	2001	2002
A یا بالاتر	انتشار	8,285	10,222	20,807	10,797
	بازخرید	7,982	12,238	15,443	10,401
	خالص افزایش	303	-2,016	5,363	496
BBB	انتشار	9,784	4,583	8,982	7,127
	بازخرید	6,129	12,133	9,606	7,115
	خالص افزایش	3,655	-7,550	-624	12
BB یا پایین تر	انتشار	6,810	1,277	2,602	936
	بازخرید	1,483	8,232	6,409	2,963
	خالص افزایش	-3,672	-6,955	-30807	-2,028
جمع <sup>2</sup>	انتشار	26,312	17,619	32,390	18,960
	بازخرید	30,407	33,427	31,458	20,479
	خالص افزایش	-4,095	-15,808	932	-1,519

1- توجہ: فقط انتشار عمومی و بازخرید (بہ استثنای اوراق بہادر با پشتوانہ دارایی، شرکتہای برنامه ریزی بدھی و کاری).

2- کل مقدار (شامل اوراق قرضہ تضمینی)



جدول 4							
انتشار اوراق تعهدات اوراق قرضه (هنگی اولیه (سالانه، میلیارد ون)							
	مقدار		رتبه دارایی مربوطه				نسبت
		Senior tranche	A	BBB+ or BBB	BBB-	BB and lower	ضمانت اعتباری <sup>۱</sup> (درصد)
2000	73,073	70,108	2,850	20,638	28,341	21,490	341
			(3,9)	(27,9)	(38,8)	(29,4)	
20001	55,734	53,710	2,290	18,476	13,605	21,351	532
			(4,1)	(33,2)	(24,4)	(38,3)	
Total	128,807	123,818	5,140	38,844	41,946	42,841	424

توجه 1- نسبت مبلغ ضمانت اعتباری به کل مبلغ 2-، (بیانگر سهم دارایی‌های اساسی برحسب درصد است.

با وجود این معیارها، شرایط تامین مالی در بازار اوراق قرضه شرکتی، خصوصاً برای شرکت‌های نسبتاً بزرگ با رتبه بندی اعتباری پایین (شامل شرکت‌های تابعه گروه هیوندای) به شکل مستمر تضعیف شد. برنامه پذیره نویسی فوری<sup>۱</sup> بانک توسعه کره<sup>۲</sup> در پایان سال 2000

<sup>۱</sup> - Prompt Underwriting Scheme

2 - برنامه به شکل زیاد اجرا شد، اگر شرکت مفروض، توسط کمیته متشکل از بانک کره (KOB)، بانک های اعتباری و صندوق ضمانت اعتباری کره موجه اعلام شد، اگر شرکت 20 درصد از اوراق خود را بازپرداخت کند و برنامه بازسازیه موجهی ارایه کند، مجاز به مشارکت است. بانک کره پس از آن به عنوان پذیره نویسی برای بازخرید 80 درصد باقی مانده اوراق سررسید شده در بازار ثانویه متداول بر مبنای نرخ بهره مشابه بعلاوه 40 درصد اقدام خواهد کرد. به عنوان پذیره نویسی هشت درصد اوراق سررسید شده، بانک کره، 70 درصد از آن ها را به عنوان CBO اولیه با CLO (تعهدات وامی چندشاخه)، تغییر شکل می دهد، و بانک اعتباری 70 درصد از آن را جذب می کند و 10 درصد باقی مانده را در دفاتر خود نگه می دارد.





معرفی شد و فعالیت خود را در ژانویه 2001 آغاز کرد و یک سال به فعالیت ادامه داد. مبلغ کلی اوراق قرضه شرکتی منتشر شده از طریق این برنامه، 216 میلیارد ون<sup>1</sup> بوده است.

جدول 5				
اوراق قرضه شرکتی منتشر شده از طریق طرح بانک توسعه کره در 2001 (میلیارد ون)				
2001	1Q	2Q	3Q	4Q
2,626	1,612	308	438	268

با توجه به اجرای این معیارها، کاهش شدید در نرخ بهره از آغاز سال 2001، شرایط تامین مالی در بازار اوراق قرضه شرکتی را به شکل قابل توجهی بهبود بخشید. این بهبود تا حد زیادی دیدگاه خوش بینانه فعالان بازار را بیان می‌کرد که اقتصاد کره به یک مرحله بازیافت در نیمه دوم 2001 وارد شد و شرایط جریان وجوه در بخش شرکتی نیز بهبود یافت. در سال 2001، شرکت‌هایی که رتبه بندی اعتباری A یا بالاتر داشتند، خالص انتشاری معادل 5/3 میلیارد ون داشته‌اند، در حالی که شرکت‌های با رتبه سرمایه گذاری پایین 3/8 میلیارد ون بازخريد خالص انجام داده‌اند.

4- شکست خفیف دیگر بعد از رسوایی حسابداری و ورشکستگی شرکت کارت‌های اعتباری<sup>2</sup> در پی افشای رسوایی حسابداری شامل گروه SK، یک خودروساز بزرگ دیگر و ورشکستگی شرکت کارت اعتباری، انتشار اوراق قرضه شرکتی، مجدداً در مارس 2003 کاهش یافت. رسوایی حسابداری و ورشکستگی منجر به بازخريد گسترده صندوق‌های بازار پول<sup>3</sup> شرکت‌های امین سرمایه گذاری شد و شرایط تامین وجوه در بازار اوراق قرضه شرکتی مجدداً بدتر گردید. در

3 - اوراق قرضه شرکتی پذیره نویسی توسط بانک کره از طریق عرضه خصوصی نسبت به بخش دولتی، به فروش رسید.

<sup>2</sup> - Credit Card Company Insolvencies

<sup>3</sup> - Money Market Funds (MMF)



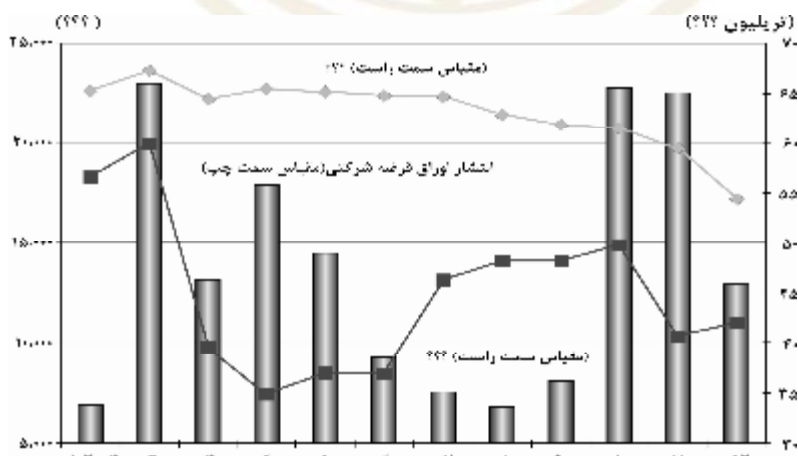
مقابله با وحشت ایجاد شده اخیر که خروج از بازار را به همراه داشت، وجوه اوراق قرضه شرکت های امین سرمایه گذاری، خروج خفیفی را تجربه کردند. با این حال، انتشار اوراق قرضه شرکتی توسط شرکت های غیرمالی عمومی که منعکس کننده حساسیت ریسک افزایش یافته فعالان بازار می باشد، کاهش یافت. بسیاری از شرکت های کارت اعتباری، با مشکلات زیادی در سررسید بدهی های خود مواجه شدند.

علت افزایش نرخ های بهره بازار بلندمدت در مارس 2003، آشفتگی ایجاد شده به دلیل رسوایی حسابداری جهانی SK و نگرانی ها راجع به ورشکستگی احتمالی شرکت کارت های اعتباری بود. علاوه بر این، کاهش سریع در رشد اقتصادی، آگاهی سرمایه گذاران از افزایش ریسک اعتباری در بخش شرکتی و افزایش مغایرت ریسک فعالان بازار منجر به جهشی به سمت کیفیت در بازار اوراق قرضه منطقه ای شد. در نتیجه، شکاف بازده بین مبنای اوراق قرضه دولتی و اوراق قرضه شرکتی (با رتبه BBB) بعد از مارس 2003 به شدت افزایش یافت.

### نمودار 5

صندوق های بازار پول و صندوق های اوراق قرضه شرکت های امین سرمایه گذاری،

و انتشار اوراق قرضه شرکتی



منبع:

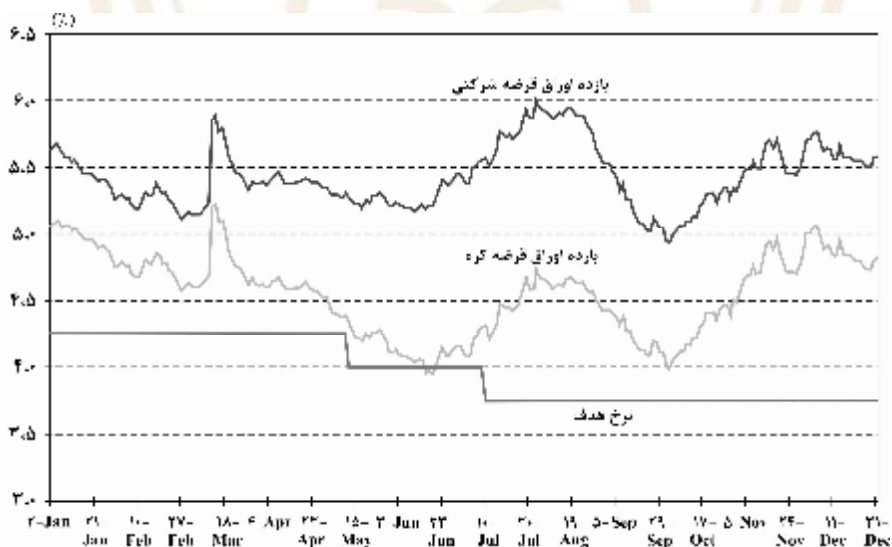
خدمات نظارت مالی، بولتن آمار مالی ماهانه



بانک کره در تلاش برای کاهش اضطراب بازار، معیارهایی را برای تثبیت بازارهای مالی اعلام کرد و نقدینگی را از طریق عملیات بازار آزاد به بازار تزریق کرد. بانک کره، نقدینگی کوتاه مدت به مبلغ دو میلیارد ون را ب سرعت از طریق خرید یک قرارداد بازخريد در 13 مارس 2003 تزریق کرد و دو میلیارد ون ديگر نقدینگی از طریق خرید کامل اوراق قرضه دولتی و بازخريد اوراق قرضه تثبیت پول قبل از سررسيد آن‌ها در 17 مارس 2003 ایجاد شد. در همان روز، دولت یک بسته جامع از معیارهای<sup>1</sup> طراحی شده برای بیان مشکلات نقدینگی ناشران کارت‌های اعتباری و شرکت های امین سرمایه گذاری طراحی کرد.

### نمودار 6

بازده های اوراق قرضه شرکتی مبنا(سه ساله) و اوراق قرضه فزانه داری کره(سه ساله) در 2003



منبع: کانون معامله گران اوراق بهادار کره، بانک کره

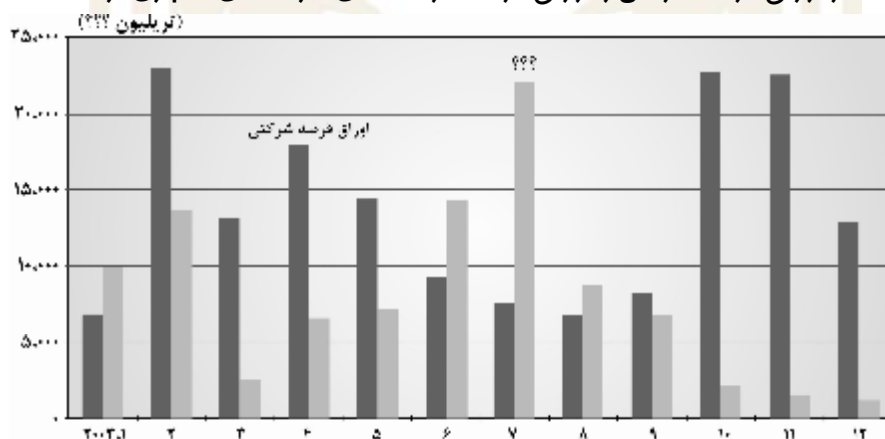
1- اینها شامل افزایش سرمایه یا انتشار اوراق قرضه توسط شرکت های کارت های اعتباری، ایجاد خط اعتباری بانک ها، خرید دارایی های غیراجرای و خرید وام های شرکت های کارت اعتباری توسط KAMCO نمی شود.



در حالی که به نظر می رسد شرایط تامین مالی در بازار اوراق قرضه شرکتی تحت تاثیر این شرکتها بهبود یابد، انتشار اوراق قرضه شرکتی برای بسیاری از شرکت های کارت اعتباری غیرممکن بود. این موضوع، بیانگر عواملی بوده است: 1- هنوز تجدید ساختار صنعت کارت های اعتباری هنوز در جریان است. 2- شرکت های کارت اعتباری بیمار، همچنان با مشکلات نقدینگی شدید مواجه هستند. 3- شکست نرخها در مناقصه های کارت های اعتباری در طول سقوط طولانی اقتصاد کره، در حال افزایش بوده است.

### نمودار 7

#### انتشار اوراق قرضه شرکتی و اوراق قرضه شرکت های کارت اعتباری در 2003



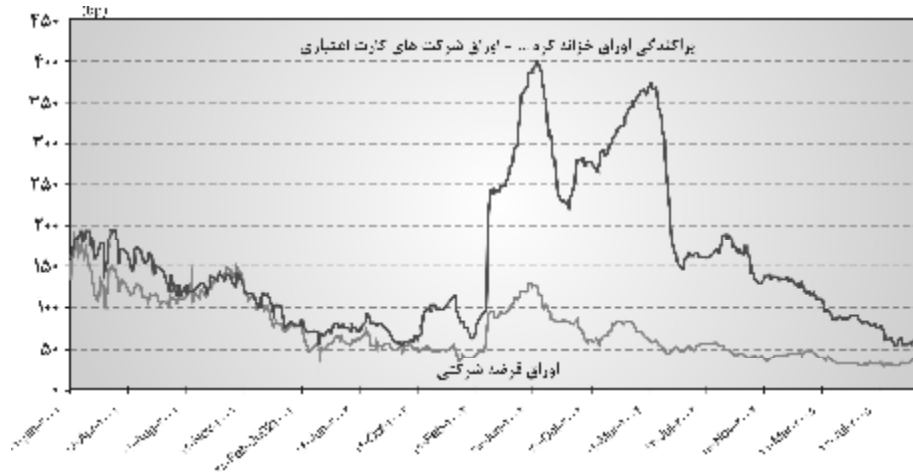
منبع: خدمات نظارت مالی، بولتن آمار مالی ماهانه

نمودار 8 در زیر نشان دهنده شرایط تامین مالی رو به ضعف شرکت های کارت اعتباری در دوره مربوطه بوده است. توجه کنید توسعه نرخ بازده بین اوراق قرضه شرکت های کارت های اعتباری و اوراق قرضه خزانه، کاملاً افزایش یافت و از توسعه بین مبنای اوراق قرضه شرکتی و اوراق قرضه خزانه پس از اواسط مارس 2003 نیز، بیشتر شد.



## نمودار 8

مقایسه توسعه اوراق قرضه شرکتی و اوراق قرضه شرکت های کارت های اعتباری



بازار اوراق با پشتوانه دارایی نیز به شکل معکوس از آشفتگی ناشی از کارت اعتباری، متأثر شد. این اوراق پس از آغاز در سال 1998، بسیار مشهور شد و انتشار آن از سال 1999، در فرآیند تجدید ساختار مالی و شرکتی به شکل قابل توجهی افزایش یافت. قبل از آشکار شدن نگرانی نقدینگی شرکت های کارت های اعتباری در اواسط مارس 2003، بازار اوراق با پشتوانه دارایی عموماً آرام بود و بدون هیچ مشکل جدی فعالیت می کرد. پس از اواسط مارس 2003، فراوانی ورشکستگی شرکت های کارت های اعتباری، به تضعیف شدید شرایط بازار این اوراق منجر شد. بعد از ورشکستگی کامل کارت اعتباری LG در اکتبر 2003، بازار اوراق با پشتوانه دارایی در حالی که بیشتر نهادهای مالی نسبت به خرید این اوراق قرضه با پشتوانه دارایی بی میل بودند، به شکل قابل توجهی تخریب شد. در نتیجه، این بازار باز خرید 1/9 میلیارد ون را در سال 2003، که بازگشتی باورنکردنی نسبت به انتشار 19/3 میلیارد ون در سال 2001 داشت، تجربه کرد.



## جدول 6

## انتشار و بازفید اوراق با پشتوانه دارایی

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
انتشار	4,445	33,983	34,248	28,258	23,529	2,929
بازخريد	-	1,768	14,976	21,590	25,464	2,980
انتشار خالص	4,445	32,215	19,272	6,668	-1,936	-51

## iii- ویژگی های بازار اوراق قرضه شرکتی از زمان بحران ارزی تا کنون

## 1- بازار اولیه

پس از بحران 1997، تغییرات ساختاری اساسی در بازار اوراق قرضه شرکتی کره صورت گرفت. اولاً بازار در حال حاضر به جای اوراق قرضه‌ای که تضمین اعتباری بانکها را به همراه دارند، تحت نفوذ اوراق قرضه تضمین نشده قرار می‌گیرد (نمودار 9). در سال 1997، سهم اوراق قرضه شرکتی ضمانت شده 85% بود، در حالی که اوراق قرضه تضمین نشده سهم 15% داشت. به هر حال سهم اوراق قرضه بدون تضمین در سال 1999 به 96% و در سال 2004 به 99/6% افزایش یافت

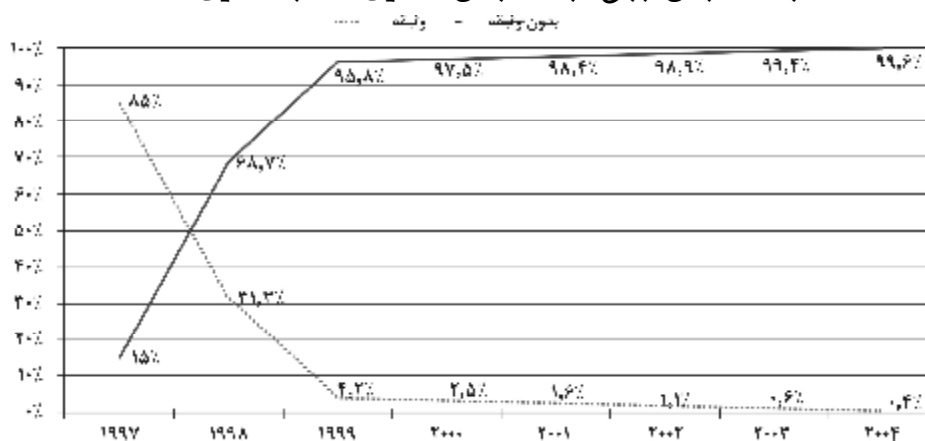
دوم، در سال‌های اخیر انتشار اوراق قرضه شرکتی تا حدی کاهش یافته است که در نمودار 2 می‌توان دید. که تقاضای ضعیف و جوه توسط شرکت‌ها را در کنار تلاش دولت برای بهبود ساختار سرمایه بخش شرکتی منعکس می‌کند. خصوصاً، بعد از بحران ارزی، نهاد نظارت مالی، شرکت‌ها را وادار به کاهش نسبت بدهی به سرمایه زیر 200% کرد. در نتیجه، نسبت بدهی به سرمایه<sup>1</sup> صنایع از 303% در سال 1998 به 104% در سال 2004 رسید. (نمودار 10)

<sup>1</sup> -Debt -to-Equity Ratio



## نمودار 9

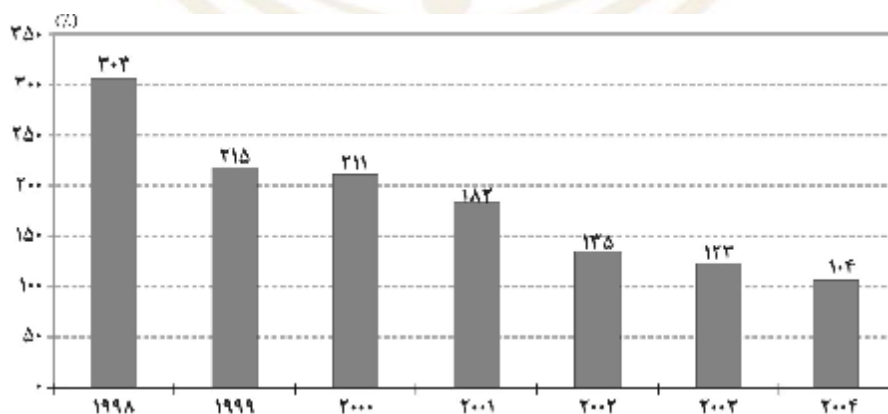
## عرضه عمومی اوراق قرضه شرکتی تضمین شده و تضمین نشده



منبع: خدمات نظارت مالی، بولتن آمار مالی ماهانه

## نمودار 10

## نسبت بدهی به سرمایه از 1998 تا 2004 (بفش غیر تولیدی)



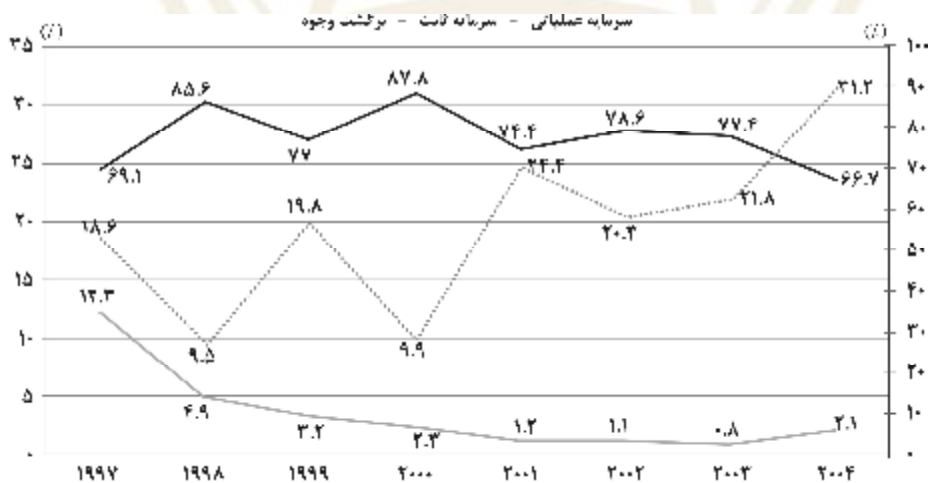
منبع: بانک کره، تجزیه و تحلیل صورت های مالی



نهایتاً، ذکر این نکته ضروری است که بسیاری از شرکت‌ها از وجوه فراهم شده از انتشار جدید اوراق قرضه برای تجدید ساختار بدهی خود استفاده می‌کنند. در حقیقت، بسیاری از شرکت‌ها با رتبه بندی اعتباری خوب، بدهی کوتاه مدت خود را با استفاده از وجوه تامین شده توسط انتشار اوراق قرضه شرکت به بلندمدت تبدیل کردند تا اوراق کوتاه مدت را بازپرداخت کنند.<sup>1</sup> نسبت عواید اوراق قرضه کنار گذاشته شده برای تامین مجدد وجوه در سال 2004، 31/2% بوده است، که از سال 1998، حدود سه برابر افزایش یافته است، در حالی که سهم کنار گذاشته شده سرمایه ثابت از 12/3% در سال 1957، به 2/1% در سال 2004 کاهش یافته است و بیانگر کاهش تقاضا برای سرمایه گذاری است.

### نمودار 11

#### عرضه اوراق قرضه شرکتی با استفاده از عواید



منبع: خدمات نظارت مالی، بولتن آمار مالی ماهانه

1- در این حالت، هدف شرایط زمان بندی خاص و شرایط بازار، توقف در نرخ بهره مطلوب است.





## 2- بازار ثانویه

نخست، نقدینگی اوراق قرضه شرکتی بازار ثانویه در مقایسه با اوراق قرضه دولتی پایین است. حجم معاملاتی اوراق قرضه شرکتی در هنگام ورشکستگی گروه دوو و مشکل نقدینگی شرکت های امین سرمایه گذاری در جولای 1999 سقوط کرد و تاکنون نیز در این وضعیت مانده است. این دقیقاً در مقابل رشد قابل توجه حجم معاملاتی اوراق قرضه دولتی قرار دارد. نرخ حجم معاملات سالانه، که به عنوان نسبت معاملات سالانه به حجم در جریان تعریف می شود، به شدت کاهش یافته است، از 3/7 در سال 1998 به 0/9 در سال 2004 رسیده است در حالی که این نسبت برای اوراق قرضه دولتی در دوره مشابه از 1/6 به 8/4 رسیده است. این تغییرات اشاره می کند که معامله در بازار اوراق قرضه ثانویه به طور فزاینده ای به سوی اوراق قرضه دولتی بوده است.

دوم، هر چند حجم معاملات اوراق قرضه شرکتی از سال 2000 کاهش یافته است، اما حجم معاملات اوراق قرضه شرکتی با رتبه BBB، با میانگین حجم معاملات ماهانه 41 تریلیون ون از سال 2001 به 50 تریلیون ون در سال 2004 افزایش یافته است (جدول 8). بعضی سرمایه گذاران (شامل بانک های ذخیره سرمایه گذاری، واحدهای اعتباری و سرمایه گذاران فردی) علاقمند به کسب بازده بالاتر در دوره های با نرخ بهره پایین تر، خرید اوراق قرضه با رتبه BBB خود را به تدریج افزایش داده اند، که این اوراق بازده بالاتری را تضمین می کند، ولی درصد قصور نسبتاً پایینی دارد. به هر حال، حجم معاملاتی اوراق قرضه شرکتی با رتبه بندی اعتباری BB و پایین تر، از 6/2 تریلیون ون در سال 2001 به 2/7 تریلیون ون در سال 2004 رسیده است.



## جدول 7

## روند معاملات در بازار ثانویه

	1997	1998	1999	2000
حجم روزانه				
اوراق شرکتی (A)	444	1,272	1,456	929
اوراق دولتی (B)	44	223	2,310	2,031
کل اوراق (%)	798	2,288	4,687	6,317
A/B(%)	%1,009/1	%570,4	%63,0	%45,7
اوراق شرکتی (A)	1,48	3,7	3,6	2,1
اوراق دولتی (B)	0,6	1,6	11,3	8,6
A/B(%)	%246,7	%231,3	%31,8	%24,4
حجم روزانه	2001	2002	2003	2004
اوراق شرکتی (A)	883	803	652	547
اوراق دولتی (B)	221	2,648	3,984	5,978
کل اوراق (%)	9,249	7,832	9,919	11,313
A/B(%)	%27,4	%30,3	%16,4	%9,2
اوراق شرکتی (A)	1,6	1,4	1,0	0,9
اوراق دولتی (B)	11,7	7,4	7,3	8,4
A/B(%)	%13,7	%18,9	%13,7	%10,7



## جدول 8

مجموعه معامله اوراق قرضه شرکتی ماهانه با رتبه بندی اعتباری

(در جریان، بر حسب 100 میلیون ون)

	2001	2002	2003	2004	Jan-Oct 2005	جمع
*>AA	556,910	731,465	690,285	749,679	520,830	3,249,169
A	445,448	492,173	389,243	264,533	331,785	1,923,182
BBB	413,268	490,978	264,374	498,530	366,015	2,033,165
<BB*	62,235	55,489	42,177	16,821	5,110	181,833
جمع	1,477,860	1,770,106	1,386,079	1,529,563	1,223,740	7,387,349
%						
> AA						
A	37/7	41/3	49/8	49/0	42/6	44/0
	30/1	27/8	28/1	17/3	27/1	26/0
BBB	28/0	27/7	19/1	32/6	29/9	27/0
	4/2	3/1	3/0	1/1	0/4	2/5
<BBB	100/0	100/0	100/0	100/0	100/0	100/0
جمع						

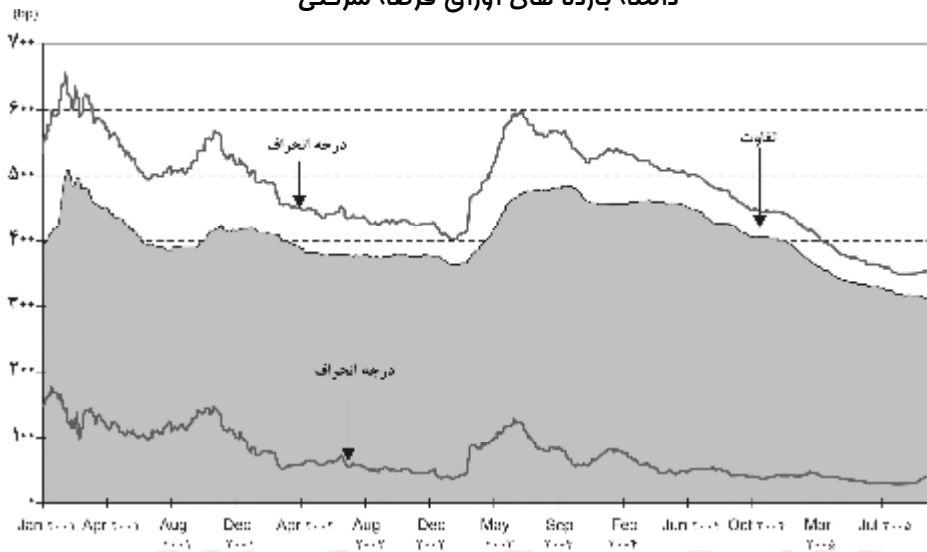
\* &gt; به معنی رتبه‌های بالاتر است و &lt; برعکس.

بازتاب افزایش تمایل به اوراق قرضه شرکتی با رتبه BBB، موجب نزدیکی زیاد وسعت اوراق قرضه با رتبه AA و اوراق قرضه با رتبه BBB شده است.



## نمودار 12

## دامنه بازده های اوراق قرضه شرکتی



توجه: (1) وسعت رتبه BBB= بازده اوراق قرضه شرکتی با رتبه BBB- بازده های معیار اوراق قرضه خزانه‌ای کره،  
 (2) وسعت رتبه AA= بازده اوراق قرضه شرکتی با رتبه AA- بازده های معیار اوراق قرضه خزانه‌ای کره. این ارقام میانگین سه نهاد قیمت گذاری هستند. منبع: بانک کره

با در نظر گرفتن مبنای سرمایه گذار برای اوراق قرضه شرکتی، شرکت های امین سرمایه گذاری در سال 1998، 62/4% از حجم اوراق قرضه شرکتی در جریان را و در سال 2004 تنها 15/3% از این اوراق را در اختیار داشتند. از طرف دیگر، سهم موسسات پس انداز قراردادی مانند شرکت های بیمه و صندوق های بازنشستگی، به شکل قابل توجهی افزایش یافت (از 1/2% در 1998 به 17/8% در سال 2004)، سهم بانکهای پس انداز سرمایه گذاری، اتحادیه های اعتباری و سرمایه گذاران شخصی از 11/2% در 1998 به 28% در سال 2004 افزایش یافت که نشان دهنده اهمیت این گروه از سرمایه گذاران برای اوراق قرضه گروه BBB می باشد و بیانگر بازده بالا ریسک عدم پرداخت پایین است.



## جدول 9

## مبنای سرمایه گذار اوراق قرضه شرکتی

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
بانکها	5/03	4/9	8/1	12/8	12/8	14/3	12/2	11/5
بانک امین شرکت امین	10/3	10/4	7/4	6/4	8/1	6/3	5/5	4/4
شرکت ناشر	62/4	60/2	29/5	20/8	18/7	11/9	15/3	13/9
شرکت بیمه	8/7	12/3	15/0	13/8	15/5	20/0	21/0	23/0
صندوق بازنشستگی	2/1	1/5	5/5	7/2	8/9	11/8	11/8	11/8
بانک	0/0	5/6	9/2	10/7	10/4	9/1	6/0	5/3
ذخیره واحدهای اعتبار	11/2	5/0	25/3	2/4	25/6	26/5	28/0	30/1
جمع	100/0	100/0	100/0	100/0	100/0	100/0	100/0	100/0

4- درس های سیاسی<sup>1</sup>

در طول بحران 1997، بازار اوراق قرضه شرکتی در مقابل تغییرات رایج شرایط بازار، شامل زیربنای اقتصادی کلان و فعل و انفعالات تقاضا و عرضه بازار، بسیار آسیب پذیر شد. این شکنندگی، از آن پس تا کنون زمینه ساز چرخه های رونق و رکود بازار اوراق قرضه شرکتی کره بوده است. برای مثال، افزایش عظیم انتشار اوراق قرضه شرکتی از نیمه دوم 1998 تا اوایل 1999 از نوسان جریان ورودی وجوه به گواهی های انتفاع اوراق قرضه شرکت های امین سرمایه گذاری بود و با شکست بازار اوراق قرضه شرکتی و ترقی سپرده های شرکت های امین سرمایه گذاری در میانه های 1999 همراه شد. در همین زمان، فعالان بازار مجبور شدند به ریسک اعتباری اوراق قرضه شرکتی بدون ضمانت توجه بیشتری کنند، چرا که نسبت زیادی از اوراق قرضه شرکتی بدون ضمانت که در زمان رونق منتشر شده بود، باید تسویه یا تجدید می شد. بین مارس 2003 و

<sup>1</sup> -Policy lessons



پایان 2003، یک رکود خفیف دیگری اتفاق افتاد که نهاد های قانون گذار را مجبور به ارتقای معیارهایی برای ثبات بازار<sup>1</sup> کرد.

شرایط تامین مالی در بازار اوراق قرضه شرکتی کره در آینده نزدیک فرار خواهد بود. به هر حال، درس‌هایی پیرامون علل مشکلات ایجاد شده در بازار اوراق قرضه شرکتی فراگرفتیم و فهمیدیم که موارد زیادی وجود دارد که باید برای ایجاد بازاری با عملکرد مطلوب و نرمال مورد توجه قرار گیرند.

درس اول این است که افزایش ناگهانی و زیاد حجم اوراق قرضه شرکتی در جریان تا حد بالاتر از مقدار قابل تحمل، بار زیادی را به اقتصاد (خصوصاً ثبات مالی آن) تحمیل می‌کند. تجربه اخیر کره، مدنظر است.

درس دوم این است که کیفیت اعتباری متداول اوراق قرضه شرکتی تاثیر بااهمیتی بر ثبات اقتصاد دارد. چون کیفیت اعتباری اوراق قرضه ذاتا در فرآیند تجدید ساختار بخش شرکتی، فرار است. عموماً در این وضعیت، شرایط مالی بازار اوراق قرضه شرکتی به شدت نوسان دارند. به هر حال، ظاهر تجربه کره ای‌ها این است که نوسان شدیدی در انتشار اوراق شرکتی بدون ضمانت در فرآیند تجدیدساختار بخش شرکتی وجود دارد.

در نگاه به گذشته، این نوسانات شدید جریان ورودی وجوه به گواهی‌های انتفاع اوراق قرضه شرکت های امین سرمایه گذاری، برای بسیاری از شرکت‌های بزرگ شامل شرکت‌های غیرقابل رشد، جمع آوری وجوه از طریق اوراق قرضه شرکتی ضمانت نشده را ممکن می‌ساخت. در عوض، منجر به بهبود وضعیت نقدینگی شرکت‌هایی شد که در غیر این صورت نمی‌توانستند بقا پیدا کنند. این افزایش در نقدینگی، بدست آوردن یک بازایافت اقتصادی<sup>2</sup> سریع بعد از بحران مالی ارزی را ممکن ساخت. به هر حال، بعد از اینکه سرمایه گذاران توجه بیشتری به حساب‌های پیاپی

<sup>1</sup> -Stabilise the Market

<sup>2</sup> -Economical Recovery



سپرده شرکت های امین سرمایه گذاری کردند و نسبت بزرگی از اوراق قرضه شرکتی، به سررسید خود رسید، شرایط اقتصادی پر نوسان، ثبات مالی اقتصاد را مورد تهدید قرار داد. مشخصاً، سهم بزرگی از اوراق قرضه شرکت که در سررسید باید تجدید یا تسویه می شدند، توسط شرکت های با رتبه بندی اعتباری پایین تر منتشر شده بود و این موضوع موقعیت را بحرانی تر کرد. از این نظر، واضح است محدود کردن توجه شرکت های غیرقابل رشد برای نرمال سازی<sup>1</sup> بازار اوراق قرضه، شرطی لازم و نه کافی است. برای دستیابی به این نرمال سازی، مقامات بایستی سرعت تجدید ساختار بخش شرکتی را بیشتر کنند.

درس سوم این است که ضعف رویه های نهادی شامل رویه های حسابداری ضعیف، مصونیت ناکافی سرمایه گذار و رویه های تسویه ناکارآمد منجر به آشفتگی در بازار اوراق قرضه شرکتی می شود و دامنه مشکلات را افزایش می دهد. برای مثال می دانیم که حفظ حسابداری ارزشیابی بر مبنای اصل بهای تمام شده تاریخی برای شرکت های امین سرمایه گذاری، موقتاً علت جریان ورودی وسیع وجوه به گواهی انتفاع اوراق قرضه و متعاقب آن جریان خروجی زیاد وجه نقد است. در مقابل این، افزایش اخیر در نرخ بازده اوراق قرضه در ژانویه، فوریه و اکتبر 2005 منجر به افزایش گواهی انتفاع شرکت های امین سرمایه گذاری نشد، زیرا حسابداری بهای تمام شده تاریخی در توجه به حسابداری مبتنی بر بازار ناتوان بوده است.

درس چهارم این است که وقتی سرمایه گذاران در بازار اوراق قرضه شرکتی ریسک گریز می شوند در حالیکه، ریسک اعتباری<sup>2</sup> انتشار های در جریان در حال افزایش است، تضمین اوراق قرضه شرکتی در تعدیل طیف اعتباری برای تحقق نیازهای مختلف، موثر خواهد بود. تجربه کره معرفی اوراق تعهدات اوراق قرضه رهنی اولیه به عنوان کلیدی برای اجتناب از موارد بدتر است که

<sup>1</sup>-Normalisation

<sup>2</sup>-Credit Risks



بار تسویه و تجدید مقیاس وسیعی از اوراق تجاری سررسید شده را که توسط شرکت‌های با رتبه بندی اعتباری پایین منتشر شده اند، تسهیل می‌کند.

درس پنجم این است که برای کاهش اثر شوک‌های خارجی<sup>1</sup> بر بازار اوراق قرضه توسعه بازار ثانویه با اهمیت است. بحران کنونی وزش شدیدی به بازار کره ای‌ها بود. چون اکنون واسطه‌گری بازارسازی در بازار ثانویه در حال رشد بود لذا، تلاش‌های بیشتری بایستی برای توسعه بازارسازی و افزایش شفافیت در بازار ثانویه صورت گیرد. به این منظور، معیارهایی باید در نظر گرفته شود: (1) فعالیت‌های بازارگردانان بین معامله‌گران و معامله‌گران قانونی بایستی به دلیل ایجاد قوانین بازارسازی طراحی شود. (2) چون یک تابع تعیین قیمت کارا، برای یک بازار شفافتر، با نقدینگی بیشتر، لازم است، جهت تشویق بازارگردان معامله‌گران میانی و معامله‌گران قانونی برای مظنه قیمت بر مبنای زمان واقعی، تلاش‌های بیشتری صورت می‌گیرد. (3) ابزارهای حفاظتی مختلف، ابزارهای تامین مالی کوتاه مدت و ابزارهای تعدیلات سهام برای کمک به بازارسازی باید معرفی شود. علاوه بر این، مقامات مسوول بازار ثانویه نیاز به تقویت افزایش شفافیت معامله منصفانه دارند.

درس آخر این است که بی ثباتی بازار مالی که توسط آشفتگی بازار اوراق قرضه ایجاد شده است، ممکن است چالشی برای بانک مرکزی در تلاش‌هایش آن برای ثبات تراز قیمت و ثبات بازار مالی ایجاد کند. در عوض دامنه سیاست پولی بانک مرکزی محدود می‌گردد.

<sup>1</sup>-External Shocks





## فصل هفدهم

### بازار اوراق قرضه شرکتی مالزی

محمد بن ابراهیم و آدریان ونگ<sup>1</sup>

بانک نگارای مالزی<sup>2</sup>

#### مقدمه

رشد بازار اوراق قرضه مالزی به سال 1970 برمی گردد، هنگامی که دولت انتشار اوراق قرضه را برای برآوردن نیازهای عظیم تامین وجوه توسعه کشور در آن زمان آغاز کرد. در اواسط سال 1980، بخش خصوصی نقش بیشتری در توسعه استراتژیک<sup>3</sup> اقتصاد مالزی به عهده گرفت با

1- محمدبن ابراهیم معاون مسوول بانک نگارا اندونزی است و آدریان ونگ مدیر اجرایی بخش بازار مالی و عملیاتی سرمایه گذاری بانک نگارا است. ایده های مطرح شده مربوط به نمیسندگان است و لزوما ایده های بانک نگارا را مطرح نمی کند. نویسندگان قدردانی خود نسبت به وان هانیش، آرلینا عارف، رستم موهلدریس، نارولاهیت، لونگ لیوون و آریانی رستم برای توضیحات آنها اعلام می کنند.

<sup>2</sup>-Bank Negara Malaysia (BNM)

<sup>3</sup>-Strategic Development



هدف اینکه این مورد را محرک اصلی رشد مالی در نظر گیرد. در این دوره، بخش شرکتی به شدت به تامین مالی بانکی متکی بود و به دولت اجازه داد توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی را به عنوان یک استراتژی ارجح مدنظر قرار دهد. بحران مالی آسیا، تمرکز بیشتر به وام‌های بانکی را از میان برد. درسه‌های فراگرفته شده از این بحران، دولت را مجبور کرد تلاش خود برای توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی را افزایش دهد تا به بخش خصوصی گزینه‌های دیگری برای منابع تامین مالی و کاهش عدم تطابق‌های وجوه ارائه کند.

از نظر تاریخی، به دلیل عدم وجود یک بازار اوراق قرضه توسعه یافته مطلوب، بسیاری از واسطه‌گری‌های اعتباری در کشور از طریق سیستم بانکی صورت می‌گرفت. برداشت اعتباری بالقوه و فشار اعتبار ناگهانی تحمل شده توسط بخش خصوصی در بحران آسیا اهمیت تنوع بخشی ریسک در سیستم مالی را نمایان کرد. از آن پس، توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی اهمیت بیشتری یافت و به منظور ایجاد تنوع بیشتر ریسک، در بین نمایندگی‌های اقتصاد تسریع شد تا تامین مالی وجوه با سررسید مناسب را فراهم کند.

در پانزده سال گذشته، تلاش‌های صورت گرفته برای توسعه بازار اوراق قرضه، ثمربخش بوده است. رشد در گذشته از نظر اندازه متناسب بازار اوراق قرضه در مقابل اعتبار بانکی داخلی قابل توجه بوده است. یک نتیجه مهم دیگر موفقیت در ترفیع بازار اوراق قرضه اسلامی<sup>1</sup> است. اوراق قرضه اسلامی که منطبق با اصول شریعت<sup>2</sup> است، نقش اساسی در توسعه بازار سرمایه مالزی<sup>3</sup> ایفا کرده است و منجر به رشد قابل توجه سیستم مالی کشورهای اسلامی شده است. از این بازار راکد، مالزی نقش استراتژیک در اقتصاد اسلامی جهانی ایفا کرده است.

تقاضای افزایش یافته بخش خصوصی برای شکل جدید تامین مالی به تغذیه توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی مالزی ادامه می‌دهد. رشد بازار با حضور روزافزون سرمایه‌گذاران نهادی مانند صندوق‌های بازنشستگی، صندوق‌های امین سرمایه‌گذاری<sup>4</sup>، و شرکت‌های بیمه نیز تحریک شده

<sup>1</sup> -Islamic Bond Market

<sup>2</sup> -Shariah Principles

<sup>3</sup> - Malaysia's capital market

<sup>4</sup> -unit trust funds



است. بازار اوراق بدهی مالزی از رشد زیادی سود برده است که از 4/1 میلیارد رینگیت<sup>1</sup> اوراق بهادار بخش عمومی در جریان در 1989، به حدود 188 میلیارد رینگیت در سال 2004 رسیده، یعنی حدود 45 برابر بزرگ تر شده است. علاوه بر این، بازار اوراق قرضه شرکتی مالزی، 37% تولید ناخالص داخلی کشور است. همان طور که در جدول یک نشان داده شده است یکی از بزرگ ترین بازارها در جهان (2005) IMF و است. علاوه بر این، بازار اوراق قرضه شرکتی مالزی 8% از کل بازار اوراق قرضه آسیا (به جز ژاپن) را در سال 2004 به خود اختصاص داده است.

### جدول 1

اندازه بازار اوراق قرضه ارزی محلی به عنوان درصدی از تولید ناخالص داخلی (داده های پایان مارس 2005)

	دولتی	شرکتی	نهادهای مالی
چین	19/5	0/7	10/8
هنگ کنگ	9/4	38/1	**
ژاپن	146/8	16/6	26/1
کره	26/1	22/0	37/4
مالزی	40/6	37/3	16/7
سنگاپور	40/3	31/6	**
تایلند	21/9	13/6	6/5
آمریکا	47/0	21/5	90/2

\*\* توجه: هنگ کنگ و سنگاپور: داده های شرکتی شامل نهادهای مالی می شود. برای سایرین، شرکتی به ناشران شرکتی غیرمالی برمی گردد.

### 1- پیشرفت های اساسی در بازار اوراق قرضه مالزی

ایجاد یک چارچوب قانونی جامع و زیرساختار قوی، همراه با قطعیت رسالت، ثبات سیاسی و سیاست های کلان اقتصادی روشن، زیربنای توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی مالزی را تشکیل داد.

<sup>1</sup> - MYR



### چارچوب قانونی و زیرساخت‌های بازار

در سال‌های اولیه، بانک نگارای مالزی، نهاد دولتی مسوول انتشار اوراق قرضه شرکتی، ابداعات متعددی برای تقویت چارچوب قانونی و زیرساختار بازار در بازارهای در حال توسعه اولیه و ثانویه در پیش گرفت. در مارس 1993 کمیسیون اوراق بهادار<sup>1</sup> به عنوان تنها نهاد قانونی برای ارتقاء توسعه بازار سرمایه، بویژه در تفسیر منطقی مقررات بازار اوراق قرضه تشکیل شد. (قبل از ایجاد کمیسیون اوراق بهادار، گروهی از رهنمودها برای انتشار اوراق بدهی خصوصی در 1988 معرفی شده بود) علاوه بر این، موسسه رتبه بندی برهارد مالزی<sup>2</sup> و شرکت رتبه بندی برهاد مالزی<sup>3</sup> در 1990 و 1995 ایجاد شدند تا به ترتیب، نظرات مستقل در مورد ریسک ورشکستگی بالقوه ناشران بدهی ارائه کنند و اطلاعات مناسب برای سرمایه گذاران فعلی و بالقوه را به موقع منتشر کنند. انجمن معامله گران اوراق قرضه در ژوئن 1996 به منظور بیان دیدگاه‌های صنعت و همکاری با نهادهای قانونی برای پیشبرد بازار اوراق قرضه ایجاد شد. انجمن بازارهای مالی مالزی<sup>4</sup> در سال 1974 به منظور نظارت، توسعه و بهبود استانداردهای صنعت و انطباق با بهترین بیانیه‌های بین المللی ایجاد شد. این انجمن که اعضای آن شامل کارمندان عملیات خزانه داری نهادهای مالزی (شامل شرکت‌های بیمه) می‌شد، یک آیین نامه اجرایی برای صنعت پذیرفت. برای کسب شرایط عضویت، اعضا می‌بایست از یک امتحان سخت، نمره قبولی بگیرند.

از لحاظ عملیاتی، فرآیندهای مختلفی توسط بانک نگارای مالزی برای تقویت اثربخشی و کارآیی هزینه‌ها، کامپیوتری شده و در دسترس قرار گرفته است. این موارد شامل معرفی یک سیستم کاملا ماشینی برای مناقصه<sup>5</sup> به منظور تسریع پیشنهاد اوراق و سیستم تسویه ناخالص به موقع<sup>6</sup> در جولای 1999 برای کاهش ریسک پرداخت می‌شد. سیستم تسویه ناخالص به موقع به عنوان یک سیستم معاملاتی غیرنوشتاری کامپیوتری به منظور تسهیل معاملات سریع تر و کارا تر، ثبت و تسویه اوراق بهادار توسعه یافت. سیستم افشا اطلاعات اوراق قرضه<sup>7</sup> در اکتبر

<sup>1</sup> -Securities Commission(SC)

<sup>2</sup> -Rating Agency Malaysia Berhad(RAM)

<sup>3</sup> -Malaysian Rating Corporation Berhad(MARC)

<sup>4</sup> -Financial Markets Association of Malaysia(ACI)

<sup>5</sup> -Fully Automated System for Tendering(FAST)

<sup>6</sup> -the Real-Time Gross Settlement System(RENTAS)

<sup>7</sup> -The Bond Information and Dissemination System(BIDS)



1997، به منظور تحصیل معاملات کارا و افزایش شفافیت اطلاعات مرتبط با اوراق بدهی داخلی ایجاد شد. در تلاش به منظور افزایش نقدینگی بازار، برنامه قرض دهی و استقراض اوراق بهادار<sup>1</sup> در دسامبر 2001 از طریق سیستم تسویه ناخالص به موقع معرفی شد و برنامه مسئولیت اوراق بهادار نهادی<sup>2</sup> در اکتبر 2004 به منظور ارتقاء قرض دادن اوراق بهادار به بانک مرکزی اجرا شد. برای بازار اوراق قرضه اسلامی، یک سیستم پایگاه اینترنتی بازار پولی بین بانکی اسلامی<sup>3</sup> در سپتامبر 2004 به منظور ایجاد شفافیت اطلاعات در محصولات مالی اسلامی آغاز به کار کرد.<sup>4</sup>

ایجاد کمیته ملی بازار اوراق بهادار، یک مرحله مهم در توسعه خارجی بازار اوراق قرضه در سال 1999 بود. اعضای آن شامل نمایندگان ارشد وزارت تامین مالی، واحد برنامه ریزی اقتصادی، بانک نگارای مالزی، کمیسیون اوراق بهادار، بورس مالزی و ثبت کننده شرکتها بودند. هدف نظارت بر روند سیاست گذاری جهت توسعه بازار اوراق قرضه و تعیین و پیشنهاد استراتژی‌های اجرایی مناسب بود. در مرحله اول، کمیته ملی بازار اوراق بهادار<sup>5</sup>، کمیسیون اوراق بهادار را تنها مسوول قانون گذاری برای قانون گذار و ترفیع توسعه بازار اوراق قرضه شرکت را کمیسیون اوراق بهادار معرفی کرد.

برای به تصویر کشاندن رشد آتی، طرح جامع بازار سرمایه<sup>6</sup> در سال 2001 آغاز شد. کمیته استراتژیک بازار سرمایه<sup>7</sup> شامل نمایندگان سطح بالای کمیسیون اوراق بهادار و بخش خصوصی در سپتامبر 1999، به منظور تسهیل توسعه طرح جامع بازار سرمایه تشکیل شد. طرح جامع بازار سرمایه یک برنامه استراتژیک برای بازار سرمایه مالزی در دهه آتی است، که اهداف اصلی آن عبارتند از:

◆ مرکزی برای جمع آوری وجوه شرکت‌های ژاپنی باشد.

<sup>1</sup> -Securities Borrowing and Lending(SBL)

<sup>2</sup> - Institutional Securities Custodian Programme(ISCAP)

<sup>3</sup> -Islamic Interbank Money Market(iimm)

5 - وب سایت (<http://iimm.bnm.gov.my>) اطلاعات راجع به عملیات بازار پولی اسلامی را، مناقصه های آتی، و قیمت های پس از انتشار اوراق اسلامی را نشان می دهد. اطلاعات زنده در موارد اوراق اخیرا معامله شده و اخبار مرتبط با بازار اسلامی ارایه می کند.

<sup>6</sup> - National Bond Market Committee(NBMC)

<sup>7</sup> -Capital Market Masterplan(CMP)

<sup>7</sup> - A Capital Market Strategic Committee(CMSC)



- ◆ صنعت مدیریت سرمایه گذاری موثر و یک محیط راهنما برای سرمایه گذاران ایجاد کند.
  - ◆ موقعیت رقابتی و اثربخشی در نهادهای بازار ایجاد کند.
  - ◆ محیط قوی و رقابتی برای خدمات واسطه گری ایجاد کند.
  - ◆ رژیم قانونی مجهزتر و قوی تر ایجاد کند.
  - ◆ مالزی را به عنوان مرکز بازار سرمایه اسلامی بین المللی معرفی کند.
- طرح جامع بازار سرمایه به سه مرحله تقسیم شده است که یک دوره 10 ساله طول می کشد و شامل 152 توصیه جزئی برای ایجاد بازار سرمایه مالزیایی سالم و پرنرژی و پویا در واقعیت است (جدول 2 را ببینید). در پایان ژوئن 2005، نود و شش پیشنهاد (63%) عملی شد، در حالی که بقیه عوامل همچنان در دست اجرا هستند.
- ابتکارات طرح جامع بازار سرمایه به حوزه های کلیدی معطوف شده است و تقویت فرآیند توسعه تامین وجوه<sup>1</sup>، تضمین سرعت و کارایی زیرساختارهای بازار اوراق قرضه و بسط مبنای سرمایه گذار و ناشر را در بر گرفته است.
- با ایجاد بلوک های ضروری مناسب، توسعه بازار اوراق قرضه گامی استوار به سوی تحقق اهداف کلیدی، مانند ایجاد منحنی بازده مبنا، بهبود در نقدینگی بازار ثانویه و معرفی گروه های دارایی جدید به بازار برداشته است. (جدول 3 را ملاحظه نمایید)

جدول 2		
طرح اجرایی برای طرح جامع بازار سرمایه		
مرحله 1 (2001 - 2003)	مرحله 2 (2004 - 2005)	مرحله 3 (2006 - 2010)
تقویت ظرفیت داخلی، و توسعه استراتژیک و بخش های در شرف ایجاد	تقویت بیشتر بخش های کلیدی و مکتوب کردن دستیابی تدریجی به بازار	توسعه بیشتر و تقویت فرآیندهای بازار زیرساختارها جهت تبدیل شدن به بازار سرمایه کاملا توسعه یافته و افزایش موقعیت بین المللی در مزیت رقابتی

منبع: کمیسیون اوراق بهادار

<sup>1</sup> - fund-raising process



## جدول 3

## ابتکارات توسعه‌ای استراتژیک برای بازار اوراق قرضه مالزی

ابتکارات	استراتژی
انتشار رهنمود هایی درباره عرضه اوراق بدهی خصوصی - 2000 معرفی یک طرح خود ثبتی - 2000 انتشار رهنمودهایی درباره عرضه اوراق بهادار با پشتوانه دارایی - 2001 انتشار گزارش تضمین دارایی - 2002 معرفی رهنمود هایی درباره عرضه اوراق بهادار اسلامی - 2004	معرفی یک فرآیند انتشار کارا و مجهز
معرفی تقویم مزایده برای اوراق بهادار دولتی مالزی - 2000 بررسی سیستم معامله گران اصلی	ایجاد بازده معیار قابل اتکا و کارآمد
توسعه مبنای سرمایه گذار طبق قانون کمیسیون اوراق بهادار برای بازار خارج از بورس کارگزار عمومی مجاز به انجام معامله در این بازار هستند - 2002 اوراق بهادار با پشتوانه دارایی هم با چارچوب بدون مالیات و هم با کاهش مالیات در هزینه انتشار آشنا می شوند - 2003 اوراق بدهی خصوصی اسلامی با انگیزه های مختلف مالیاتی (برای مثال تمبر حق فعالیت، کاهش مالیات هزینه انتشار) و یک چارچوب بدون مالیات پذیرفته شد - 2004-2005 بانک های توسعه چند جانبه، نهادهای مالی چند جانبه و شرکتی های چند ملیتی مجاز هستند تا اوراق بر مبنای رینگیت را افزایش دهند - 2004 حذف مالیات های تکلیفی بر درآمد بهره کسب شده از سرمایه گذاری شرکت های غیربومی در اوراق اسلامی مبتنی بر رینگیت و اوراق منتشر شده توسط دولت مالزی - 2004	توسعه مبنای ناشر و سرمایه گذار
موسسات غیرمالی مجاز به ورود معاملات خرید مجدد هستند - 2000 برنامه اعطای وام و استقراض اوراق بهادار از طریق سیستم تسویه ناخالص به موقع معرفی می شود - 2001 برنامه متولی اوراق بهادار نهادی برنامه مسئولیت اوراق بهادار نهادی به منظور تشویق سرمایه گذاران نهادی به ارائه اوراق بهادار به بانک نگارای مالزی استفاده شد	بهبود نقدینگی در بازار ثانویه
معرفی پیمان های آتی اوراق بهادار دولتی مالزی 3، 5، 10 ساله - 2003-2002 معرفی رهنمودهایی برای فروش کوتاه مدت اوراق بهادار 2005	تسهیل معرفی ریسک ابزارهای مدیریت



### مشارکت منطقه ای

بازار اوراق قرضه داخلی مالزی از مشارکت منطقه‌ای آسیای شرقی سود برده است. موانع محلی، مقطعی و حاشیه‌ای، همانگونه که هر کشور برای افزایش عمق و وسعت بازار داخلی خود تلاش می‌کند، از طریق تسهیم تجربه‌ها و تخصص‌های فنی مورد توجه قرار گرفت. سه بازار منطقه‌ای در ابتدای توسعه مالی این منطقه قرار داشتند که عبارتند از: مشارکت اقتصادی آسیا اقیانوسیه<sup>1</sup>، انجمن ملت‌های آسیای جنوب شرق به علاوه سه<sup>2</sup> و اجلاس مدیران بانک‌های مرکزی آسیا و اقیانوسیه. این سه گروه بر جنبه‌های مختلف توسعه بازار اوراق قرضه منطقه‌ای تمرکز می‌کنند.

آغاز موفق اولین صندوق اوراق قرضه آسیای توسط واحدهای پولی عضو گروه که یک میلیارد دلار آمریکا از یازده بانک مرکزی جمع آوری کرد و در اوراق قرضه دولتی و غیردولتی سرمایه گذاری کرد، منجر به آغاز صندوق دوم شد. صندوق دوم شامل صندوق‌های اوراق قرضه ارزی در ارز منطقه‌ای هر بازار واحدهای پولی عضو گروه است و شامل تمام صندوق‌های وجوه شاخص اوراق قرضه آسیایی و هشت صندوق تک بازاری است. آغاز این صندوق‌ها، بانک‌های مرکزی را مجبور به مشارکت در مواجهه با موانع بازار کرد.

پذیرش اولین صندوق معامله بورسی مالزی<sup>3</sup> و صندوق شاخص اوراق قرضه مالزیایی<sup>4</sup>، در جولای 2005 یک مرحله دیگر در توسعه بازار اوراق قرضه بود. صندوق معامله بورسی مالزی دومین صندوق فرعی کشور بود که ایجاد شد، و با پذیرش موفق صندوق شاخص اوراق قرضه هنگ کنگ صندوق شاخص اوراق قرضه مالزیایی در ژوئن 2005 همراه شد. فعالیت صندوق شامل سرمایه گذاری در اوراق دولتی و غیردولتی و پیگیری شاخص، که با طراحی قابل اتکا و شفاف، مسیر معرفی محصولات جدید دیگر به وسیله بخش خصوصی در آینده هموار می‌کند.

<sup>1</sup> -the Asia-Pacific Economic Cooperation(APEC)

<sup>2</sup> -the Association of Southeast Asian Nations Plus 3(ASEAN+3)

<sup>3</sup> -Malaysia's first exchange-traded fund (ETF)

<sup>4</sup> - Malaysian Bond Index Fund





پذیرش صندوق معامله بورسی مالزی در بورس مالزی (بورس سهام مالزی)، ممکن است برای سرمایه‌گذاران داخلی و بین‌المللی در بازار اوراق قرضه ارزی، منافی را ایجاد کند.

## 2- بازار اوراق قرضه شرکتی<sup>1</sup>

تا پایان سال 1986، بازار اوراق قرضه شرکتی واقعی در مالزی وجود نداشت. این بازار در مقابل بازارهای سرمایه و اوراق قرضه شرکتی بود که به سطح قابل توجهی از توسعه‌یافتگی و بلوغ، پس از گذر زمان دست یافته بودند. اوراق قرضه شرکتی در جریان در سال 1987 به 395 میلیون رینگیت (0/5% تولید ناخالص داخلی) می‌رسید، که در مقابل آن ارزش بازار سهام کوالالامپور<sup>2</sup> به 73/8 میلیارد دلار (91% تولید ناخالص داخلی) و مقدار اوراق دولتی در جریان مالزی، 48/8 میلیارد رینگیت، (حدود 60% تولید ناخالص داخلی) می‌رسد.

### اهمیت کارکرد بازار اوراق قرضه شرکتی

دوره رشد اقتصادی قوی در اوایل سال 1990، تقاضای زیادی برای وجوه از بخش شرکتی ایجاد کرد. لذا، توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی برای برآوردن نیازهای تامین مالی اقتصاد در حال رشد مالزی خصوصاً پروژه‌های زیرساختاری خصوصی مورد هدف قرار گرفت. بازار اوراق قرضه شرکتی تمایل به ایجاد یک ابزار تامین مالی برای استقراض بانکی و ایجاد بازار بالغ تر و توسعه‌یافته تر اوراق دولتی و سرمایه داشت. همچنین بازار اوراق قرضه شرکتی باید به عنوان راهی دید برای پس انداز در دامنه وسیعی از دارایی‌های مالی، به شکل یک نرخ پس انداز داخلی باید مطرح می‌شد.

حقیقت روشن این است که یک ساختار تامین مالی متنوع، متشکل از واسطه‌گری مالی بازار سرمایه، اوراق قرضه و بانک برای یک اقتصاد مورد نیاز است، تا منابع را به موثرترین شکل تخصیص دهد. این تنوع برای تجارت‌ها فرصت پیدا کردن بهتر نیازهای سرمایه‌ای را نمایان

<sup>1</sup>-The Corporate Bond

<sup>2</sup>-the Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE)



می‌کند و به شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا سبد دارایی بدهی خود را متناسب کنند. هم‌چنین یک بازار اوراق قرضه شرکتی به خوبی توسعه یافته، هم‌چنین نقش حیاتی در تنوع ریسک سیستم مالی و پذیرش یک مکانیزم بازار در تخصیص و قیمت گذاری اعتباری به همراه تضمین کارایی بیشتر در تخصیص وجوه به قرض گیرندگان ایفا می‌کند.

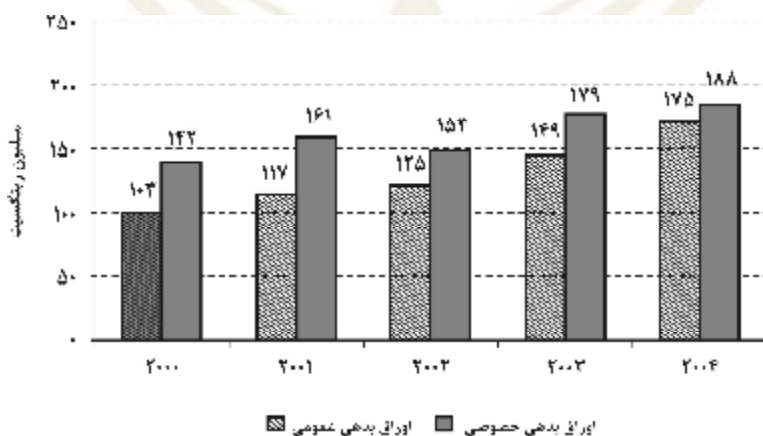
### مشخصات بازار اوراق قرضه شرکتی مالزی

با تلاش‌های دولت و فعالان بازار و رشد اقتصادی قوی، بازار اوراق قرضه مالزی در طی سالیان متعدد به شکل قابل توجهی رشد کرده است.

نقدینگی زیاد و نرخ بهره موثر، رشد بازار اوراق قرضه شرکتی را از طریق توانا ساختن بخش خصوصی در تامین وجوه با یک قیمت رقابتی ممکن ساخته است. از سال 2000 به بعد، انتشار بدهی خصوصی از انتشار بدهی دولتی فزونی داشته است. (نمودار 1)

#### نمودار 1

#### کل اوراق قرضه در جریان



منبع: گزارش سالانه بانک نگارای مالزی در 2004



اندازه بازار ارزی منطقه‌ای اوراق قرضه			
	اندازه کل (دلار آمریکا)	سهام %	
		دولتی	شرکتی**
چین	527/7	62/9	37/1
هنگ کنگ	79/6	19/8	80/2
ژاپن	52/8	87/1	12/9
کره	8943/8	77/5	22/5
مالزی	606/5	30/6	69/4
سنگاپور	114/7	42/9	57/1
تایلند	78/2	56/0	44/0
	70/2	52/1	47/9

\*\*توجه: اطلاعات شرکتی شامل نهادهای مالی نیز می‌باشد.

در مقایسه با اقتصادهای منتخب آسیا، مالزی در وضعیت بدهی بین بازارهای بخش خصوصی و دولتی به تعادل دست یافته است. با نرخ 57٪، مالزی سومین نرخ بدهی منتشر شده توسط بخش خصوصی را دارد که بعد از آن هنگ کنگ با (80٪) و کره با (65٪) قرار دارد (جدول 4). در ذیل عوامل مختلف که بازار را به این حد از توسعه رسانده است، مورد بحث قرار خواهد گرفت.

### رویه‌های پیشرفته انتشار

برای پیشبرد فرآیند انتشار، چارچوب قانونی مبتنی بر شایستگی<sup>1</sup> جایگزین چارچوب قانونی مبتنی بر افشاء<sup>2</sup> شد. رهنمود کمیسیون اوراق بهادار راجع به ارائه اوراق بدهی خصوصی، که در سال 2000 به شکل موثر مورد استفاده قرار گرفت، نقش بااهمیتی در پیشرفت فرآیند موثر انتشار ایفا کرد.

<sup>1</sup>-the Merit-based Regulation(MBR)

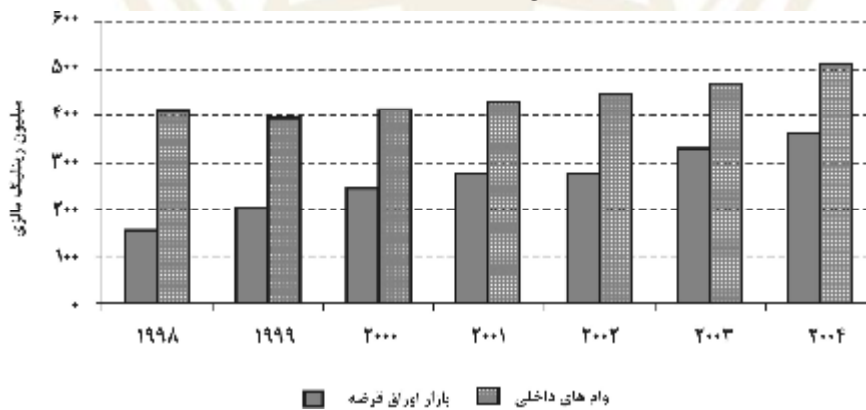
<sup>2</sup>-Disclosure Based Regulatory(DBR)



در اواسط سال 1990، فرآیند تایید انتشار اوراق قرضه از نه ماه به دوازده ماه طول کشید. در شرایطی که زمان بندی یک عنصر حیاتی در تعیین موفقیت یک انتشار است دوره انتظار طولانی منجر به ایجاد عدم اطمینان و در نتیجه عدم تمایل برای شرکت‌هایی که در جستجوی تامین وجوه از طریق بازار اوراق قرضه بودند می‌شد. با توجه به معرفی رهنمود اوراق قرضه شرکتی، در حال حاضر یک ناشر می‌تواند پذیرش خود را چهارده روز پس از ارسال کامل مدارک دریافت کند. معرفی طرح ثبت نام سریع<sup>1</sup> انعطاف پذیری بیشتری در زمان بندی انتشار ایجاد کرد. این طرح به شرکت‌های واجد شرایط اجازه می‌داد انتشارهای مختلف را در یک دوره دوساله با یک پذیرش زمانی صورت دهند. کارایی فرآیند انتشار خصوصاً ظرفیت مالی زیاد برنامه ثبت نام سریع، بخش خصوصی را متقاعد ساخته که تامین مالی از طریق بازار اوراق قرضه شرکتی می‌تواند یک گزینه موجه نسبت به وام‌های بانکی و بازار سرمایه ایجاد کند. (نمودار 2)

## نمودار 2

### اندازه بازار اوراق قرضه در برابر وام های داخلی



منبع: ارقام بانک نگارای مالزی

<sup>1</sup> -Shelf-Registration Scheme



تعدیل رویه‌های انتشار، تامین وجوه از طریق بازار اوراق قرضه نسبت به بازار سرمایه را برای ناشران جذاب تر کرده است. در 1997، انتشار اوراق قرضه شرکتی، 44/3%<sup>1</sup> از تامین وجوه داخلی از طریق بازار سرمایه (اوراق قرضه و سرمایه) توسط بخش خصوصی به خود اختصاص داده است و در سال 2004، این رقم به 8/12% رسید. در حال حاضر، بازار اوراق قرضه شرکتی حدوداً 25% کل تامین مالی بدهی را (شامل وام‌های بانکی) در اقتصاد به خود اختصاص داده است که در سال 1997 این رقم 10% بوده است.

## تنوع محصول<sup>2</sup>

با توسعه تدریجی بازار اوراق قرضه طی سالیان متعدد، تامین وجوه شرکتی فعال تر و راه حل‌های تامین مالی بدیع تر شد و برای رسیدن به تنوع سازی بازده ریسک و نیازهای ناشران و سرمایه گذاران توسعه یافت. همچنین، چارچوب قانونی با توسعه بازار پیشرفت را مشخص کرد. خصوصاً، رهنمودهایی مانند پیشنهاد اوراق بدهی با پشتوانه دارایی (2001) و رهنمود اوراق اسلامی (2004)، فرآیند ثبت نام و انتشار را تجهیز کردند و ایجاد گروه خاصی از دارایی‌ها را ممکن ساختند.

با گذشت سال‌ها، اوراق قرضه شرکتی اسلامی (شامل اسناد میان مدت اسلامی یا MTN)، تبدیل به ابزار ارجح تامین مالی بدهی برای 49/4% از کل انتشارات صورت گرفته در سال 2004 شده است (نمودار 3). با این توسعه کاملاً قابل فهم است که هم سرمایه گذاران اسلامی و هم سرمایه گذاران غیر اسلامی، در محصولات موافق با شریعت سرمایه گذاری کنند. مبنای سرمایه گذاری بزرگ تر برای این محصولات به مناقصه‌های رقابتی شدیدتر منجر شده، که هزینه‌های انتشار را کاهش داده است و آن را برای انتشار ابزارهای موافق با شریعت جذاب تر ساخته است.

<sup>1</sup>- اوراق قرضه کاگاماس از این مورد مستثنی شده است. کاگاماس، یا شرکت ملی رهنی، در دسامبر 1982 به منظور حمایت از سیاست مالکیت خانه ملی ایجاد شد. کاگاماس، وام های خانگی را برای نهادهای مالی خریداری می کند و آن ها را تبدیل به اوراق قرضه کاگاماس می کند. مستثنی کردن کاگاماس تصویر بهتری از بازار اوراق قرضه شرکتی فراهم می کند.

<sup>2</sup> - Product diversification



## نمودار 3

## انتشار های از نوع ابزاری (به استثنای Cagamas)



منبع: گزارش سالانه بانک نگارای مالزی در 2004

## الزامات رتبه بندی

قبل از جولای 2000، تمامی انتشارهای اوراق قرضه شرکتی مالزی ملزم به داشتن رتبه بندی BBB یا بالاتر بودند که نه تنها به ناشران اعتماد به نفس می داد، بلکه به شکل غیرمستقیم به موسسات رتبه بندی جدید مالزی (موسسه رتبه بندی برهارد مالزی و شرکت رتبه بندی برهارد مالزی)، فرصت رشد می داد. با گذشت زمان این قانون حداقل رتبه از میان برداشته شد.

حتی اگر الزام حداقل رتبه بندی از میان برداشته شود (رتبه بندی الزامی، موردنیاز است)، گروه اعتباری اوراق قرضه شرکتی به سمت بالاتر طیف اعتباری گرایش پیدا می کند (A و بالاتر)، که تقریباً 5% از اوراق در جریان BBB یا پایین تر بودند (نمودار 4). این بیانگر ترجیح ریسک<sup>1</sup> سرمایه گذار برای اوراق بدهی باکیفیت است و قابل مشاهده در گسترش نرخ بازدهی می باشد. گستره زیاد اوراق قرضه بین A تا BBB دلیل انتشار کمتر اوراق قرضه رتبه بندی BBB و کمتر

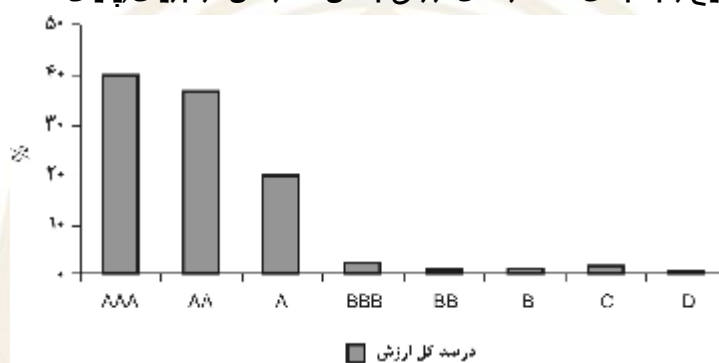
<sup>1</sup> - Risk Preference



است (جدول 5). در این سطوح، برای رتبه‌های اعتباری پایین تر تامین وجوه نسبت به سایر گزینه‌ها، بهتر است.

#### نمودار 4

توزیع (رتبه بندی انتشار های اوراق بدهی خصوصی در جریان) (پایان 2004)



#### جدول 5

ماتریس نقطه‌ای بازده (پایان اکتبر 2005)

نوع	گروه	دوره			
		1ساله	3ساله	5ساله	1ساله
دولتی شرکتی	MGS	3/10	3/38	3/64	4/29
	AAA	3/47	3/91	4/23	5/13
	AA	3/51	4/19	4/49	5/27
	A	4/05	4/75	5/09	5/95
	BBB	4/72	6/47	7/08	8/89
	BB	6/84	10/57	11/22	13/59
	B	10/2	17/29	17/88	21/60

با این حال، با تقاضای پی در پی سرمایه گذاران، شرکت‌های با رتبه اعتباری بهتر، به استفاده از بازار اوراق قرضه شرکتی در نرخ‌های رقابتی ادامه می‌دهند. علی رغم افزایش الزامات رتبه بندی، معیارهای بازاریابان می‌دهد که انتشار اوراق قرضه هنوز باید رتبه اعتباری را برآورده



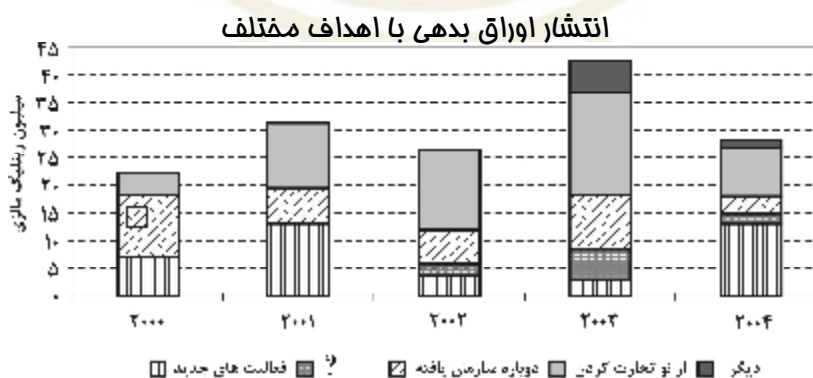
سازد. علاوه براین، تجربه نشان داده است، رتبه بندی ها پذیرش بیشتری بین سرمایه گذاران در اوراق بهادار با سود ثابت ایجاد می کند، چون به ناشران و سرمایه گذاران اجازه می دهد که بازده را ارزیابی و هزینه تامین وجوه را تحلیل کنند.

### پروفایل های سررسیدی و تخصیص بین بخش های مختلف

حجم انتشار اوراق قرضه شرکتی در اواسط 1990 بواسطه ی رشد قوی اقتصادی در زیر ساختارها (حمل و نقل و سیستم های ارتباطاتی)، خدمات رفاهی (الکتریکی، گاز و آب) و پیمانکاری بود.

بین سال های 2000 و 2003، بخش زیادی از انتشار برای زیر ساختار ها بود، که برای وضعیت نامطلوب مالی شرکت های در احیای بحران لازم بود. از آن پس تا کنون این نوع انتشار به طور قابل ملاحظه ای کاهش یافته، که بیانگر تنظیم زیر ساختار شرکتی است. با توسعه اقتصاد، وجوه تامین شده فعالیت های جدید، به عبارت دیگر سرمایه گذاری در پروژه های با ارزش فعلی خالص مثبت و بسط تجاری استفاده می شود و به دلیل نرخ بهره پایین، اوراق قرضه برای اهداف تامین مالی مجدد منتشر می گردد. (نمودار 5 را ملاحظه کنید).

### نمودار 5



منبع: آمار بانک نگارای مالزی





در سال 2004، شرکت‌هایی از بخش‌های ساخت و تجهیزات و ناشران عمده اوراق بدهی خصوصی اسلامی به ترتیب 31/5% و 28% از وجوه را تامین کردند (جدول 6). ناشران این بخش‌ها توسعه دهندگان اصلی زیرساخت‌های کشور و همچنین بخش های آب<sup>1</sup> و تولیدکنندگان مستقل نیرو<sup>2</sup>، نیازمند تامین مالی بلندمدت و انعطاف پذیر هستند.

جدول 6					
انتشارهای جدید بازار اوراق بدهی خصوصی اسلامی (به استثنای Cagamas) توسط بفتش‌ها					
	2000	2001	2002	2003	2004
کل انتشار	21,991,9	31,502,4	26,660,4	42,790,4	28,049,9
درصد					
کشاورزی و جنگل‌بانی	0/2	0/2	3/6	2/3	0/0
تولیدی	6/2	8/0	6/7	21/2	11/6
ساخت	8/9	10/5	8/2	14/1	31/5
آب، برق...	15/3	32/0	5/1	8/0	28/0
حمل، نقل و نگهداری	34/1	12/0	34/1	20/1	2/8
بیمه و تامین مالی	21/5	16/3	20/7	19/6	17/0
دولت و سایرین	0/0	20/2	17/4	14/7	4/7
معاملات، رستورانها و هتلها	13/8	0/8	4/2	0/0	4/4

با انعکاس الزامات تامین مالی قابل توجه شرکت‌های دارای این ماهیت، سهم زیادی از اوراق قرضه شرکتی، با دوره‌های پنج تا ده سال منتشر شده اند. توسعه تشویقی این بخش شامل

<sup>1</sup> - Water Authority

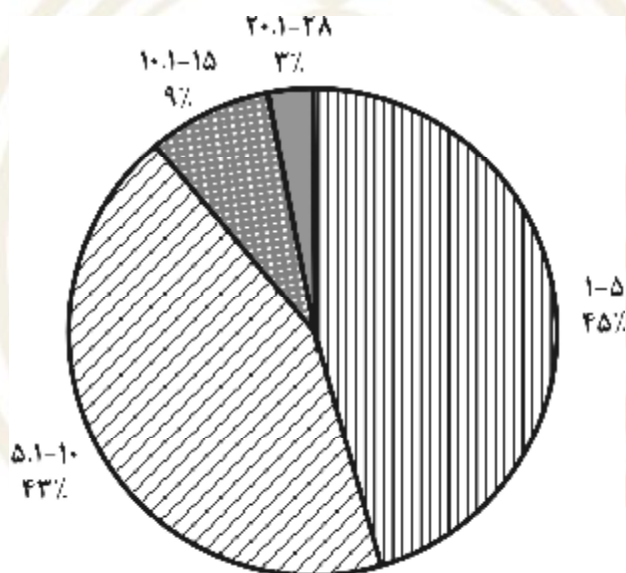
<sup>2</sup> - Independent Power Producers



افزایش تعداد شرکت‌هایی که می‌توانند از وجوه بلندمدت استفاده می‌کنند به همراه اوراق منتشر شده در سال 2003 با سررسید 28 سال بوده است. (نمودار 6)

### نمودار 6

انتشار اوراق بدهی خصوصی اسلامی (به استثنای Cagamas) توسط tenor



### بازار ثانویه

نقدینگی در بازار اوراق قرضه شرکتی همچنان در حال افزایش است، که به فعالیت‌های مختلف برای افزایش فعالیت‌های معاملاتی مانند معرفی سیستم معامله گران اصلی و توسعه مکانیزم افشای اطلاعات در بازار خارج از بورس، ارتباط پیدا می‌کند. (نمودار 7 را ملاحظه کنید). به دلیل فقدان اوراق در دسترس برای معامله، نقدینگی در بازار ثانویه کم است و منعکس کننده اندازه کوچک انتشار و استراتژی سرمایه گذاری خرید و نگهداشتن توسط شرکت‌های بیمه، مدیران دارایی‌ها و سرمایه گذاران نهادی بزرگ می‌باشد که توسط صندوق‌های در کنترل دولت،



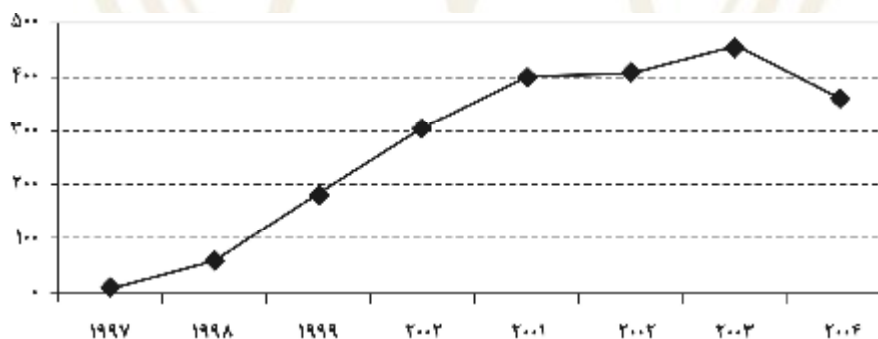
کنترل می‌شوند(مانند صندوق تدارک اشتغال و نهادهای پس انداز مانند کمیته صندوق مهاجران<sup>۱</sup>).

### شفافیت پس از معامله<sup>۲</sup>

برای تسهیل معامله کارا و افزایش نقدینگی در بازار اوراق بدهی خارج از بورس، سیستم افشای اطلاعات اوراق قرضه<sup>۳</sup> در اکتبر 1997 به منظور افزایش شفافیت اطلاعات اوراق قرضه راه اندازی شد. این سیستم یک بانک اطلاعاتی کامپیوتری مرکزی اوراق قرضه رینگیت است که اطلاعاتی راجع به دوره

### نمودار 7

#### گردش اوراق بهادار بدهی



منبع: آمار بانک نگارای مالی

<sup>۱</sup> - Pilgrims Fund Board

<sup>۲</sup> - Post-Trade Transparency

<sup>۳</sup> - Bond Information and Dissemination System(BIDS)



انتشار با قیمت‌های روز، جزییات معاملات و اخبار مرتبط راجع به اوراق قرضه خصوصی و دولتی فراهم می‌کند. نهادهای مالی مجبور به افشای جزییات معاملات شامل قیمت و حجم هستند، در حالی که موسسات رتبه بندی ملزم به بروز رسانی رتبه بندی اعتباری ناشران در صفحات شرکتی سیستم افشای اطلاعات اوراق قرضه هستند.

### انگیزه‌های مالی<sup>1</sup>

انگیزه‌های مالیاتی نیز نقش اساسی در رشد مستمر بازار اوراق قرضه شرکتی ایفا کرده اند. برای مثال، لغو حق تمبر و معافیت مالیاتی درآمد کسب شده اوراق بهادار منجر به گسترش مبنای ناشر و سرمایه گذار شده است. بعلاوه، یک چارچوب فاقد مالیات معرفی شده است، که با انتشار اوراق با پشتوانه دارایی و اوراق بدهی خصوصی اسلامی همانند اوراق بهادار معمول از دید مالیاتی برخوردار می‌شود.

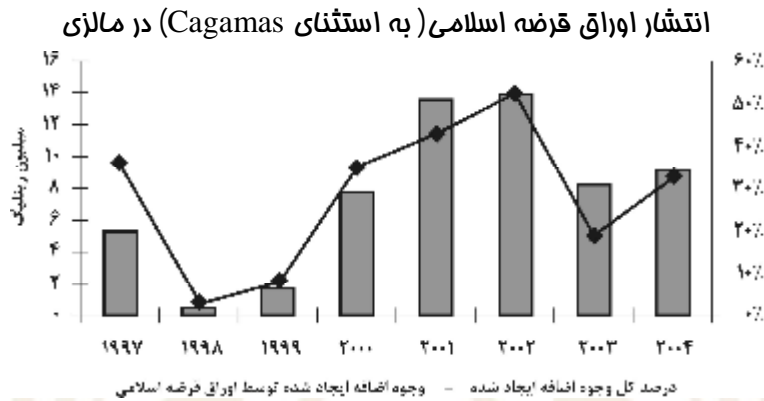
### بازار اوراق بدهی خصوصی اسلامی

بازار اوراق بدهی خصوصی اسلامی مالزی پیشرفت قابل توجهی از تاریخ ایجاد خود در سال 1990 نشان داده است. مالزی برای ایجاد یک بازار عمیق در منطقه موفق عمل کرده است: تخمین زده می‌شود 85% از کل اوراق قرضه اسلامی منتشر شده دنیا، در مالزی منتشر شده است. رشد بازار اوراق قرضه اسلامی مالزی با انتشار اوراق بدهی خصوصی اسلامی تثبیت شده است (نمودار 8 را ببینید). در سال 2004، انتشار اوراق بدهی خصوصی اسلامی به 9/1 میلیارد رینگیت رسید که 32/5% کل انتشار این اوراق بود.

<sup>1</sup> - Fiscal Incentives



## نمودار 8



در سال های 2001 و 2002، اوراق قرضه اسلامی مورد توجه ناشران و سرمایه گذاران مشابه بود، که تحت الشعاع اوراق قرضه متداول حسابداری در هر دو سال برای بیش از 50% انتشار - بالاتر از 34/9% در سال 2000 بوده است. تقاضا برای اوراق تجاری اسلامی توسط سرمایه گذاران اسلامی و عادی زیاد بود و ناشران اصلی بویژه متصدیان عوارض جاده‌ای و شرکت‌های عرضه نیرو از هزینه‌های پایین انتشار استفاده کردند و تقاضا را به سمت مناقصه‌های رقابتی تر پیش می‌رفت.

## ساختار محصولات اسلامی

شرط لازم برای اوراق قرضه اسلامی یا صکوک<sup>۱</sup> انطباق با شریعت (قوانین اسلامی) است، که در نظر گرفتن بهره را ممنوع کرده است (ربا<sup>۲</sup>). شکل ساختاردهی ابزار صکوک که شامل معاوضه

<sup>۱</sup>-Sukuk

<sup>۲</sup>-Riba



دارایی‌های مطابق با شریعت<sup>۱</sup> است، به سرمایه‌گذاران اجاره می‌دهد که سود و اجاره را از معاملات آتی کسب کنند.

ساختارهای اوراق قرضه اسلامی، انواع مختلفی دارند که برای ایجاد اوراق قرضه اسلامی به کار می‌رود، اما مهم‌ترین آنها خرید و فروش یک دارایی بر مبنای پرداخت‌های معوق، اجاره دارایی‌های خاص و یک برنامه تسهیم سود و زیان می‌باشند. همچنین اخیراً تعدادی ابزارهای نوآورانه توسط بازیگران بازار ارائه شده است و شامل حیطه اصول مالی اسلامی می‌شود که عبارت است از: استثنای<sup>۲</sup> (تامین مالی پروژه)، موراباها<sup>۳</sup> (فروش به علاوه بهای تمام شده)، مودهارابا<sup>۴</sup> (تسهیم سود) و کارد<sup>۵</sup> (وام‌های بدون بهره).

اکثریت اوراق قرضه اسلامی مالزی، ابزارهای بدهی هستند، مانند (موراباها و بای بیتامان آجیل<sup>۶</sup>). رهنمودهای جدید ارائه اوراق بهادار اسلامی که در سال 2004 توسط کمیسیون اوراق بهادار منتشر شده است، ناشران را توسط مفروضات منطقه‌ای بدهی (مبتنی بر بدهی) مانند سایر محصولات متداول، محدود نمی‌کند. انتظار می‌رود این رهنمودها، توسعه محصولات اسلامی جدید را تسریع و انتشار محصولاتی را که بر مبنای مشارکت در سود و زیان هستند، مانند مودارابا<sup>۷</sup> و موسیاراکا<sup>۸</sup> تشویق کنند. در تلاش برای انتشار اوراق بدهی اسلامی از طریق مفروضات مودارابا، موسیاراکا و اجاره، کاهش هزینه‌های تحمل شده توسط ناشران جهت محاسبه مالیات بر درآمد برای دوره مالی مجاز شمرده شده است.

<sup>۱</sup> - Shariah-Compliant Assets

<sup>۲</sup> - Istisna (project finance)

<sup>۳</sup> - Murabahah (cost-plus sale)

<sup>۴</sup> - Mudharabah (profit-sharing)

<sup>۵</sup> - Qard (interest-free loan)

<sup>۶</sup> - Bai' bithaman aji

<sup>۷</sup> - mudharabah

<sup>۸</sup> - musyarakah



### رشد و پذیرش اوراق قرضه اسلامی

افزایش شهرت اوراق قرضه اسلامی به چندین عامل ارتباط دارد. ابتدا، بازارهای اوراق قرضه شرکتی اسلامی، مسیری برای سرمایه گذاران اسلامی که نیاز به سرمایه گذاری در ابزارهای موافق با شریعت دارند، فراهم می‌کند. دوم، محصولات اسلامی برای سرمایه گذاران متداول که در جست و جوی نقدینگی و ابزارهای جذاب قیمت گذاری برای بدست آوردن سود سرمایه و درآمد هستند، جذاب است. همچنین تقاضای زیاد توسط سرمایه گذاران فرصتی برای ناشران فراهم می‌کند تا تامین مالی استقراضی را به بهای کمتری انجام دهند. سوم، دولت مالزی به شکل فعالی درگیر ایجاد فرآیند تعیین قیمت کارا برای اوراق بهادار اسلامی از طریق انتشار اوراق خزانه اسلامی مالزی<sup>1</sup> و اوراق سرمایه گذاری دولتی<sup>2</sup> بوده است که منجر به ایجاد منحنی بازدهی مبنای اسلامی شده است.

با گذشت سال‌ها، محصولات بازار سرمایه اسلامی پذیرش جهانی را به عنوان گزینه‌ای موجه در مقابل محصولات متداول کسب کرده است. شواهد آشکاری از پذیرش این محصولات برای غیرمسلمان‌ها، ناشران و سرمایه گذاران وجود دارد. به عنوان علامتی مبنی بر موفقیت بازار سرمایه اسلامی مالزی، 49/4% از وجوه جمع آوری شده در بازار اوراق قرضه شرکتی مالزی در سال 2004، از طریق محصولات اسلامی جمع آوری شده است. موفقیت جریان اوراق قرضه اسلامی می‌تواند به شکل بین المللی با در نظر گرفتن اندازه برآوردی سیستم مالی اسلامی جهانی و تقاضای پنهان ابزارهای مالی موافق با شریعت، تکرار شود.

<sup>1</sup> - Malaysian Islamic Treasury (MITB)

<sup>2</sup> - Government Investment Issues (GII)



### مالزی به عنوان مرکز بازار اوراق سرمایه اسلامی

طرح جامع بازار یک استراتژی بلندمدت مفصل برای پیشرفت بازار سرمایه اسلامی مالزی، در رابطه با مزیت‌های رقابتی مناطق مرکزی ارائه کرده است. مقیاس‌های اخیر مقامات که انتشار حاشیه- مقطعی و سرمایه گذاری اوراق قرضه اسلامی را تجهیز کرده اند، عبارتند از :

- به شرکت‌های فرا ملیتی و چند ملیتی اجازه انتشار اوراق قرضه رینگیت دهد.
- به سرمایه گذاران خبره اجازه دهد تا معاملات ثانویه را در اوراق قرضه غیر رینگیت، بدون پذیرش کمیسیون اوراق بهادار، انجام دهند.
- چارچوب انتشار اوراق قرضه مبنی بر ارزشهای خارجی را تعدیل کند.

### 4- مقیاس‌های آزادی<sup>1</sup>

در تلاش برای گسترش بیشتر مینای سرمایه گذار و تنوع ریسک اعتباری، قوانین مدیریت بورس های خارجی در سال 2004 به این منظور که شرکت‌های فراملیتی و چندملیتی را به منظور انتشار اوراق قرضه مبتنی بر رینگیت در بازار داخلی مجاز کند، بیشتر تعدیل شدند. این تعدیل، یک مرحله اصلی در جذب مشارکت خارجی و توسعه بیشتر بازار بدهی شرکت مالزی بود. سه انتشار توسط بانک توسعه چند بعدی در طول دوازده ماه با مقیاس‌های جدید، ثابت کرد که تلاش‌ها موفقیت آمیز بوده است.

- نوامبر 2004- انتشار 400 میلیون رینگیت اوراق قرضه پوترا<sup>2</sup> (با نرخ ثابت) توسط بانک توسعه آسیایی.

<sup>1</sup> - Liberalisation measures

<sup>2</sup> -Putra Bonds





- دسامبر 2004- انتشار 500 میلیون رینگیت، اوراق قرضه واواسان<sup>1</sup> (اوراق بهادار بدهی اسلامی) توسط شرکت تامین مالی بین المللی.

- می 2005- انتشار 760 میلیون رینگیت، اوراق قرضه و واواسان توسط بانک بین المللی جهت توسعه و تجدید ساختار.

این سه انتشار، بلوغ و عمق کافی بازار اوراق قرضه مالزی را به عنوان منبع قابل اتکا اوراق قرضه قیمت گذاری شده رقابتی منعکس می کنند. عمق بازار، همچنین افزایش در سرمایه گذاری غیربومی بازار اوراق قرضه شرکتی مالزی را نشان می دهد که بخشی از آن به سایر مقیاس های معرفی شده باز می گردد، جایی که در نظر گرفتن مالیات برای سرمایه گذاری غیربومی ها در اوراق قرضه شرکت اسلامی در سال 2004 ممنوع شد و تدبیرهای حفاظتی توسط بومی ها و غیربومی ها برای معاملات اوراق بهادار بدهی از آوریل 2005 مجاز شمرده شد.

#### 5- موارد سیاسی و چالش ها

هرچند بازار اوراق قرضه شرکتی مالزی در دهه گذشته رشد و تغییرات زیادی داشته است، اما چالش ها و مشکلات زیادی نیز پابرجاست که به طور خاص نیاز به نقدینگی در بازار ثانویه نیاز دارد تا سطح قابل مقایسه با بازار اوراق قرضه دولتی بهبود یابد. سایر حوزه ها که به توسعه بیشتر نیاز دارند عبارتند از:

- عمق بخشیدن به بازار معاوضه

- ایجاد بیشتر ابزارهای مدیریت ریسک مانند فیوچرها<sup>2</sup> و فروردها<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - Wawasan Bonds

<sup>2</sup> - Future

<sup>3</sup> -Forward



### تنوع بیشتر مبانی سرمایه گذار و ناشر

• مشارکت بیشتر غیربومی‌ها<sup>1</sup>

• ترغیب انتشارهای بزرگ توسط شرکت‌ها

• ایجاد مکانیزم ضمانت مالی برای افزایش ریسک اعتباری

علاوه بر این، مراحل متفاوت توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی، در منطقه، یکپارچگی و نظم بازار را به تاخیر می‌اندازد.

سازمان‌های مشارکت منطقه‌ای مانند مشارکت اقتصادی آسیا اقیانوسیه، انجمن ملت‌های آسیای جنوب شرق به علاوه سه و بانک‌های مرکزی واحدهای پولی عضو گروه، تکیه گاه مهمی برای کاهش بیشتر موانع یکپارچگی حاشیه‌ای-عرضی ایجاد می‌کنند. توسعه کلی بازار اوراق قرضه شرکتی منطقه، موردی کلیدی است، چون رقابت ایجاد می‌کند و ناشران و سرمایه گذاران را جهت مشارکت در بازارهای متعدد در جهت قیمت گذاری بهتر و بازده بیشتر توانا می‌سازد.

<sup>1</sup> - Non-Residents

## فصل هجدهم

### بازار اوراق قرضه شرکتی نیوزلند

سایمون تیلور<sup>1</sup>

بانک ذخیره نیوزلند

#### معرفی

این مقاله نحوه عمل بازار اوراق قرضه شرکتی نیوزلند امروز را نشان می‌دهد و طرح کلی و انواع انتشارها مانند شکست اوراق قرضه جاری توسط رتبه بندی اعتباری و بخشی را شرح می‌دهد. همچنین خلاصه‌ای از حاشیه اوراق قرضه شرکتی دلار نیوزلند<sup>2</sup> که رشد قابل توجهی در سال‌های اخیر در نتیجه نرخ بهره نسبتاً بالای نیوزلند و عدم تراز حساب‌های جاری، تجربه کرده است، ارائه می‌کند.

1 - مدیر، عملیات بازار، بخش ثبات مالی، بانک ذخیره نیوزلند (RBNZ)

<sup>2</sup> - New Zealand dollar(NZD)



بازار اوراق قرضه شرکتی نیوزلند شامل تمام اوراق قرضه‌ای می‌شود که توسط دولت مرکزی منتشر نشده است. این تقسیم بندی شامل اوراق قرضه شرکت‌هایی با مالکیت اظهاری<sup>1</sup>، اوراق قرضه مقامات محلی، اوراق قرضه پشتوانه رهنی، اوراق قرضه رتبه بندی شده منتشره توسط شرکت‌های نیوزلند و شرکت‌های ترکیبی رتبه پایین منتشر شده توسط شرکت‌های نیوزلند می‌شود.

اکثریت بدهی شرکتی نیوزلند در دوره‌های سه تا ده ساله منحنی بازده مبنا منتشر می‌شود؛ اما مواردی با سررسید 15 سال نیز وجود داشته است. نوعاً، شرکت‌های نیوزلند، تامین مالی وجوه پنج ساله‌ی از بانک را کسب کرده‌اند و به بازار اوراق قرضه شرکتی برای تامین وجوه بلندمدت تر روی آورده‌اند.

اولین انتشار بلندمدت اوراق قرضه شرکتی توسط واحدهای غیردولتی در اواخر 1980 رخ داد که توسط شرکت‌های با مالکیت اظهاری صورت گرفت. از اوایل 1990، چندین واحد تجاری از بازار اوراق قرضه شرکتی به عنوان یک منبع تامین مالی استفاده کردند.

بازار اوراق قرضه شرکتی، پس از منع قانونی سیاست مالی شرکت و شناور شدن دلار نیوزلند در 1985 توسعه خود را در اواخر 1980 آغاز کرد. بعد از این زمان، فعالیت‌های بازار اوراق قرضه شرکت شامل بدنه دولتی منتشر کننده مقادیر کوچک اوراق بر مبنای بهره برداری<sup>2</sup> بود.

به هر حال، رشد کمتری در بازار اوراق قرضه شرکتی داخلی نیوزلند نسبت به رشد آغازین آن، صورت گرفته است. چند دلیل ممکن برای این رکود عبارتند از:

- صنعت مدیریت وجوه نیوزلند رشد کمی در دهه گذشته تجربه کرده است و تقاضا برای دارایی‌های مالی ایجاد نکرده است.

<sup>1</sup> - Stated-Owned Enterprise(SOE)

<sup>2</sup> - مقامات محلی اغلب وام‌ها را در مقیاس‌های کوچک منتشر می‌کردند. وقتی نیاز تامین وجوه ایجاد می‌شد، مقامات محلی از بازار با استفاده از یک انتشار جدید با نرخ جدید استفاده می‌کردند. ارزش دلاری بسیاری از این وام‌ها خیلی کم بود و مقدار بهره برداری شده در هر زمان می‌توانست به کوچکی 10 هزار دلار باشد. پیشنهاد اوراق در میانه‌های 1980 با اوراق قرضه دولتی آغاز شد.



- نیوزلند منحنی بازدهی منفی یا ثابت برای اکثر دوره‌های پس از قانون زدایی<sup>1</sup> داشته است و بالاترین نقطه در منحنی بازده اغلب نود روز بوده است. این مورد، سپرده‌های بانکی کوتاه مدت را با پس اندازهای خانگی جذاب ساخته است و جذب وجوه بلندمدت با نرخ بهره پایین تر را مشکل کرده است.

- نیوزلند، بازار FX فعال و توسعه‌یافته‌ای دارد، که شرکت‌های داخلی به بازارهای سرمایه حاشیه‌ای دست می‌یابند و از ریسک‌های فعلی به شکل موثری با استفاده از بازارهای ارز و معاوضه نرخ بهره، حفاظت می‌کنند.

### جدول 1

#### مشخصه‌های موارد انتشار بدهی شرکتی مشابه انتشار اوراق بدهی دولتی است

اوراق قرضه توسط قرض گیرنده به عنوان اوراق بهادار تضمین شده منتشر می‌شوند.	انتشار
اوراق قرضه باید توسط ثبت کننده، ثبت شوند.	ثبت
سررسیدها نوعاً از یک تا ده سال در نوسان است، که اغلب سررسیدها بین دو تا هفت سال می‌باشد.	سررسید
اصل مبلغ به ارزش اسمی در سررسید قابل بازخريد است.	اصل مبلغ
نرخ سند قرضه و دوره‌های پرداخت، هنگام انتشار اوراق قرضه تعیین می‌شود. اکثر اوراق قرضه با سندهای شش ماهه منتشر می‌شوند تا امکان مقایسه با اوراق دولتی فراهم کند.	سند قرضه
اندازه انتشار به نیازهای قرضه گیرنده و تقاضای متناسب سرمایه گذار بستگی دارد.	اندازه
فرمول قیمت گذاری اوراق قرضه مانند قیمت گذاری اوراق قرضه دولتی است. که سند قرضه شش ماهه را پرداخت می‌کند سایر انواع اوراق قرضه با رویکرد ارزش فعلی زیان‌های نقدی آتی، قیمت گذاری می‌شوند که نسبت به شرایط اوراق قرضه خاص تغییر می‌کند.	قیمت گذاری
اوراق قرضه توسط مناقصه یا فروش خصوصی به فروش می‌رسند. تعدادی از انتشار اوراق قرضه از طریق کارگزاران به سرمایه گذاران جزئی به فروش می‌رسد.	فروش
اکثریت اوراق قرضه با سود خالص به نسبت نرخ معاوضه بین بانکی فروش می‌روند.	سود ناخالص

<sup>1</sup>-Deregulation



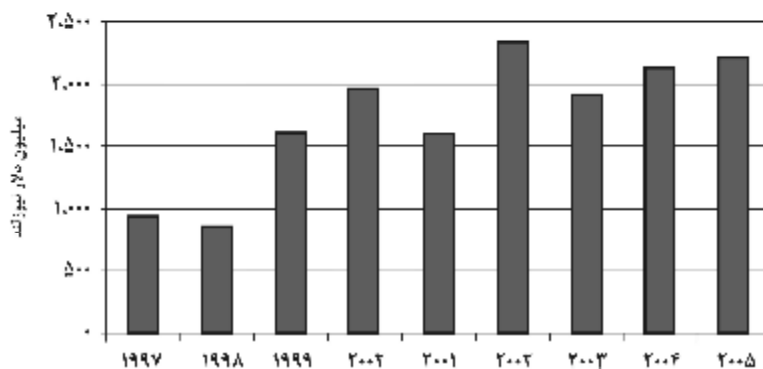
## انتشار

انتشار سالانه ی بازار اوراق قرضه شرکتی در نمودار 1 آورده شده است.

## نمودار 1

بازار اوراق قرضه شرکتی نیوزلند - انتشار سالانه تقریبی (میلیون دلار نیوزلند)

انتشار سالانه تقریبی



منبع: بانک ذخیره نیوزلند و بلومبرگ

بدهی شرکتی به طرق مختلف منتشر می شود که اصولاً توسط پایگاه معامله گری (نوعاً با یک نرخ پیشنهاد مجدد ثابت مرتبط است) و از طریق مناقصه و بیانیه بهره برداری صورت می گیرد. طبق قانون اوراق بهادار نیوزلند، دو نوع انتشار اصلی وجود دارد: کلی و جزئی. یک انتشار کلی به تهیه امیدنامه توسط ناشر نیاز ندارد، بلکه تنها به سرمایه گذاران حرفه ای و همیشگی فروخته می شود. در نیوزلند، کمتر از دوازده شرکت مدیریت وجوه اصلی وجود دارد، ولی 200 انبار سرمایه گذاری کوچک تر نیز موجود است. هدف انتشار کلی به هر دو این گروه ها معطوف است و نوعاً حداقل مقدار خرید حدود 100/000 دلار نیوزلند دارد.



یک انتشار جزئی باید به همراه امیدنامه صورت گیرد و به تمام اعضای عمومی (شامل سرمایه گذاران کلی) فروخته می شود. حداقل مقدار خرید حدوداً 1000 دلار نیوزلند است. شواهد نقل شده بیان می کند، هنگامی که اندازه انتشار بیش از 50 میلیون دلار نیوزلند باشد، 99/9% انتشار توسط پایگاه معامله گر صورت می گیرد. اغلب پایگاه های معامله گران متشکل از فعالان بازار است که توسط ناشر تعیین می شود. اعضای پایگاه، حق توزیع اولیه ی انتشار ابتدایی، مانند اطلاعات مربوط به امکان استقراض سهام و بازار دارند. اکثر معامله گران بالاتر از 50 میلیون دلار، یک «خرید رهبری مشترک»<sup>1</sup> دارند، اگرچه پایگاه ها اغلب بیش از سه نمایندگی<sup>2</sup> ندارند. رویه تابلوها این است که یک جلسه تشکیل می دهند و جلسه شامل نماینده مشتری، مدیریت مشترک و سرمایه گذاران فهرست الف است. سرمایه گذاران فهرست الف اغلب بین مجری معاملات و مدیریت مشترک به منظور جلوگیری از بازیابی با قیمت اضافی بدهی، تقسیم می شود. در بیشتر موارد، ناشران هزینه های اجرایی را به اعضای تابلو می پردازند تا حمایت خود را از انتشار اولیه، تبلیغ این اوراق در بازار ثانویه و ارائه مشاوره مدیریت بدهی و اقتصادی منعکس کنند. اخیراً دو روش دیگر انتشار در نیوزلند معرفی شده اند. تله کام نیوزلند<sup>3</sup>، اوراق بدهی بهره ای منتشر کرده است و انجمن شهر آکلند<sup>4</sup>، اوراق از طریق مناقصه منتشر کرده اند. انتشار بهره از سایر موارد، کمتر نقدینه است و اغلب به صرف، معامله می شود. قرض گیرندگان کوچک تر، مانند GMAC و پریموس<sup>5</sup>، انتشار بهره ای را ترجیح می دهند، چرا که نسبت به شرایط تجاری غالب و الزامات استقراضی راحت تر تطابق می یابد.

<sup>1</sup> - Co-Lead Manager Purchase

<sup>2</sup> - در استرالیا، پایگاه های معامله گران از نظر اندازه، می توانند پنج عضو تا 20 عضو داشته باشند که تمایل دارند تا فعالترین بازیگران باشند، که ثابت کننده ی تعهدی برای تعیین قیمت در بازار ثانویه می باشد.

<sup>3</sup> - NZTeLEcom

<sup>4</sup> - Auckland city council

<sup>5</sup> - Primus



## تعیین نرخ برای بدهی شرکتی

تعیین نرخ بهره بدهی شرکتی، به طرق مختلف توسط فعالان بازار صورت می‌گیرد. بعضی نرخ را راس ساعت 11/30 صبح از طریق فکس کردن سه یا چهار مورد به بانک و درخواست نرخ بهره تعیین می‌کنند و همچنین به پایگاه معاملات رجوع می‌نمایند. نتایج مناقصه اوراق قرضه دولتی نیوزلند مورد استفاده قرار نمی‌گیرد. سایر معامله‌گران از صفحه رویترز برای نرخ بهره اوراق قرضه دولتی استفاده می‌کنند یا به صفحه کارگزاران بورس معاملات توجه می‌کند (مانند بورس FIS رویترز)

05:02 19DEC05		ICAP (NEW ZEALAND)				NZ00256				FISWAP	
SWAPS		BPV \$M	SPREAD		SHORT BOND		LONG BOND		NZGS CLOS		
1Y	2Y				Mat	FV\$m	Mat	FV\$m			
1Y 7.521 - 7.481	94.65				07-08	15.6	07-08	0.0	02/06	6.895	
2Y 7.215 - 7.155	183.25	114.0	108.0		07-08	12.8	07-09	7.3	11/06	6.805	
3Y 6.991 - 6.931	266.82	92.5	86.5		07-08	17.4	11-11	2.6	07/08	6.085	
4Y 6.886 - 6.826	344.73	86.5	80.5		07-09	10.0	11-11	10.4	07/09	6.065	
5Y 6.804 - 6.744	418.20	86.0	80.0		07-09	5.0	04-13	14.2	11/11	5.885	
7Y 6.700 - 6.640	552.09	88.5	82.5		11-11	20.1	04-15	0.0	04/13	5.810	
10Y 6.635 - 6.575	723.49	84.5	78.5						04/15	5.800	
15Y 6.615 - 6.555	943.89								12/17	5.825	
-----SPREAD CALCULATOR-----NZD BANK v USD LIBOR-----											
1YR		2YR	3YR	4YR	5YR	7YR	10Y	BILLS		FLAT Q/Q	
1YR		+31.6	+53.9	+64.4	+72.6	+83.1	+89.6	1YR	PLUS +7.00	/PLUS +5.00	
2YR	-31.6		+22.4	+32.9	+41.1	+51.5	+58.0	2YR	PLUS +4.75	/PLUS +2.75	
3YR	-53.9	-22.4		+10.5	+18.7	+29.2	+35.6	3YR	PLUS +4.50	/PLUS +2.50	
4YR	-64.4	-32.9	-10.5		+8.2	+18.7	+25.1	4YR	PLUS +4.50	/PLUS +2.50	
5YR	-72.6	-41.1	-18.7	-8.2		+10.5	+16.9	5YR	PLUS +4.50	/PLUS +2.50	
7YR	-83.1	-51.5	-29.2	-18.7	-10.5		+6.5	7YR	PLUS +3.50	/PLUS +1.50	
10Y	-89.6	-58.0	-35.6	-25.1	-16.9	-6.5		10YR	PLUS +3.25	/PLUS +1.25	
RBNZ DATES:		CONTACTS: ICAP / +64 4 4990009						15YR PLUS +5.50		/PLUS +2.50	
26/01/06 MPS		KERRY WILKINS / +64 21 581169									
09/03/06 OCR		RICHARD PETERSEN / +64 21 669409				ICAP INDEX		<FISINDEX>			
27/04/06 MPS		ANDREW JOHNSTONE / +64 21 676353				CLOSING RATES		<FISCLOSE>			
08/06/06 OCR		OSCAR NILSSON / +64 21 511462									

## بازار ثانویه اوراق قرضه شرکتی

در نیوزلند، بازار ثانویه نقدینه و کوچکی برای اوراق قرضه شرکتی وجود دارد. هیچ بازار باز رسمی وجود ندارد و اعضای پایگاه معامله‌گران، بازارسازی اوراقی که خود به بازار آورده اند را انجام می‌دهند. به عبارت دیگر آنها اغلب مظنه قیمت‌ها را به شکل دو سویه در بازار ثانویه اعلام می‌کنند. این مطلب ثابت می‌کند آنها تمایل و توانایی لازم برای ایجاد نقدینگی را دارند و به اعضای پایگاه این امکان را می‌دهد تا انتشار اولیه را صورت دهند.





اکثر معامله گران بازار ثانویه بر مبنای بهترین تلاش فعالیت می‌کنند. بعضی از بانک‌های محلی، به هر حال، تقبل می‌کنند که برای مشتری‌های بهتر خود، این کار را انجام دهند. گسترش در این بازارها، بیش از بازار اوراق قرضه دولتی است و اغلب به مشتری و حجم معامله شده بستگی دارد. مبنای یک تا شش عادی است.

مالکان خاص بدهی شرکتی نیوزلند شامل سرمایه گذاران جزئی، خریداران صندوق‌های برتر، سرمایه گذاران نهادی و بانک‌ها می‌باشند. سازمان‌های غیرانتفاعی و مذهبی نیز اوراق قرضه شرکتی در ترازنامه نگهداری می‌کنند. به دلیل وجود مالیات در نیوزلند، بهره خارجی وجود ندارد. "اعتبار در نیوزلند گران است" این تنها دلیل ارائه شده برای فقدان بهره حاشیه‌ای است. همچنین، بعضی از انتشارها مفادی دارند که فروش در بازار محلی را تایید می‌کند.

#### رتبه بندی اعتباری اوراق منتشر شده در سال 2005

در یک لحظه، تقریباً سی ناشر داخلی اصلی اوراق قرضه شرکتی نیوزلند وجود دارند. از موارد داخلی جاری، تنها کمتر از 50% رتبه بندی A یا بالاتر دارند، در حالی که بقیه رتبه بندی‌ها BBB یا پایین تر است.

#### اوراق قرضه شرکتی نیوزلند در بخش‌ها

نمودار 4 تفکیک بدهی شرکتی نیوزلند به بخش‌های مختلف را نشان می‌دهد. بخش مالی و تجهیزات، مشخصاً بزرگترین ناشران بدهی هستند.



### انتشار حاشیه‌ای بدهی دلار نیوزلند - بازار یوروکیوی / یوریداشی

پس از سال 2005 انتشار اوراق قرضه دلار نیوزلند (عموما اوراق قرضه یوروکیوی<sup>1</sup> و یوریداشی)<sup>2</sup> بسیار زیاد بوده است.

این اوراق قرضه، اغلب سررسید دو تا سه سال دارند و توسط نهادهای بین المللی شناخته شده (مانند بانک جهانی) منتشر و به سرمایه گذاران خارجی (خصوصا اروپا و ژاپن) فروخته می‌شوند. در همین زمان، بسیاری از شرکت‌ها و بانک‌های نیوزلند، تامین وجوه از بازارهای حاشیه‌ای را راحت‌تر یافته‌اند (عموما دلار آمریکا)، اصولا به این دلیل که بازارهای حاشیه‌ای می‌توانند وجوه بلندمدت بیشتری نسبت به بازار داخلی فراهم کنند و این وجوه را با دلار نیوزلند معاوضه کنند. علاوه بر این، بازده بالای داری‌ها با پشتوانه دلار نیوزلند، سرمایه گذاری در دلار نیوزلند را برای سرمایه گذاران جذاب کرده است. انتشار یوروکیوی و یوریداشی، برای سرمایه گذاران نیوزلندی، یک مکانیزم کم هزینه برای تبدیل (معاوضه و حفاظت) قرض‌های خارجی خود به دلار نیوزلند ساخته است. در واقع، بازار نیوزلند به تدریج قادر به توانا ساخت فعالان داخلی و جهانی برای بهره برداری از موارد مطلوب است. این در اولین نگاه ممکن است به ضرر بازار نیوزلند در منطقه باشد اما از جنبه وسیع تر، دسترسی گسترده به سرمایه را ثابت کرده است.

مقدار زیادی از اوراق قرضه یوروکیوی و یوریداشی در حال حاضر جاری هستند، که در پایان سال 2005 به بیش از 45 میلیارد دلار نیوزلند می‌دهد، این تقریبا دو برابر آخرین خیز این بازار در سال 1999 است که حدود 20 میلیارد دلار نیوزلند بود. این سوال ایجاد می‌شود که ماهیت تعدیلات، پس از اینکه انتشار اوراق به شدت کاهش یافت، چگونه است؟ و آیا اوراقی که بین

<sup>1</sup> - Eurokiwi/Uridashi

<sup>2</sup> - در این مقاله، اوراق قرضه بر مبنای دلار نیوزلند که به شکل حاشیه ای توسط قرض گیرندگان نیوزلندی به سرمایه گذاران غیربومی منتشر شد، به اوراق یوروکیوی یا یوریداشی معروف است. در مجموع، انتظار اروپایی و بین المللی یوری کیوی هستند در حالی که اوراق منشتره به سرمایه گذاران جزئی ژاپن، یوریداشی هستند. ناشران غیربومی به شکل عادی عواید دلاری نیوزلند را به ارز موردنیاز تبدیل می‌کنند. برای جزئیات توصیفی بیشتر این بازارها، منطق آن، دراگ، موندوو و اسلیمن را ببینید. تعدیل اوراق قرضه یوروکیوی، یوری داشی، بولتون RBNZ، شماره 68.



سالهای 2006 . 2009 طبق برنامه زمانی به سررسید خود می‌رسند منجر به انتشار جدید اوراق می‌شود یا خیر؟

آخرین باری که مقدار قابل توجهی از اوراق قرضه حاشیه‌ای دلار نیوزلند (حدود 1999 تا 2002) به سررسید خود رسید، انقطاع کمی در سیستم مالی گسترده تر ایجاد شد. به هر حال، بخشی از آن به دلیل عرضه کاهش یافته وجوه سرمایه گذاران حاشیه‌ای با کاهش تقاضا برای اعتبار از قرض گیرندگان نیوزلند، تداخل پیدا کرد. سررسید بازخريد اوراق قرضه حاشیه ای دلار نیوزلند، منجر به سقوط قابل توجه نرخ معاوضه دلار نیوزلند در اواخر سالهای 2001 / 2000 شد. در شرایط خاص اقتصاد داخلی، ترس در بازار مبنی بر اینکه RBNZ سیاست‌های پولی بیشتر شود و کسری زیاد حساب‌های جاری، تماما بر ارز تاثیر داشته است. تجربه اخیر مبنی برای اندیشیدن ایجاد می‌کند، به این شکل که تعدیلات منجر به سقوط انتشار یوروکیوی و یوریداشی، مجددا از عهده بازار بر می‌آید.

### نتیجه گیری

در دهه اخیر، بازار اوراق قرضه شرکتی نیوزلند، دو مسیر جداگانه را طی کرده که عبارت است از: توسعه به سمت بازار داخلی و خارجی. بازار اوراق قرضه داخلی، در یک دهه به شکل قابل توجهی رشد نداشته، اما نیازهای قرض گیرندگان و سرمایه گذاران داخلی را برآورده کرده است. بازار داخلی تحت نفوذ ناشران، واسطه گران و سرمایه گذاران داخلی قرار دارد. در همین دوره، بازار خارجی رشد سریعی را تجربه کرده است. شرکت کنندگان در این بازار، به شکل برجسته ناشران، واسطه گران و سرمایه گذاران خارجی هستند. ناشران خارجی از ارز گسترش یافته نیوزلند و بازار معاوضه نرخ بهره به منظور تبدیل وجوه دلار نیوزلند به وجوه دلاری



آمریکا استفاده کرده اند - در عوض ناشران نیوزلندی را در حفاظت از استقراض ارزی خارجی که در بازارهای سرمایه خارجی به دلار نیوزلند تبدیل کرده است، توانا می‌سازد. آگاهی از موانعی که از ترکیب این دو بازار جلوگیری می‌کند و برداشتن این موانع، جالب به نظر می‌رسد.





## فصل نوزدهم

### بازار اوراق قرضه شرکتی فیلیپین

نستورای اسپنلا<sup>1</sup>

بانک مرکزی فیلیپین<sup>2</sup>

#### معرفی

«در حال توسعه، اما هنوز نوزاد» بهترین راه برای تعریف بازار اوراق قرضه شرکتی فیلیپین است. از اواخر سال 1980 تا 1996، بازار با سرعت آرامی رشد داشته اما با بحران مالی آسیا و حوادث سیاسی مهم پس از آن در سال 2001، کاهش یافت. هرچند روند نزولی آن در سال

1- قائم مقام مدیر، بخش نظارت و آزمایش، بانک مرکزی فیلیپین (BSP)

2- Bangko Sentral ng Pilipinas



2004 معکوس شد، اما در سال 2003 هنگام انتشار اوراق تجاری بلندمدت و کوتاه مدت به بیش از سه برابر سطح آن رسید و بازار اوراق فعلی نیز برای اوراق قرضه دولتی بزرگ باقی مانده است. معاملات اوراق قرضه شفافیت کافی ندارد، چون به شکل دوسویه و در بازار خارج از بورس (OTC) معامله می‌شود.

پروژه عظیم زیرساختاری بازار مانند بازار درآمد ثابت، که تا سال 2005 کاملاً عملیاتی شد، شفافیت اوراق قرضه شرکتی را از طریق فهرست کردن افزایش داد.

### 1- پیش زمینه ی روشن اقتصاد کلان

توانایی رشد بازار اوراق قرضه شرکتی فیلیپین با توسعه زیرساخت‌های کلان اقتصادی موردحمایت قرار می‌گیرد. در سه ماهه گذشته، علی‌رغم موقعیت بحرانی سیاسی، اقتصاد داخلی در میان نرخ تورم مرکزی پایین به رشد ادامه داد. نرخ بهره داخلی نیز به دلیل نقدینگی کافی در سیستم به همراه کاهش در صرف ریسک اوراق بدهی عمومی که از بهبود شرایط مالی ناشی می‌شد، ادامه داد. برای بیان ریسک تورم ظاهر شده، اخیراً واحد پولی وضعیت سیاست‌های پولی را به وسیله بالابردن نسبت ذخیره و نرخ‌های سیاسی، باثبات کرد و به رشد خود در مقابل دلار آمریکا با پشتیبانی دلارهای ارسال شده توسط کارگران فیلیپینی و جریان نقدی سبد سرمایه بالاتر ادامه داد. برای بخشی از این، دولت ملی تلاش‌هایی جهت بهبود وضعیت مالی به وسیله راهی برای جمع‌آوری وجوه اضافی، مقیاس‌های تجدید ساختار مدیریتی و اعمال مالیات بر ارزش افزوده تجدیدنظر شده، صورت داده است.

در سمت شرکتی، اجرای مالی شرکت‌های اصلی کشور در طول نیمه اول 2005 قوی بوده است. در بخش بانکی، شاخص‌های اجرای کلیدی نشان‌دهنده عملیات دارایی، نقدینگی کافی و سرمایه کافی هستند.



## 2- توسعه انتشار بدهی شرکتی، ولی هنوز کوچک

سطوح انتشار اوراق تجاری کوتاه و بلندمدت (که با تعریف حقوقی شامل اوراق قرضه شرکتی است) توسط شرکت‌های فیلیپینی، بیانگر یک روند رو به رشد بوده است. به هر حال، این بازار همچنان در مقایسه با بازار اوراق قرضه دولتی که خوب ایجاد شده، کوچک است.

جدول 1				
	2002	2003	2004	آخر ژوئن
کل STCP یا LTCP جاری*	7,860	12,280	43,597	23,561
ثبت شده در SEC	5,200	10,800	11,960	5,000
انتشارهای با رتبه	20,972	112,980	121,178	120,307
اوراق دولتی داخلی	1,046,731	1,673,285	1,941,420	1,975,743

\*STCP یا اوراق تجاری بلندمدت، بدهی با سررسید کمتر از یک سال است،

تفاوت و آمارها در گروه اول جدول 1 بالا مربوط به معافیت اعمال شده توسط کمیسیون بورس اوراق بهادار<sup>1</sup> (SEC) در ثبت و رتبه بندی اوراق است. علاوه بر این، چون معاملات در حال حاضر بین گروه‌های بخش خصوصی دوطرفه است، هیچ انباره اطلاعات قابل اتکا برای انتشار اوراق تجاری که شامل موارد فروخته شده به بخش عمومی و موارد فروخته شده به بخش خصوصی بر مبنای مذاکره باشد، وجود ندارد (چونکه آمار فعلی به سادگی قابل دستیابی نیست). براساس داده‌های بوندویر<sup>2</sup>، نوزده ناشر تا پایان ژوئن 2005، اوراق قرضه جاری داشته اند. اطلاعات بوندویر شامل اوراق چهار شرکت که در SEC ثبت شده اند و اوراق منتشره توسط

<sup>1</sup> - Securities and Exchange Commission

<sup>2</sup> - Bondware



شرکت تامین وجوه<sup>1</sup> MRT به مبلغ 98 میلیارد پزو فیلیپین<sup>2</sup> که توسط فیل ریتینگ<sup>3</sup> (تنها موسسه رتبه بندی اعتباری داخلی در کشور) رتبه بندی شده است، نمی باشد.

داده های بوندویر که انتشار 1537 میلیون دلار آمریکا، در پایان ژوئن 2005 را بیان می کند، همچنین نشان می دهد که 55% انتشارهای شرکتی توسط بخش خصوصی، 31% توسط شرکت های دولتی و 13% توسط بانک های تجاری صورت گرفته است. کل انتشار اوراق قرضه شرکتی، 56% در سال 2003 و 255% در سال 2004 رشد کرده است.

حجم انتشار خصوصی به وسیله شرکت هایی است که در توسعه دارایی به کار گرفته شده اند و بقیه آن توسط شرکت های ارتباطی و بخش تولید نیرو صورت گرفته است. سه بانک تجاری، اوراق قرضه ای به ارزش 11000 میلیون پزو منتشر کرده اند.

تنها یک شرکت اوراق قرضه پشتوانه دلار منتشر کرده است، در حالی که سه شرکت خارجی دیگر که در فیلیپین فعالیت می کنند، اوراق به ارزش 4950 میلیون پزو منتشر کرده اند. بزرگ ترین ناشر، تنها شرکت نیروی ملی بوده است که اوراق قرضه به ارزش 613,17 میلیون پزو که معادل 316 میلیون دلار آمریکا است، منتشر کرده است.

بازدهی این انتشارها در دامنه ای از 6/8% تا 15/4% بوده که به مفاد و ناشر بستگی دارد. بیشتر اوراق نیز یک سند اوراق با نرخ ثابت داشته اند.

با توجه به داده های بوندویر، یکی از کمتر توسعه یافته ترین بازارها در منطقه، بازار اوراق قرضه شرکتی فیلیپین است (جدول 2). در ادامه، باور خواهد شد که ابتکارات مختلف تجدید ساختاری بازار سرمایه که در حال حرکت است، نهایتاً یک محیط مساعد برای توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی فراهم خواهد کرد.

<sup>1</sup> - Funding Corporation

<sup>2</sup> - PHP

<sup>3</sup> - PhilRatings





### 3- مشخصات منحصر به فرد بازار

بازار اوراق قرضه شرکتی فیلیپین، مشخصات منحصر به فردی دارد.

الف) اوراق تجاری در برگیرنده اوراق قرضه شرکتی است.

قانون فعلی فیلیپین اوراق تجاری را در برگیرنده اوراق قرضه شرکتی می‌داند به این شکل که : «وجود شواهدی از بدهی هر بخش با سررسید بیش از 365 روز. دوره باید درس برگیرنده باشد، اما به اوراق قرضه و سند قرضه محدود نباشد.»  
رویه ثبت مشابهی بر موضوع اوراق قرضه اعمال می‌شود که شامل اوراق قرضه شرکتی نیز می‌باشد. در حقیقت، هر دو مورد الزام پذیرش سهامداران اکثریت دو سوم دارند که در قانون فعلی شرکتی فیلیپین مشاهده می‌شود.

ب) ثبت در SEC برای تمام موارد اوراق قرضه اجباری نیست.

قانون عمومی این است که تمام اوراق فروخته شده توسط شخص یا واحد تجاری در فیلیپین، به موقع در این کمیسیون ثبت شود. به هر حال، گروه‌های زیر از ثبت معاف هستند:

- 1- هر شاهدهی از دین منتشره توسط بانک یا نهادهای مالی غیربانکی با گواهی نیمه بانکی.
- 2- شواهدی مبنی بر دین منتشره توسط بانک مرکزی فیلیپین در بازار باز و یا عملیات تنزیل

مجدد

3- شواهدی از دین منتشرشده توسط بانک‌ها، خانه‌های سرمایه گذاری، شرکت‌های تامین مالی، شرکت‌های سرمایه گذاری، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های پیش نیاز و سایر قرض دهندگان نهادی اولیه (یک شرکت پیش نیاز، شرکت ثبت شده در کمیسیون بورس و اوراق بهادار است که طرح‌های پیش نیاز را که اساساً قرارداد یا توافق هستند و برای اجرای خدمات آتی، پرداخت تعهدات پولی در زمان نیاز واقعی یا سررسید توافق شده را تدارک می‌بینند، می‌فروشند).



4- مناقصه معاملات که از فروش کالاها و خدمات توزیع شده یا معامله شده توسط بانکها و یا موسسات سرمایه گذاری از طریق یک بازار سازمان یافته ناشی شده است.

5- شواهدی از دین مانند اوراق تجاری کوتاه یا بلندمدت که شرایط زیر را داشته باشد:

- به بیش از نوزده قرض دهنده غیرنهادی منتشر نشده باشد.

- به اشخاص خاصی قابل پرداخت باشد.

- غیرقابل مذاکره یا تخصیص باشد و تا سررسید نگهداری شود.

- به مبلغی بیش از 50 میلیارد پزو نباشد.

فروش اوراق معاف از ثبت، نیازمند اینست کاملا به سرمایه گذار بیان شود که این اوراق ثبت شده در کمیسیون بورس و اوراق بهادار نیست. علاوه بر این، ناشر اوراق تجاری تحت هر کدام از این معافیتها، باید اعلامیه معافیت از این کمیسیون را پر کند.

پ- رتبه بندی برای تمام اوراق الزامی نیست

رتبه بندی توسط یک موسسه رتبه بندی اعتباری مجاز<sup>1</sup>، در ثبت اوراق تجاری الزامی است.

به هر حال، معافیت از الزامات رتبه بندی هنگامی مجاز است که:

1- مقدار انتشار بیش از 25% ارزش خالص انتشار نباشد.

2- یک خط اعتباری تعهد شده غیرقابل فسخ وجود داشته باشد که بانک 100% انتشار اعلام

شده را پوشش دهد.

اوراق تجاری یا اوراق قرضه معاف از ثبت از الزامات رتبه بندی نیز معاف هستند.

1 - موسسات رتبه بندی اعتباری ملزم به داشتن حداقل سرمایه 10 میلیون PHP هستند. در حال حاضر، دو موسسه رتبه بندی اعتباری مجاز توسط BSP وجود دارند. شرکت خدمات رتبه بندی فیلیپین شناخته شده توسط BSP به عنوان موسسه رتبه بندی اعتباری داخلی برای اهداف نظارتی بانک تحت بیانیه شماره 19,404، سپتامبر 2003، فیچ سگاپور PTE، تا بعد رتبه بندی فیچ که یک موسسه رتبه بندی بین المللی با نمایندگی در فیلیپین، شناخته شده توسط BSP برای اهداف نظارتی بانک طبق بیانیه شماره 1,473، فوریه 2005.

**ت - رفتار معاملاتی<sup>1</sup>**

در حال حاضر، معاملات اوراق قرضه شرکتی در بازار خارج از بورس است و به شکل دو جانبه یا یک جانبه توسط خریداران و فروشندگان مورد مذاکره قرار می‌گیرد. ثبت کننده معاملات، مدیر پیشرو مدیریت مشترک، هیچ تعهدی برای بازسازی در بازار ثانویه ندارند. علاوه بر این، هیچ پایگاه معاملاتی در دسترس در هنگام فهرست کردن اوراق وجود ندارند، اگرچه بورس درآمد ثابت، اوراق قرضه را در سال 2006 فهرست خواهد کرد. به دلیل عدم شفافیت معاملات، نمی‌توان حجم معاملاتی، گردش و عمق معاملات را تضمین کرد.

**ث - عدم وجود قرارداد بازار**

هیچ قرارداد بازار که انتشار، قیمت گذاری، توزیع، معاملات و پرداخت اوراق تجاری و اوراق قرضه شرکتی را اداره کند و جزییات موارد توافق شده توسط فعالان صنعت را که حداقل مفاد قانون تحمیل شده توسط کمیسیون بورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی فیلیپین اجرا می‌کنند، وجود ندارد.

**ج - ثبت اوراق بهادار بدهی کاملاً کامپیوتری نشده است**

ثبت اوراق تجاری (شامل اوراق قرضه) باید کامپیوتری شود. بعضی از اوراق هنوز به شکل گواهی منتشر می‌شوند، اگرچه انتشارهای اخیر بدون گواهی منتشر شده اند.

**چ - فعالان بازار**

فعالان در انتشار اوراق قرضه شامل

- پذیره نویس

<sup>1</sup> - Manner of trading



- ثبت کننده دفاتر<sup>1</sup>

- مدیر پیشرو و مدیر مشارکتی

- امین

- ثبت کننده و امین<sup>2</sup>

- نماینده پرداخت کننده<sup>3</sup>

- ارائه کننده خدمات حقوقی

- موسسات رتبه بندی اعتباری

بانک ممکن است ترکیبی از این فعالیتها را انجام دهد.

ح- هزینه های انتشار

انتشار اوراق بهادار بدهی، با هزینه های ثابت بالای مرتبط با وام های بانکی ارتباط پیدا می کند.

در جدول 3 پایین، هزینه های برآوردی انتشار اوراق تجاری و اوراق قرضه نشان داده شده است.

4- نقش بانکها در بازار اوراق قرضه شرکتی فیلیپین

سیستم مالی فیلیپین تحت نفوذ بانک قرار دارد. در پایان ژوئن 2005، کل منابع سیستم

بانکی، 4/4 هزار میلیارد پزو یا تقریباً 85% تولید ناخالص داخلی فیلیپین بوده است. تفکیک

منابع بانکی به شرح زیر است: بانک های داخلی خصوصی 56%، بانک های تجاری داخلی

خصوصی 7%، بانک های دولتی 11%، بانک های خارجی 16% و نهادهای صرفه جویی داخلی و

خارجی 10%.

<sup>1</sup> - Bookrunner

<sup>2</sup> - Registrar and Depository

<sup>3</sup> - Paying Agent



در انتشار اوراق قرضه، بانک‌ها به عنوان ناشر- پذیره نویس، مدیر پیشرو، نمایندگی فروش، ثبت کننده، نمایندگی پرداخت یا بانک‌های پرداخت عمل می‌کنند. طبق قانون فیلیپین، تنها بانک‌های بین‌المللی/ بانک‌های تجاری و خانه‌های سرمایه گذاری می‌توانند به عنوان پذیره نویس عمل کنند. در 2004، بانک‌ها یک سبد سرمایه گذاری تجمعی از اوراق قرضه دولتی، خصوصی و خارجی به مبلغ یک هزار میلیارد پزو ایجاد کردند.

علاوه بر درآمد کارمزد مینا، بانک‌ها از معاملات نیز سود می‌کنند. در سال 2004، سود معاملات از سرمایه خصوصی و اوراق تجاری به 1/7 میلیارد پزو رسید که در مقابل آن، سود حاصل از اوراق بهادار دولتی، 6/1 میلیارد پزو بود.

#### 5- موارد مرتبط

##### الف- حقوقی

الزامات انعطاف ناپذیر پذیرش سهامدار (اکثریت دو سوم) برای تامین مالی اوراق قرضه شرکتی که توسط قانون شرکتی الزامی شد، انتشار اوراق قرضه شرکتی در مالزی را راکد کرده است، مانند محیط نامطلوب مالیاتی. نیاز فوری برای تصویب قوانین مهم به منظور تعدیل قانون ورشکستگی، بیان امتیاز بانک مرکزی فیلیپین و ایجاد یک دایره اعتباری که توسعه بازار اوراق قرضه داخلی را تحریک کند، وجود دارد.

##### ب- شفافیت

موارد زیر به فقدان شفافیت بازار اوراق قرضه شرکتی فیلیپین منجر شده است:

- 1- معافیت از الزامات رتبه بندی و فهرست بندی
- 2- عدم وجود اطلاعات قیمت گذاری رقابتی با استفاده از قیمت‌های اوراق بدهی دولتی مینا.
- 3- عدم دسترسی به روش‌های نظارتی در دسترس/ ابزارهای قابل استفاده توسط قانون گذاران.



4- عدم وجود اطلاعات ترکیبی راجع به معاملات صورت گرفته.

5- عدم دسترسی به اطلاعات قابل اتکا راجع به ارزش اعتباری ناشران، به استثنای نیاز سرمایه گذاران نهادی خیره.

پ- عدم معامله سازمان یافته<sup>1</sup>

بازار اوراق قرضه شرکتی فیلیپین دوجانبه است و در بازار خارج از بورس اجرا می شود. در حال حاضر، تصویر درستی از نقدینگی بازار ثانویه وجود ندارد و واضح نیست که آیا بازار مشتقه ای وجود دارد؟ فقدان اطلاعات قیمت گذاری و توزیع، تقاضای اوراق قرضه شرکتی را کاهش داده است.

ت- هزینه های انتشار زیاد

به دلیل بالا بودن هزینه های انتشار، تنها شرکت های رده بالاتر می توانند اوراق قرضه منتشر کنند. در واقع، اکثر شرکت های فیلیپینی، شامل واحدهای با اندازه کوچک و متوسط، ترجیح می دهند، وجوه خود را از وام های بانکی تامین کنند تا بازار سرمایه.

ث- مشکلاتی که سرمایه گذاران نهادی را احاطه کرده است

بعضی سرمایه گذاران نهادی، مانند شرکت های پیش نیاز، بیمه های غیر عمر و صندوق های سرمایه گذاری (به دلیل ساختار بدهی خود، حجم تقاضا برای اوراق قرضه شرکتی را منعکس می کنند)، شهرت کمی در بازار دارند که رشد آنها را کند می کند. در مواجهه با مشکلات، سرمایه گذاران نهادی ممکن است به محیط قانونی قوی تری نیاز داشته باشند.

<sup>1</sup> - No Organised Trading



### ج- قانون ورشکستگی قدیمی

شکاف قابل توجهی بین قوانین ورشکستگی فعلی و حفاظت سرمایه گذار وجود دارد. قانون بازسازی شرکتی فعلی کامل است و توانایی سرمایه گذاران برای بازیافت سرمایه گذاری در حالت ورشکستگی را تضمین نمی کند.

### چ- نیاز به نظارت قانونی بیشتر

نیاز برای نظارت بیشتر در انتشار اوراق قرضه شرکتی احساس می شود. انتشار اطلاعات پس از معامله و سایر داده های بازار، نه تنها برای بهبود معاملات در بازار ثانویه، بلکه برای تضمین نظارت مناسب بر بازار لازم است.

### 5- تجدید ساختار بازار سرمایه و نوآوری ها

یک سری از تجدید ساختارهای بازار سرمایه در بازار سرمایه فیلیپین، با هدف نشان دادن عدم تطابق تامین مالی بخش خصوصی در حال اجرا است. نوآوری ها، تمایل به ایجاد محیطی برای ارتباط بین سرمایه گذاران جهت تامین وجوه از یک طرف و شرکت به منظور تامین مالی بلندمدت از طرف دیگر ایجاد کند.

### الف) تحویل اوراق بهادار

بانک مرکزی فیلیپین قوانینی منتشر کرد که طبق آن اوراق بهادار فروخته شده توسط بانکها یا غیربانکها، همه به خریدار و همه به متصدی گروه سوم منصوب شده، تحویل داده شود. تحویل مناسب اوراق بهادار توسط معامله گر بانک و غیربانک، سرمایه گذار را نسبت به انتقال موجه عنوان و مالکیت به اوراق خریداری شده مطمئن می کند و لذا تضمین می کند اوراق بهادار فروخته شده مذکور، تحت قراردادهای خرید مجدد، چند بار فروخته نشده است. قوانین



بانک مرکزی فیلیپین در جولای 2003 منتشر شده است. اما اجرای کامل الزامات تحویل، در سه ماهه اول 2006، پس از کیفیت انتشار با یک نمایندگی دیگر دولتی صورت گرفت. پس از انتشار قوانین مورد نیاز تحویل به خریدار یا نماینده منصوب آن و موارد عملی بانکها، مانند فروشهای متعدد و قرارداد بازخرید ثبت نشده توسط بانک مرکزی فیلیپین مدنظر قرار گرفته است.

#### ب- اعتبارگذاری متصدی گروه سوم<sup>1</sup>

در ارتباط با الزامات تحویل اوراق بهادار، بانک مرکزی فیلیپین به طور متوالی قوانین راجع به ضوابط کیفیت برای نهادهای تامین مالی بانکی و غیربانکی (NBF1) با نظارت این بانک منتشر کرد که به عنوان متصدی اوراق یا ثبت کننده عمل می کند، همچنین کاربرد و مسئولیت های هر کدام را تعریف کرده است. استانداردهای اعتبارگذاری به منظور شمول حداقل نسبت های چهارکاملز، حداقل نسبت 12% کفایت سرمایه و ظرفیت تکنولوژیکی کافی برای ارائه ثبت و بعضی از اوراق ایجاد شده اند.

#### پ- زیرساخت های بازار

بانک مرکزی فیلیپین از تلاش انجمن های بانکداری فیلیپین و سایر انجمن های صنعتی برای ایجاد بازار معاملات سود ثابت<sup>2</sup> کشور حمایت کرده است. این بازار در واقع به عنوان یک پایگاه معاملاتی بین معامله گران در مارس 2005 تشکیل شد که حجم میانگین معاملات، روزه حدود 200 تا 300<sup>3</sup> میلیون پزو از تاریخ بازگشایی بوده است. این بازار به منظور همراهی با بازار عمومی قبل از پایان 2002، هنگامی که ارتباط با ثبت اوراق بهادار غیرمکتوب اداره خزانه داری صورت گرفت تاسیس شد. بازار معاملات با سود ثابت همچنین گروهی برای انتشارهای شرکتی ایجاد کرد که شفافیت پیش و پس از معامله آن نقل خواهد شد.

<sup>1</sup> - Accreditation of third-party custodians

<sup>2</sup> - Fixed Income Exchange (FIE)





## جعبه 1

## بازار سود ثابت فیلیپین

برای اهداف زیرساختارها، سیستم معاملاتی فیلیپین (شرکت هولدینگ) سه واحد شرکتی را در اختیار دارد که فرآیند معاملاتی مستقیم و پیوسته اوراق بهادار، از لحظه معاملاتی تا پرداخت به شخص متصدی را تضمین می‌کند. اینها عبارتند از 1) شرکت بورس و معامله‌گری فیلیپین<sup>1</sup> که به عنوان واحد معاملاتی واقعی برای موارد شرکتی و دولتی عمل می‌کند. 2) شرکت پرداخت اوراق بهادار فیلیپین<sup>2</sup> که تسویه و پرداخت معاملات انجام شده در شرکت بورس و معامله‌گری فیلیپین را انجام دهد. و 3) شرکت امانت داری و امین فیلیپین<sup>3</sup> که به عنوان انبار برای اوراق بهادار از طرف سرمایه‌گذاران دولتی به منظور ایجاد وضعیت مناسب و حسابداری اوراق بهادار، مانند دستیابی بیشتر مشتریان به بازار عمل می‌کند.

PIE برای رسیدن به سه هدف اصلی ایجاد شد. اولاً، تضمین خواهد کرد اوراق به درستی، هم به خریدار و هم به متصدی گروه سوم خریدار تحول داده می‌شوند. ثانیاً، متصدیان گروه سوم را نهادی خواهد کرد - ابتدا در سال 2004 به منظور بهبود حفاظت از مشتری به وسیله تفکیک عملیات معامله‌گری و تضمین اوراق بهادار، معرفی شد. نهایتاً، بازار معاملات سود ثابت، حرکت از موقعیت فعلی معاملات دوجانبه در بازار خارج از بورس به یک نظم معاملاتی رسمی که به شفافیت و قیمت‌گذاری کارا منتهی می‌شود را انجام خواهد داد.

<sup>1</sup> - Philippine Dealing and Exchange Corp(PDEX)

<sup>2</sup> - Philippine Securities Settlement Corporation(PSSC)

<sup>3</sup> - Philippine Depository and Trust Corp(PDTC)



## پیش از بازار معاملات با سود ثابت

- این بازار جنبه‌های نامطلوب بازار فعلی را نشان می‌دهد، مانند:
- چند شاخگی در بازار، جاییکه رتبه‌های سرمایه گذاران وجود دارد.
  - ورود و خروج محدود برای سرمایه گذاران، که اغلب درگیر مناسبات ایجاد شده توسط معامله گران می‌شود.
  - تعیین قیمت غیرکارا، منعکس کننده این حقیقت که داده‌ها و آمار به سادگی و تنها برای سرمایه گذاران نهادی بزرگ و معامله گران مهیا است.
  - در واقع هیچ معامله وام دهی اوراق وجود ندارد.

## پس از بازار معاملات با سود ثابت

- با ایجاد بازار معاملات سود ثابت انتظار می‌رود، نتایج زیر در معاملات اوراق بهادار حاصل شود:
- بازار متمرکز با حق مشارکت در معاملات.
  - تفکیک فعالیت‌های معامله گری و کارگزاری.
  - آزادی سرمایه گذاران برای انتخاب، کارگزار انجام دهنده معامله
  - شفافیت قیمت گذاری
  - تعیین قیمت کارا
  - ظرفیت وام دهی اوراق
- در حال حاضر، بازار سود ثابت، حق مشارکت برای کارگزاران، معامله گران یا ترکیب کارگزار معامله گر فراهم می‌کند. همچنین تفکیک فعالیت‌های کارگزاری و معامله گری وجود دارد که منجر به انتقال معامله گری در مقابل بخش عمومی به اجرای کارگزاری به نفع بخش عمومی می‌شود. با توجه به این، سرمایه گذاران انتخاب بهتر و گسترده تری برای اجرای معاملات خود دارند.



در این نقطه، به قیمت گذاری شفاف در بازار بین بانکی دست یافته ایم، در حالی که مظنه قیمت بر مبنای اوراق در دسترس است و اجرای معاملات بر مبنای مناقصه و بهترین پیشنهاد انجام می‌شود. بعد از آن، امیدواریم تا به تعیین قیمت کارا برای سرمایه گذاران عادی در مرحله بازار عمومی دست یابیم، در شرایطی که داده‌های قیمت و معاملات در مبنای زمان واقعی توسط پذیره نویسی در دسترس هستند.

#### ت - چارچوب قضایی و قانونی

قانون مالیات حق تمبر اسناد، برای کاهش دادن بخشی از بار مالیاتی، R.A شماره 9243 به تاریخ 17 فوریه 2004 (قانونی که تعیین مالیات حق تمبر اسناد قانون درآمد ملی داخلی 1997 را عقلایی می‌کند و برای اهداف دیگری ایجاد شده است.) تا مالیات حق تمبر اسناد برای معاملات در بازار ثانویه را کاهش دهد.

قانون انتقال خاص دارایی ها<sup>1</sup> RA شماره 9182 (قانون انتقال خاص دارایی‌ها)، در سال 2003، به منظور از بین بردن مشکل دارایی‌های غیراجرایی بانک فیلیپین به وسیله انگیزه‌های مالیاتی برای فروش آن‌ها تصویب شد.

قانون اوراق بهادار، RA شماره 9267 (قانون اوراق سال 2004) به منظور پیشرفت توسعه بازار سرمایه با حمایت از ایجاد اوراق بهادار منتشر شد. چارچوب قضایی برای ایجاد اوراق بهادار تدارک دید و یک بازار مطلوب برای دامنه‌ای از اوراق بهادار با پشتوانه دارایی ایجاد کرد.

سایر قوانین که عموماً بازار سرمایه و خصوصاً بازار اوراق قرضه شرکتی را تحت تاثیر قرار می‌دهند، در مراحل مختلفی از بررسی توسط کنگره فیلیپین<sup>2</sup> هستند. این قوانین عبارتند از:

<sup>1</sup> - Special Purpose Asset Vehicle Law (SPAV)

<sup>2</sup> - the Philippine Congress



- 1- قانون سیستم اعتباری اطلاعات، این قانون یک اداره اطلاعات اعتباری مرکزی به عنوان یک منبع قابل اتکا ایجاد می‌کند که به وام دهندگان اجازه ارزیابی دقیق ریسک را می‌دهد و از بین قرض گیرندگان با کیفیت پایین و با ارزش اعتباری را انتخاب می‌کنند که به نظم فرآیند اعتباری کمک کند.
- 2- قانون دوم انتقال خاص دارایی‌ها، این قانون در پی گسترش قانون انتقال خاص دارایی‌های اصلی به مدت دو سال دیگر برای تکمیل فرآیند پاک کردن NPA می‌باشد.
- 3- حساب بازنشستگی سرمایه شخص<sup>1</sup>. این قانون در پی ایجاد طرح پس انداز شخصی است که تامین کنندگان آن امیدوار هستند به عنوان ابزاری ارزش مند برای پس انداز بازنشستگی بلندمدت، مورد پذیرش قرار گیرد. به شکل خاص، این حساب به منظور دستیابی به یک بازنشستگی راحت و ایمن از نظر مالی از طریق پس انداز برنامه ریزی شده، سرمایه گذاری شفاف و تعویق مالیات طراحی شده است.
- 4- قانون شرکت سرمایه گذاری تجدیدنظر شده<sup>2</sup>. این قانون در پی ایجاد چارچوب قانون جامع توانسته است شرکت‌های سرمایه گذاری را برای ایفای نقش کلیدی در اطلاعات سرمایه توانا سازد و اصول اطمینان بخش مدیریت و تصدی گری شرکت‌های سرمایه گذاری را بهبود بخشد. به طور خاص، ادعای مصونیت سرمایه گذاری عمومی را دارد و سوء استفاده از وجوه مشتریان را کاهش می‌دهد.
- 5- قانون پیش نیاز<sup>3</sup>. این قانون تمایل دارد یک چارچوب قانونی و قضایی روشن برای صنعت پیش نیاز تهیه کند تا از سرمایه گذاران و دارندگان طرح پیش نیاز حمایت نماید.

<sup>1</sup> - Personal Equity Retirement Account (RERA)

<sup>2</sup> - Revised Investment Company Act (RICA)

<sup>3</sup> - Pre-Need Code



6- قانون بازیافت شرکتی<sup>1</sup>. این قانون تمایل به مدرنیزه کردن قانون ورشکستگی با ایجاد راه حیاتی برای تجدید ساختار شرکت‌های آشفته با قوانین بازیافت شرکتی که با بهترین موارد عملی منطبق است، دارد.

#### ث - اجرای استانداردی گزارشگری مالی بین المللی<sup>2</sup>

اهداف اصلی بانک مرکزی فیلیپین و کمیسیون بورس و اوراق بهادار تقویت نظم بازار، تشویق موارد مدیریت شفاف ریسک و انگیزش بازار سرمایه داخلی است. هر دو مقام، اهمیت عادلانه بودن، دقت و شفافیت در صورت‌های مالی را به منظور دستیابی به این اهداف می‌دانند. لذا فیلیپینی‌ها، بانکها را ملزم به پذیرش استاندارد گزارشگری مالی بین المللی در دسامبر 2005، کرده اند.

#### ج موسسات رتبه بندی

لزوما قوانین بانک مرکزی فیلیپین، موسسات رتبه بندی اعتباری برای اهداف نظارتی بانک را درک می‌کند. این مورد با فرآیند شناخت تحمیل شده توسط کمیسیون بورس و اوراق بهادار تکمیل می‌شود. مطالعه و تغییرات رتبه بندی منتشر شده توسط این موسسات رتبه بندی اعتباری در درک بهتر نظرات وام دهندگان، سرمایه گذاران و قانون گذاران راجع به نهادها یا ابزارها مورد استفاده قرار می‌گیرد. دو موسسه رتبه بندی فعال فیلیپین، فیل ریتینگ<sup>3</sup>، تنها موسسه رتبه بندی داخلی فیلیپین و فیتچ سنگاپور<sup>4</sup> PTE با مسوولیت محدود، یک شرکت تابعه رتبه بندی فیتچ هستند.

<sup>1</sup> - Corporate Recovery Act

<sup>2</sup> - International Financial Reporting Standards (IFRS)

<sup>3</sup> - PhilRatings

<sup>4</sup> - Fitch Singapore



### ج- بازار بخش مالی

بانک مرکزی فیلیپین بدنه مشارکت بین نماینده‌ها به نام بازار بخش مالی ایجاد کرده که از این بانک، کمیسیون بیمه و شرکت بیمه سپرده گذاری فیلیپین تشکیل شده است. هدف اولیه آن، هماهنگی تلاش‌های نمایندگی عضو آن در حیطه نظارت و سیاست گذاری قانونی، گزارشگری، افشای اطلاعات معاوضه‌ها، حفاظت و آموزش مصرف کننده است. انتظار می‌رود ایجاد این گروه به توسعه بازار سرمایه با این تضمین که ابتکارها، مدنظر قرار می‌گیرند و با استفاده از چارچوب رایج اجرا می‌شوند، کمک کند.

### ح- دستور بازسازی بازار سرمایه: یک تلاش مشترک

انجمن توسعه بازار سرمایه<sup>1</sup> یک بدنه مشترک، خصوصی- دولتی که با هم نمایندگانی از انجمن‌های صنعتی و قانون گذاران به همراه دارد، مسیر توسعه بازار سرمایه فیلیپین را ترسیم می‌کند و از نمایندگی بین المللی متعدد، کمک فنی دریافت می‌کنند.

### نتیجه گیری

هرچند یک برنامه بازساخت بازار سرمایه آغاز شده اما برای توسعه بازار سرمایه فعالیت‌های زیادی لازم است که باید آگاه باشیم، در فکر درس‌های فراگرفته شده از بحران مالی آسیایی هستیم و دریافته ایم که یک بازار اوراق قرضه که خوب کار می‌کند، آسیب پذیری بخش شرکتی را کاهش می‌دهد و منجر به سلامت مالی کلی کشور می‌شود.

<sup>1</sup> - The Capital Market Development Council

**فصل بیستم****توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی سنگاپور****چوان تک لی<sup>1</sup>****واحد پولی سنگاپور<sup>2</sup>****1- معرفی**

تا سال 1998، بازار اوراق قرضه سنگاپور کوچک و نسبتاً در حال توسعه بود، چون دولت بودجه اضافی تصویب کرده بود و نیازی به جمع آوری وجوه از طریق بازار سرمایه نداشت. اوراق دولتی سنگاپور<sup>3</sup> برای برآوردن نیازهای نقدینگی قانون بانکی<sup>1</sup> ایجاد شد. در واقع، بیشتر اوراق دولتی سنگاپور توسط بانک و شرکت‌های بیمه نگهداری می‌شد و به شکل فعالانه معامله نمی‌شد.

1 - مدیر اجرایی، مدیریت پولی، واحد پولی سنگاپور

<sup>2</sup> - Monetary Authority of Singapore

<sup>3</sup> - Singapore Government Securities(SGS)



غیاب بازار اوراق قرضه محلی عمیق به این معنی بود که قرض گیرندگان، بیشتر بر استقراض بانکی و سرمایه برای برآوردن نیازهای تامین وجوه اتکا می کردند. بحران مالی آسیایی 98-1997 نیاز برای منابع تامین وجوه بیشتر را ثابت کرد که دولت سنگاپور را به شروع برنامه‌ای برای توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی، ترغیب نمود. این مقاله، تاریخ تلاش‌های توسعه‌ای را بیان می‌کند و موارد و چالش‌های پیش روی حرکت رو به رشد بازار اوراق قرضه سنگاپور را مورد بحث قرار می‌دهد.

## 2- انگیزه‌های توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی

واحد پولی سنگاپور<sup>2</sup>، برنامه توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی را با سه هدف اصلی تنظیم کرد:

- 1- ساختن منحنی بازده مبنای نقدینگی دولتی تا به عنوان یک مکانیزم تعیین قیمت برای ناشران و سرمایه گذاران عمل کند.
- 2- ایجاد رشد در بازار ثانویه فعال برای معاملات نقدی و مشتقات آن، تا مدیریت کارای ریسک را ممکن سازد.
- 3- تشویق ناشران و سرمایه گذاران داخلی و خارجی برای مشارکت در بازار اوراق قرضه سنگاپور. طبیعتاً، به هدف در نهایت تقویت شدند. برای مثال، معامله فعال منحنی بازده را تقویت می‌کند و شرکت کنندگان بیشتری را به بازار می‌کشاند که در عوض سطح فعالیت معاملاتی را افزایش می‌دهد.

<sup>1</sup> - statutory liquidity requirements

<sup>2</sup> - The Monetary Authority of Singapore (MAS)





### ساختن یک منحنی بازده مبنای نقدینگی دولتی<sup>1</sup>

مقیاس‌های مختلف که برای ایجاد منحنی بازده مبنا در نظر گرفته شده است، شامل موارد زیر است:

- بین سالهای 1998 تا 2004 اندازه بازار اوراق قرضه دولتی سنگاپور شامل اوراق قرضه دولتی و اسناد جاری، 152% افزایش یافت. همچنین، منحنی بازده مبنا را از هفت سال به 15 سال گسترش دادیم، چون تصور می‌کنیم این حوزه، تقاضای بازار را نشان می‌دهد. اخیراً، تقاضای اوراق قرضه بلندمدت رشد کرده است. در سال 2003، واحد نقل و انتقال زمینی، اوراق قرضه بیست ساله منتشر کرد، که منحنی بازده را بیشتر توسعه داد.
- ایجاد یک تقویم انتشار منظم با حراج دو ساله و پنج ساله هر دو سال یکبار و حراج هفت ساله و ده ساله هر یک سال. تقویم از قبل اعلام خواهد شد.
- تکمیل موارد کلیدی. این به معنی مطرح شدن مواردی است که دوباره به عنوان مبنا مطرح شده اند و سایرین را باز خرید کرده اند. باز خورد بازار پیشنهاد کرد یک حداقل اندازه انتشار دو میلیارد دلاری سنگاپور باید برای معامله فعالانه مورد نیاز باشد. لذا، انتشارهای کوچکتر برای تمرکز بر نقدینگی باز خرید می شوند.
- اجرای برنامه‌های الکترونیکی برای معامله گران اولیه. امکان برنامه‌های الکترونیک اوراق بهادار دولتی سنگاپور<sup>2</sup> در ژانویه 2002 معرفی خواهد شد. این پایگاه اینترنتی یک رابط مناسب برای معامله گران اولیه ایجاد کرد تا مناقصه‌های خود را ارسال کنند و زمان فرآیند را کوتاه نماید و اجازه داد که نتایج مناقصه در عرض یک ساعت پس از فرصت مجاز برنامه ارسال شود.
- در جولای 2005، یک پایگاه معاملاتی الکترونیک اوراق بهادار دولتی ایجاد شده است که معاملات را بر مبنای زمان واقعی منعکس می‌کرد و لذا شفافیت بازده را افزایش می‌دهد.

<sup>1</sup> - Building a liquid government benchmark yield curve

<sup>2</sup> - Electronic Applications Facility (EAPPS)



### ایجاد رشد در بازار ثانویه فعال

سنجه‌هایی برای تشویق معاملات اوراق بهادار دولتی سنگاپور در نظر گرفته شد:

- ◆ **تعهدات بازارسازی<sup>۱</sup>**. یازده معامله گر اولیه اوراق بهادار دولتی سنگاپور / ملزم به قیمت گذاری دوطرفه به همدیگر برای اوراق بهادار به ارزش پنج میلیون دلار سنگاپور هستند و باید با انتشار درخواست مناقصه مناسب برای هر تصدی اوراق بهادار توافق کنند.
- ◆ **امکان ریو اوراق بهادار دولتی<sup>۲</sup>**. به منظور تشویق بازارسازی، امکان ریو اوراق دولتی سنگاپور معرفی شد. به نحوی که معامله گران اولیه می‌توانند اوراق بهادار را به منظور پوشش وضعیت کوتاه مدت خود، قرض بگیرند.
- ◆ **تحویل در مقابل پرداخت**. معاملات اوراق دولتی سنگاپور در زمان واقعی بر مبنای تحویل در مقابل پرداخت در سیستم پرداخت الکترونیک صورت می‌گیرد. سیستم پرداخت الکترونیک یک سیستم پرداخت ناخالص بین بانکی است، جایی که عواید نقدی از خریدار و اوراق بهادار از فروشنده قبل از اینکه معاوضه به شکل همزمان انجام شود، کنار گذاشته می‌شود. این به کاهش ریسک گروه فروشنده کمک می‌کند.
- ◆ **قانون هدایت بازار<sup>۳</sup>**. قانونی از بهترین موارد عملی و قرارداد معاملاتی برای بازار اوراق دولتی سنگاپور ایجاد شد، که ورودی آن شرکت کنندگان بازار بودند. چندین مجموعه از رهنمودها منتشر شدند که شامل «قوانین و موارد بازار اوراق دولتی سنگاپور» و «قانون بهترین موارد ریوی اوراق دولتی سنگاپور» می‌شود.
- ◆ **توافق ریو<sup>۴</sup>**. برای توسعه بازار ریو، واحد پولی سنگاپور توافق نامه ریوی اصلی جهانی PSA/ISMA با اوراق دلاری سنگاپور در سال 2000 منتشر کرد و پذیرش آن در بین

<sup>۱</sup> - Market-making obligation

<sup>۲</sup> - SGS repo facility

<sup>۳</sup> - Code of market conduct

<sup>۴</sup> - Repo Agreement



فعالان بازار را مورد تشویق قرار داد. این توافق نامه یک چارچوب قضایی ایجاد کرد که با استانداردهای جهانی منطبق است و باید مسیر مشارکت خارجی بیشتر را در بازار هموار کند. معاملات مشتقه، مشتقات نیز نقش مهمی در بهبود نقدینگی بازار ثانویه ایفا می‌کنند. قرارداد آتی نرخ بهره کوتاه مدت و قرارداد آتی پنج ساله اوراق دولتی سنگاپور در سال 2001 آغاز شد، اما هیچ کدام به خوبی مورد معامله قرار نگرفت. شرکت کنندگان بازار معاوضه نرخ بهره IRS را ترجیح می‌دهند، که حجم معاملات روزانه آن در حال حاضر به بیش از 3/7 میلیارد دلار سنگاپور، حدود سه برابر سال 2001 رسیده است.

### تشویق ناشران و سرمایه گذاران داخلی و بین المللی

قبل از سال 1998، مانع اصلی مشارکت خارجی در بازار بدهی سنگاپور، سیاست واحد پولی سنگاپور در منع جهانی شدن دلار سنگاپور بود. این سیاست در بیانیه 621، واحد پولی سنگاپور (که بعدها بیانیه 757 نامگذاری شد) و استقراض خارجی را به پنج میلیون دلار سنگاپور محدود می‌کرد و نهادهای مالی سنگاپور را از معامله مشتقات دلاری سنگاپور، شامل IRS و آپشن‌ها، با غیربومی‌ها، منع می‌کرد، لغو شد. برای جذب سرمایه گذاران و ناشران خارجی، این سیاست به شکل رو به جلویی تعدیل شد. دیگر هیچ محدودیتی در معاملات نهادهای مالی سنگاپور با نهادهای غیرمالی وجود ندارد. محدودیت‌های معاملات IRS معاوضه‌ها عرضی و آپشن‌ها نیز برطرف شده است. دو محدودیت، همچنان باقی است. اولاً، وام دهی به نهادهای مالی غیربومی همچنان محدود به پنج میلیون دلار سنگاپور است. دوماً، نهادهای مالی غیربانکی هر مقدار دلار سنگاپور را از طریق انتشار بدهی جمع آوری می‌کنند و این عواید باید قبل از این که وجوه به داخل کشور خود برده شود، به ارز خارجی تبدیل شوند. بازخورد فعالان بازار اشاره به این دارد که هیچ کدام از این موانع فعالیت اصلی بازار سرمایه نمی‌شود.



الزامات امیدنامه برای انتشار اوراق قرضه ی سنگاپور نیز رو به جلو حرکت کرده است. یک ناشر می تواند چند سفارش از بدهی های مختلف طبق برنامه انتشار بدهی، ارسال کند، که یک امیدنامه مبنا با واحد پولی سنگاپور که برای کل برنامه قابل اعمال است، ثبت می کند. برای سفارش بعدی بدهی طبق برنامه، ناشر تنها به تفویض اختیار بیانیه خلاصه قیمت گذاری شامل اطلاعات مربوط به سفارش خاص، نیاز دارد. دوره ی مجاز امیدنامه مبنا از شش ماه از تاریخ ثبت اولیه به 24 ماه گسترش یافته است. برای اینکه تضمین اطلاعات جاری و با اهمیت سفارش های بعدی بدهی طبق برنامه صورت گیرد، ناشی مجاز به بروز کردن یا در نظر گرفتن اطلاعات جدید بر مبنای امیدنامه بدون انجام اقدامات تجدید وجوه، در حالتی که سفارش دیگری وجود ندارد، می باشد.

همچنین، تدارک جدیدی برای فراهم کردن اسناد ساختاری که پشت سر هم منتشر می شوند، وجود دارد. مشخصاً، هر سند را در صورتی که مشخصات عادی اسناد سفارش داده شده، شبیه هم باشد، به عنوان بخشی از برنامه انتشار بدهی در نظر گرفته می شود (جزئیات مخصوص دو سفارش می تواند متغیر باشد). در این حالت، امیدنامه ی مبنای مرتبط با سفارش، برای بیست و چهار ماه معتبر است. می دانیم که مشکلات عملی ناشر در تفویض بیانیه قیمت گذاری قبل از سفارش وجود دارد. لذا، نهادهای مالی ارسال کننده، اسناد ساختاری منتشر شده را از الزام تفویض و ثبت بیانیه قیمت با واحد پولی سنگاپور معاف کرده است. شرط معافیت این است که نهادهای مالی ناشر باید به سرمایه گذار، سند معامله ارائه کنند و جزئیات سفارش را قبل از خرید و پذیره نویسی و تاییدیه دریافت را پس از آن در برداشته باشد. این الزامات افشای جدید رو به جلو تضمین می کند که افشای مناسب ریسک و محصولات، در دسترس سرمایه گذار است.

در سال 1998 ایجاد شرکت تامین مالی بین المللی اوراق قرضه و بر بازار اثرات مشخص و موثری گذاشت، بیش از 160 واحد تجاری خارجی را مشاهده شده که در SGD سرمایه گذاری کرده اند. این شرکت ها شامل نهادهای مالی مانند بایریج هیپو ورنیز بانکای جی<sup>1</sup>، فراملیتی ها

<sup>1</sup> - Bayerische Hypovereinsbank AG



مانند بانک توسعه آسیایی، نمایندگی‌ها مانند فردی ماک<sup>1</sup> و شرکت‌های چندملیتی مثل جی‌ای کپیتال<sup>2</sup>.

در کنار ناشران بین‌المللی، نهادهایی مثل شرکت‌های غیردولتی نیز برای انتشار اوراق قرضه تشویق شده‌اند. این امر منجر به انتشار توسط شرکت جورنگ تاون<sup>3</sup>، انجمن توسعه و خانه سازی<sup>4</sup>، واحد انتقال جاده ای<sup>5</sup>، مجلس اوگاما اسلامی سنگاپور<sup>6</sup> و واحد درآمدی اینلند سنگاپور<sup>7</sup> شد.

در سال‌های اخیر، بازار محصولات بدهی ساختاری به شکل قابل توجهی رشد کرده است. بدهی ساختاری 60٪ از کل بدهی دولتی سنگاپور در سال 2004 را تشکیل داد و شامل دامنه گسترده‌ای از محصولات مانند بدهی پشتوانه دارایی، بدهی بستانکاری، بدهی سرمایه ای، بدهی قابل تبدیل و سایر ساختارهای شناخته شده مانند انبار بازده کلی و اسناد معوق می‌شود. تنوع علایم ابزارها، تحریف و ریسک مبنای سرمایه گذار منطقه‌ای را کاهش داد که عنصر مهمی در توسعه عرضه بازار سرمایه است.

### 3- موارد و چالش‌ها

به سه هدف ذکر شده در بخش دو دست یافتیم و این سه هدف دلیل اصلی پیشرفت بازار اوراق قرضه سنگاپور تاکنون بوده است. مرحله بعدی توسعه بازار اوراق قرضه، تمرکز بر توسعه دامنه شرکت کنندگان و ابزارهای مالی است.

<sup>1</sup> - Freddie Mac

<sup>2</sup> - GE capital

<sup>3</sup> - Jurong Town Corporation

<sup>4</sup> - Housing and Development Board

<sup>5</sup> - Land Transport Authority

<sup>6</sup> - Majilis Ugama Islama Singapura

<sup>7</sup> - Inland Revenue Authority of Singapore



### واحدهای تجاری متوسط و کوچک

در حالی که بازار اوراق قرضه شرکتی، بعنوان منبع تامین مالی به سرعت توجه شرکت‌های بزرگ سنگاپور را به خود جلب کرد، هنوز برای واحدهای تجاری کوچک و متوسط<sup>1</sup> غیرقابل دسترس است. استقراض این واحدها نوعاً کوچک است و هزینه انتشار اوراق قرضه غیراقتصادی است، لذا بسیاری از شرکت‌های کوچک و متوسط هنوز بر بانکها برای تامین نیازهای تامین وجوه اتکا می‌کنند. یک راه برای غلبه به این مشکل متراکم شدن این شرکت‌ها برای اوراق بهادار با پشتیبانی دارایی است. دولت سنگاپور این مهم را از طریق برنامه دسترسی وام شرکت‌های کوچک و متوسط حل کرد. انتظار می‌رود این برنامه، وام‌هایی از طریق اوراق بهادار به مبلغ 300 میلیون دلار سنگاپور فراهم کند (قابل توجه اینکه تبدیل وام‌های دلاری سنگاپور به اوراق بهادار کره و ژاپن موفقیت آمیز بوده است). تبدیل این وام‌ها به اوراق بهادار، بدون مشکل نیست. چالش کلیدی، متقاعد کردن بانک‌ها برای تسلیم وام‌های سودآور جهت آوردن در برنامه است. همچنین مورد انتخاب متناقض نیز وجود دارد، جایی که بانک وام منتخب را برای خود نگهداری دارد و بقیه وام را برای اوراق بهادار ارسال می‌کند.

### مشارکت خارجی

سرمایه گذاران و ناشران خارجی می‌توانند به عمق و عرض بازارهای پدیدار شده بیفزایند. به هر حال، حتی در بازارهای مبادله آزاد، جذب مشارکت خارجی می‌تواند چالش برانگیز باشد. یکی از مشکلات مطرح شده در جذب مشارکت خارجی اندازه کوچک است. یک زمین بازی بدون سطح بین داخلی‌ها و خارجی‌ها، فقدان شفافیت اطلاعات و قیمت و عدم وجود امکانات استقراض اوراق است. این موارد باید بررسی شوند.

<sup>1</sup> - Small and Medium-Sized Enterprises(SME)



**فصل  
بیست و یکم**

**بازار اوراق قرضه شرکتی تایلد**

پون پن رن ویرایو و ساکاپوپ پانینوکول<sup>1</sup>

**بانک تایلد**

**معرفی کوتاه بازار اوراق قرضه تایلد**

پس از بحران اقتصادی آسیا در سال 1997، کاربرد واسطه گری مالی تایلد، تقریباً به بانک‌های تجاری موكول شد. وجوه اكثرا از طریق سپرده بانكى منتقل می‌شد. در حالی كه تامین مالی مستقیم از طریق بازار اوراق قرضه داخلی شركتی و دولتی، اندك و توسعه نیافته بود.

---

1 - آقای پون پن رن ویرایو (مدیر ارشد بازارهای مالی و بخش مدیریت ذخایر است و آقای ساکاپوپ پانینوکول آنالیست ارشد بازارهای مالی و واحد مدیریت ذخایر است)، (بانک تایلد BOT). نظرات ارائه شده، بیانگر نقطه نظرات نویسنده ها است و قابل استناد به بانک تایلد نیست.



نه سال متوالی بین سال های 1988 تا 1996 دولت انگیزه‌ای برای ایجاد قوانین و انتشار قابل توجه اوراق قرضه دولتی نداشت. عرضه محدود اوراق قرضه دولتی، منجر به توسعه مبنای بدون ریسک شد و در مقایسه با قیمت گذاری اوراق قرضه توسط ناشران شرکتی منجر به کمتر شدن توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی شد.

ایجاد بحران سال 1997 بدلیل عدم تعادل در ساختار و عملیات بازار مالی تایلند بود که گزینه‌های تامین مالی از طریق وام بانکی را محدود می‌کرد. در حالی که نسبت وام‌های غیراجرایی و نیازهای سرمایه‌ای بالا بود، بخش خصوصی تایلند با محدود کردن عملیات وام دهی بانک‌ها، با شکست نقدینگی شدیدی مواجه شد، که سقوط اقتصادی را تشدید کرد، چون مسیر عادی و اصلی تامین وجوه دیگر عمل نمی‌کرد.

رشد سریع بازارهای اوراق قرضه شرکتی منطقه‌ای طی دهه گذشته پیامد طبیعی بحران‌های مالی بود. تلاش‌ها برای توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی تایلند انرژی بیشتری توسط مقامات تایلندی تزریق کرد، که نه تنها مجبور بودند هزینه‌های تجدید ساختار پس از بحران را تامین کنند، بلکه لزوم کاهش اتکای اقتصادی بر واسطه‌گری مالی و تامین مالی خارجی را احساس کردند.

### اندازه و ترکیب

بازار اوراق قرضه از سال 1957 به سرعت رشد کرده است نسبت‌های وام‌های بانکی، کل اوراق قرضه داخلی جاری، سرمایه‌ای شدن بازار سرمایه و اوراق قرضه شرکتی به تولید ناخالص داخلی در دست است. نسبت اوراق قرضه داخلی به تولید ناخالص داخلی، روند رو به رشدی داشته است، اما انتشار اوراق قرضه شرکتی، نسبتاً کوچک مانده است. نسبت ارزش بازار اوراق قرضه تایلند به تولید ناخالص داخلی 14% است، که هنوز در مقابل نسبت مشابه در کشورهای صنعتی کوچک است. در حال حاضر بازار اوراق قرضه تایلند مانند سایر اقتصادهای آسیایی، تحت نفوذ اوراق بهادار بدهی دولتی است که حدوداً دوسوم کل اوراق قرضه جاری را به خود اختصاص می‌دهد.





همچنین، هر چند بازار اوراق قرضه شرکتی پس از بحران رشد کرده است ولی فضای زیادی برای رشد دارد. از نظر کل مقدار جاری، اوراق قرضه شرکتی روند روبه رو رشدی را داشته است. به هر حال، سهم بازار اوراق قرضه شرکتی نسبت به کل، از سال 2001 کاهش یافته است.

تعداد کم ناشران شرکتی با کیفیت و بزرگ با شرایط مالی خوب و کافی به منظور برآوردن الزامات افشای عمومی درست و رتبه بندی خارجی، منجر به هزینه‌های زیاد انتشار اوراق قرضه شرکتی در مقایسه با وام‌های بانکی برای بیشتر کشورها شد. این مشکل با این حقیقت ترکیب شد، که بانک‌ها که اکثر سود خود را از وام‌های اهدایی دریافت می‌کردند و تمایلی به تعهدکردن انتشار اوراق قرضه نداشتند. در نتیجه، تنها تعداد کمی از ناشران (اصولا شرکت‌های با اعتبار قوی)، قادر به تامین وجوه از این طریق بودند.

محصولات توسعه یافته اعتباری به شرکت‌های با رتبه بندی پایین تر، کمک می‌کنند تا به بازار اوراق قرضه دسترس داشته باشند که یک مرحله کلیدی در رشد و تنوع ناشران است.

### فعالیت در بازار اوراق قرضه ثانویه

هم اوراق قرضه شرکتی و هم اوراق قرضه دولتی در بازار خارج از بورس توسط سرمایه گذاران نهادی شامل بانک‌های تجاری، صندوق‌های سرمایه گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، صندوق بازنشستگی دولتی، اداره اوراق بهادار و شرکت‌های بیمه، که سرمایه گذاران اصلی هستند، معامله می‌شوند. پس از ایجاد بازار اوراق قرضه الکترونیک<sup>1</sup> در سال 2004، بعضی انتشارهای اوراق قرضه شرکتی در بازار معاملات خرید فهرست شدند، که دسترسی به سرمایه گذاران شخصی و جزیی را فراهم می‌کند. پس از آن، مقامات در حال تشویق ایجاد یک پایگاه معاملاتی الکترونیک<sup>2</sup> برای تمامی انواع اوراق قرضه هستند تا معاملات را ممکن سازند و هزینه معاملات را کاهش دهند. این پایگاه، قرار است در اوایل 2006 گسترش یابد (جعبه 1 جزئیات این پایگاه را بیان می‌کند).

<sup>1</sup> - Bond Electronic Exchange (BEX)

<sup>2</sup> - electronic trading platform (ETP)



<b>مبحث ۱</b>		
<b>سیستم معاملاتی الکترونیک توسط بازار اوراق قرضه الکترونیک</b>		
<p>این بازار، که تابعه بورس اوراق بهادار تایلند است، در طول توسعه پایگاه معاملاتی الکترونیک برای سرمایه گذاران نهادی و با مقیاس بزرگ است (مثل بازار کلی)، که سیستم معاملات سود ثابت و سایر اوراق بهادار مرتبط نامیده می شود. به عنوان پایگاه معاملاتی الکترونیک مرکزی کشور، این سیستم یک مرکز موثر معاملات اوراق قرضه است. چون که یک سیستم معاملاتی خدمات تصفیه و پرداخت، افشای شفاف و کانال های ارتباطی موثری فراهم می کند. از آن مهم تر، این سیستم فعالان بازار را با ایجاد اطلاعات معاملاتی به موقع، نسبت به اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری بهتر، توانا می سازد. مثل معامله و مذاکره بهتر اوراق قرضه، شفافیت و سرعت.</p>		
<b>خصوصیات سیستم معاملات سود ثابت و سایر اوراق بهادار مرتبط</b>		
معامله گر با مشتری	معامله گر با معامله گر	استفاده کنندگان سیستم
معامله گران، سرمایه گذاران نهادی تمام اوراق قرضه نگهداری شده تا سررسید درخواست انتقال (FFQ)	معامله گران تمام اوراق قرضه نگهداری شده تا سررسید مظنه شرکت و شاخص	نوع اوراق قرضه روش معامله نوع سفارش
10 صبح تا 12/30 عصر و 2/30 عصر تا 4/30 عصر پرداخت ناخالص پرداخت و تسویه از طریق TSO اختیاری است		محاسبه معاملات پرداخت و تسویه
<p>برای سرمایه گذاران جزیی، بازار اوراق قرضه الکترونیک همچون یک سیستم معاملاتی تطابق سفارش اتوماتیک اوراق قرضه از 26 نوامبر 2004 را عملی کرده است که طبق آن هم اوراق قرضه دولتی و همه اوراق قرضه شرکتی فهرست شده اند. هدف سیستم، فراهم کردن یک کانال سرمایه گذاری اضافی از طریق دسترس بهتر به اطلاعات و تسهیل معاملات، برای سرمایه گذاران است. قبل از این بازار، اوراق قرضه در بازار خارج از بورس معامله می شدند که اصولاً برای سرمایه گذاران نهادی بوده است. به دلیل اطلاعات و شفافیت، مانند اندازه های کوچک معاملات، سرمایه گذاران نهادی از بازار خارج از بورس مستثنی می شدند. TSD مخفف اعتبار اوراق بهادار تایلند است.</p>		



حتی با اینکه حجم معاملات میانگین روزانه در بازار اوراق قرضه ثانویه از سال 2000 افزایش یافته است، حجم معاملات روزانه اوراق قرضه دولتی و شرکتی از چند سال گذشته رشد چندانی نکرده است. این بدین دلیل است که فعالیت بازار ثانویه بیشتر متمرکز بر ابزارهای کوتاه مدت و نقدینه مانند انبار خزانه و اوراق قرضه بانک مرکزی (اکثریت با سررسید کمتر از یکسال) می‌باشد. حجم معاملات بازار ثانویه برای اوراق قرضه شرکتی، در انتهای بالای اعتبار قرار دارد که 60% از معاملات در اوراق قرضه رتبه A صورت می‌گیرد.

#### تنظیمات نهادی در بازار اوراق قرضه تایلند

گروه‌های متعددی در توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی تایلند درگیر هستند که عبارتند از: وزارت تامین مالی (ناشر اوراق قرضه دولتی)، بانک تایلند و نمایند مالی ثبت اوراق قرضه دولتی، کمیسیون بورس اوراق بهادار (قانون گذار اصلی و توسعه دهنده بازار سرمایه)، بورس تایلند، (پراتور بازار اوراق قرضه الکترونیک و پایگاه معاملاتی الکترونیک مرکزی) و اعتبار اوراق تایلند (نماینده پرداخت و تسویه).

اگرچه فعالان بازار اوراق قرضه تایلند تعدادی از گزینه‌های معاملاتی مثل بازار اوراق قرضه الکترونیک و پایگاه معاملاتی الکترونیک، که در دامنه‌ای از بازار خارج از بورس و سیستم معاملاتی الکترونیکی مرکزی قرار دارد، را در اختیار دارند، تمام اطلاعات به تای BMA برای افشای کامل گزارش می‌شوند (نمودار 7). طبق قوانین جاری، معامله گران اوراق قرضه، باید معاملات خود را در بازار خارج از بورس به تای BMA گزارش کنند، که چهار بار در روز، قیمت‌های اجرا شده را به پذیره نویسان گزارش کنند. تمامی معاملات در پایان هر روز به عموم گزارش می‌شود. با ارسال سر وقت و افشای اطلاعات پس از معامله از ژانویه 2006 به بعد، فعالان بازار دسترسی بیشتری به شفافیت و افشای اطلاعات خواهند داشت. فعالان بازار دسترس به اطلاعات قیمت پیش از معامله و پس از معامله با دو سیستم معاملاتی الکترونیک، خواهند داشت.



## زیرساختارهای بازار

در پی تصویب قانون بورس اوراق بهادار در سال 1992، که ضوابط انتشار اوراق قرضه شرکتی را تقویت کرد، بخش خصوصی به تدریج انتشار بدهی را آغاز کرد. تلاش‌های مقامات برای توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی در کنار تلاش بخش خصوصی جهت تنوع بخشیدن و دور شدن از تامین مالی مجدد و ریسک ارز خارجی و کاهش اتکای آن بر استقراض بانک، منجر به توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی محلی تایلند مانند آنچه در بقیه دنیا اتفاق افتاده، شد.

زیرساختار شفاف بازار، پیش فرض کارکرد درست بازار اوراق قرضه است: زیرساختار از مشارکت و معاملات فعالانه حمایت می‌کند چون به تعیین قیمت مستمر و نقدینگی بازارمنجر می‌شود و در شرایط بد، به بازار انعطاف پذیری بیشتری می‌بخشد. تلاش‌های بانک تایلند در این حوزه بر مقیاس‌هایی جهت نیل به موارد زیر تمرکز داشت:

- 1- افزایش نقش، بازار سازان
- 2- بهبود سیستم تسویه و پرداخت
- 3- توسعه ابزارهای مدیریت ریسک و نقدینگی
- 4- ایجاد پایگاه معاملاتی الکترونیکی
- 5- ایجاد مبنای اوراق قرضه دولتی بدون ریسک برای قیمت گذاری اوراق قرضه.

## بازارسازان

بازار اوراق قرضه شرکتی ثانویه تایلند به عنوان بازار خارج از بورس بزرگ بین معامله گران و سرمایه گذاران نهادی، با مشارکت کم سرمایه گذاران جزئی عمل کرد. به دلیل شرایط نقدینگی و اطلاعات ناکامل بازار، شرکت کنندگان بازار مجبور بوده اند برای تشویق فعالیت‌های معاملاتی بر مکانیزم‌های بازارسازی اتکا کنند. بازارسازان نیز قادر به اجرای کارای وظایف خود نبودند، چون



ابزارهای حمایت کننده ی تعیین مظنه قیمت مناقصه با توجه به مظنه‌ها را در دست نداشتند. در نتیجه، هیچ قیمت گذاری دوطرفه‌ای که توسط معامله گران (اولیه) صورت گرفته باشد وجود نداشته است<sup>1</sup>. لذا مقامات در جست و جوی راه‌هایی برای رشد کارایی معامله گران اولیه در اجرای نقش خود به عنوان بازار سازان بازار ثانویه و نیز در دسترس آوردن ابزارهای تجهیزکننده هستند، به نحوی که بازارسازان بتوانند وظایف خود را انجام دهند.

### سیستم تسویه و پرداخت

فرایند تسویه و پرداخت اوراق قرضه شرکتی تایلند به دلیل استفاده زیاد از گواهی نامه موقت، به علاوه چند شاخگی این سیستم در بازار، پرهزینه است. در حال حاضر هزینه تسویه و پرداخت اوراق بهادار کسری گواهی تسویه و پرداخت است. علاوه بر این هرچه فقدان استاندارد گذاری رویه‌های پرداخت و تسویه مختلف بیشتر باشد، هزینه کل بازار افزایش می‌یابد. در حال حاضر ایجاد اوراق قرضه دولتی تحت نظر بانک تایلند قرار دارد، در حالی که اوراق قرضه شرکتی در انبار اوراق بهادار تایلند تسویه و پرداخت می‌شوند. بانک تایلند کاملاً نزدیک به انبار اوراق بهادار تایلند فعالیت می‌کند تا پرداخت اوراق قرضه را با ایجاد یک انبار اوراق بهادار مرکزی و یک سیستم پرداخت و تسویه مرکزی<sup>2</sup>، متمرکز کند. طرح‌های TSO در حال اجرا هستند و در سال 2006 عملی خواهند کرد.

بانک تایلند در حال حاضر، مشمول مطالعه یک مدل مفهومی برای سیستم پرداخت و تسویه مرکزی و اتصالات ممکن به سایر سیستم‌ها است.

1- بانک تایلند، ابتدا در ژوئن 2000 معامله گران اولیه را منصوب کرد. در حال حاضر، 9 معامله گر اولیه وجود دارند. وزارت تامین مالی و بانک تایلند در حال حاضر، سیستم معامله گری اولیه را بررسی می‌کنند تا امتیازهای بیشتری را مانند تعهدات در بازارهای اولیه و ثانویه در برگیرند. مورد خاص در نظر گرفته شده این است که آیا حق انحصاری در حراج بازار اولیه باید به معامله گران اولیه اداره شود.

<sup>2</sup> - Central Securities Depository (CSD)



موارد مطرح شده عبارتند از : 1) زیرساخت‌های اتصالات، 2) مدیریت ریسک، 3) فرآیند پرداخت 4) قطعیت معامله در هر کشور<sup>1</sup> 4) تاثیر نرخ معامله و 5) سایر موارد مرتبط

### ابزارهای مدیریت ریسک و نقدینگی

فقدان ابزارهای محافظت نیز منجر به نقدینگی پایین اوراق قرضه شرکتی تایلند می‌شود. سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه شرکتی، سرمایه‌گذاران را در معرض ریسک اعتباری و نقدینگی قرار می‌دهد، بازارهای رپو و مشتقات که به سرمایه‌گذاران، امکان حفاظت از این ریسک‌ها و به معامله‌گران امکان مدیریت بهتر موجودی و وضعیت را می‌بخشد، در تایلند توسعه یافته نیستند. در حال حاضر، بازار مشتقات تایلند شامل محصولات است که بیشتر در بازار خارج از بورس معامله می‌شوند. هنوز یک بازار معامله مشتقات وجود ندارد. قانون مشتقات سال 2004 از نظر قانونی ایجاد بازار اتی را تایید کرده است و نرخ بهره قراردادهای آتی در سال 2006 معامله خواهند شد- که ابزار حفاظتی مهمی برای شرکت کنندگان بازار ایجاد می‌کند.

### پایگاه معاملاتی<sup>2</sup>

موضوع سیستم مناسب برای بازار اوراق قرضه شرکتی، از آغاز معاملات اوراق قرضه در بازار سرمایه تایلند مطرح بوده است. سیستم معاملاتی فعلی شامل معامله سنتی از طریق تلفن، معاملات تابلو، و کارگزاری بین معامله‌گری و پایگاه معاملاتی الکترونیک مرکزی که خیلی زود آغاز خواهد شد، است. جزییات پایگاه معاملاتی مرکزی برنامه ریزی شده در جعبه یک در صفحات قبل نشان داده شده است.

1 - قطعیت پرداخت به معنی «پرداخت یک تعهد به وسیله انتقال وجوه و انتقال اوراق بهادار است که غیر قابل فسخ و غیرمشروط است.»

<sup>2</sup> - Trading platforms



### مبنای اوراق قرضه دولتی

تای BMA، یک منحنی بازده دولتی مینا را گسترش و مطرح کرده که حدود 16 سال، گستره دارد و از 27 مورد انتشار اوراق قرضه دولتی (سررسید آنها از یک سال تا 17 سال و با دوره میانگین 5/13 سال بوده است) استفاده کرده است. با درک اهمیت مبنای برون ریسک در مقابل قیمت در نظر گرفته شده توسط ناشران اوراق قرضه، وزیر تامین مالی در حال طرح ریزی برای انتشار اوراق قرضه مبنای هفت تا ده ساله ماهانه است که از ژانویه سال 2004 آغاز می‌شود. مبنای برون ریسک (منطبق بر انتشار قابل توجه) گامی مهمی در افزایش نقدینگی و ساختن زیرساختار بازار برای بازارهای اوراق قرضه و مشتقات است.

### الزام سیاسی

پس از بحران، مقامات تایلند، توجه زیادی به توسعه بازار اوراق قرضه داخلی داشته اند. در سال 1998، کمیته رهبری توسعه بازار اوراق قرضه، که مقرر رییس وزارت تامین مالی است، برای تسریع توسعه بازار اوراق قرضه داخلی ایجاد شد. در ژانویه 2005 کمیته به منظور افزایش کارایی تجدید سازمان شد و در حال حاضر، مقرر وزیر تامین مالی و متشکل از نمایندگان رده بالای بخش‌های خصوصی و عمومی است. هدف این کمیته یافتن راه‌هایی برای افزایش منابع تامین وجوه و گزینه‌های سرمایه گذاری در بازار است که منجر به توزیع بهتر بین تامین مالی بانکی، تامین مالی سرمایه از طریق بازار سهام و تامین مالی بدهی از طریق بازار اوراق قرضه داخلی می‌شود.

مسئولیت توسعه بیشتر بازار ثانویه به تایلند واگذار شده است. برای برآمدن از عهده این چالش، بانک تایلند به همراه سایر مقامات و فعالان بازار، یک استراتژی چندلایه و طرح عمیات توسعه بازار ثانویه را ترسیم کرده است. طرح عملیات بر موارد زیر تمرکز دارد: (1) بهبود کارایی و



کاهش هزینه معاملات در بازار اوراق قرضه (2) افزایش توانایی بازگیران بازار به منظور قرض دادن و قرض گرفتن از طریق اوراق بهادار (3) افزایش توانایی فعالان در محافظت از ریسکها (4) ترقی و اثربخشی کارکرد معامله گران اولیه در نقش خود به عنوان بازار سازان. (5) گسترش مبنای سرمایه گذار از طریق افزایش دسترسی بازار برای فعالان داخلی و خارجی.

با وجود رشد سریع بازار اوراق قرضه دولتی در طول دهه گذشته، بازار اوراق قرضه شرکتی تایلند، با سرعت کمتری رشد کرده است. به هر حال، قویاً اعتقاد داریم که بازار اوراق قرضه دولتی کارا زیربنای توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی است. تجربه بازارهای اوراق قرضه توسعه یافته نشان می‌دهد که عناصر زیر در توسعه بازار اوراق قرضه دولتی کارا موثر هستند: (1) انتشار منظم (2) سیستم معامله گری اولیه که خوب کار می‌کند (3) حفاظت درست بازار و امکانات افزایش نقدینگی فعال.

توسعه بازار اوراق قرضه با کارکرد مناسب، کار ساده ای نیست. با وجود پیشرفت بیشتر در تایلند مشکلات بزرگ زیادی، باید حل شود. توسعه بازار اوراق قرضه شرکتی باید به عنوان یک فرآیند تفاضلی در نظر گرفته شود که در طول سالها اتفاق می‌افتد. با توجه به ماهیت آنها و الزام سیاسی و اجتماعی، تجدید ساختارهای فوق تدریجا اجرا خواهند شد، تلاش برنامه ریزی شده، زمانبر ولی با ارزش خواهد بود- چون زیربنای بازار مالی متنوع و قوی را ایجاد می‌کند و بازگشت اقتصادی قابل توجه و موفقیت را پی ریزی خواهد کرد.