

نقش و ساختار عملیاتی معامله‌گران اولیه در بازار اوراق بهادار دولتی

علیرضا قربان زاده* و عبدالله یاوران بخشایش**

چکیده

در یک دهه گذشته و هم‌راستا با طیف گسترده‌ای از تنگناهای موجود در حوزه بازار بدهی دولت در ایران، نبود معامله‌گران اولیه همچنان به‌عنوان یکی از مهم‌ترین چالش‌های پیش‌روی دولت مطرح بوده است؛ به‌طور کلی می‌توان گفت که طراحی مدل‌های حراج مناسب برای فروش اوراق بدهی، ایفای نقش مؤثر در نقدشوندگی بالای اوراق بدهی، تزریق اعتماد و اعتبار و عمق‌بخشی به بازار بدهی و تلاش برای شناسایی و رفع نیازهای منتشرکنندگان و دارندگان این اوراق متناسب با متغیرهای بنیادین اقتصاد از جمله کارکردهای حیاتی معامله‌گران اولیه برشمرده می‌شود. هر چند که بیشتر کشورهای توسعه‌یافته متناسب با قلمروی خود از وجود سیستم‌های معامله‌گری اولیه بهره‌مند بوده و سهم این سیستم‌ها در تعمیق بازار بدهی کشورهای نوظهور نیز در حال افزایش است، ولی به‌واسطه مؤلفه‌هایی نظیر عدم استقرار آرایه‌ای سازگار از آبشار نرخ‌های بهره در نظام مالی کشور، واگذاری تأمین مالی به خلق پول ارزان‌قیمت در شبکه بانکی و سرانجام، ضعف جدی بازار بدهی در تأمین مالی اقتصاد ایران، پیاده‌سازی یک سیستم معامله‌گری اولیه در بازارهای سرمایه و بدهی همچنان مورد غفلت جدی سیاست‌گذاران بازار سرمایه و دولت قرار گرفته است. در این پژوهش، تلاش شده است با تأملی بر تجربیات کشورهای توسعه‌یافته در زمینه راه‌اندازی سیستم معامله‌گری اولیه، به مؤلفه‌های اساسی راه‌اندازی و استقرار این سیستم پرداخته شود تا نهادهای ناظر بازار پول و سرمایه با لحاظ کردن آنها بتوانند از مسیر راه‌اندازی یک سیستم معامله‌گری اولیه کارآ، عمق بازار بدهی (به‌ویژه بازار بدهی دولت) را هر چند به‌صورت تدریجی افزایش دهند؛ چرا که آنها به بهترین شکل نیازهای توسعه بازارهای مالی و سرمایه و نیز انتظارات طرف‌های ذی‌نفع را می‌شناسند و همواره در تلاش برای رفع آنها هستند. افزون بر این، معامله‌گران اولیه می‌توانند اعتماد سرمایه‌گذاران را به اوراق دولتی به‌عنوان یک سرمایه‌گذاری افزایش داده و موجب افزایش کارایی در این نوع از بازارها شوند.

واژگان کلیدی: مدیریت بدهی عمومی، سیستم معامله‌گری اولیه، معامله‌گران اولیه، اوراق بهادار دولتی.

طبقه‌بندی JEL : O10, N20, G28, E58.

۱. مقدمه

نظام مالی با ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری برای افراد، اثر مستقیمی بر ثروت و رفاه آنها، رفتار فعالان اقتصادی و مصرف‌کنندگان دارد.^۱ ساختار نظام مالی بسیار پیچیده بوده و بر اساس یک بخش‌بندی کلی، معمولاً در قالب سه بخش بازارهای مالی، نهادهای مالی و ابزارهای مالی مطالعه می‌شود. در صورت وجود یک اکوسیستم هماهنگ از سه بخش پیش‌گفته، انتظار می‌رود هم‌راستا با بهبود وضعیت تأمین مالی در اقتصاد ایران، ارزش‌افزوده مستقیمی از نظام مالی نیز بر تولید ناخالص داخلی کشور اضافه شود. افزون بر این و به‌لحاظ تخصصی، نظام مالی موجب جهت‌دهی وجوه مازاد از سمت افرادی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری مولد ندارند به سمت افرادی که چنین فرصتی را دارند، می‌شود. این امر می‌تواند به‌صورت مستقیم (بدون واسطه‌گرهای مالی) و غیرمستقیم (از طریق نهادها و واسطه‌های مالی)^۲ انجام پذیرد؛ با این توضیح که مرحله تأمین مالی غیرمستقیم مسیر اصلی و اولیه حرکت وجوه مازاد از قرض‌دهندگان به قرض‌گیرندگان قلمداد می‌شود. اگرچه بیشتر توجه رسانه‌ها و فعالان اقتصادی بر بازار سهام متمرکز است، ولی از نظر تأمین مالی، بازار سهام از اهمیت بسیار کمتری نسبت به بازار بدهی^۳ برخوردار بوده و این بازار بدهی است که نقش برجسته‌ای در تأمین مالی اقتصاد ایفا می‌کند.

بازارهای مالی از منظرهای مختلف، طبقه‌بندی‌های جداگانه‌ای را در ادبیات موجود به خود اختصاص داده‌اند. برای مثال، بازارهای مالی از منظر عرضه اولیه و خرید و فروش در بازاری غیر از عرضه اولیه به بازارهای اولیه و ثانویه، از منظر سررسید، به بازارهای پول و سرمایه، از منظر بدهی و مالکیت، به بازارهای سهام و بدهی (شامل بازار پول) و از منظر ساختار بازار به بازارهای بورس و خارج از بورس تقسیم‌بندی می‌شوند.^۴ از آنجا که محور اساسی این پژوهش بر تبیین مؤلفه‌های مؤثر بر

1. Mishkin. (2022). p 50.

2. Ibid. p 7.

۳. هر چند که تفکیک بازار بدهی و بازار پول مصطلح است، ولی از آنجا که رابطه سند بدهی با پول، یک رابطه عموم و خصوص مطلق است (همه پول‌ها سند بدهی هستند، ولی همه اسناد بدهی، پول نیستند)، بنابراین، بازار بدهی اعم از بازار پول است و منظور ما اینجا بازار پول را نیز شامل می‌شود.

4. Mishkin. (2022). pp 73-75.

راه اندازی سیستم معامله گری اولیه استوار است، بنابراین، از میان سه بخش مهم نظام مالی، تمرکز این مطالعه بر روی نهادهای مالی استوار خواهد بود. به نظر نویسندگان، نهادهای مالی شامل دو بخش اصلی مؤسسات سپرده پذیر (بانکها، اتحادیه ها، تعاونی ها و موارد دیگر) و مؤسسات غیرسپرده پذیر (واسطه های مالی، شرکت های تأمین مالی، کارگزاران، معامله گران، شرکت های بیمه، صندوق های بازنشستگی و موارد دیگر) هستند. با وجود برخی شباهت ها، اغلب نهادهای مالی مختلف، معمولاً نقشی را برعهده می گیرند که نهادهای دیگر قادر به انجام آن وظیفه نیستند. برای مثال، بانکها فعالیتی دارند که صندوق های با درآمد ثابت ناتوان از انجام وظایف بانکها هستند و برعکس. در حوزه معامله گری اولیه نیز وضع به همین منوال است. معامله گران اولیه نهادها و مؤسسات مالی هستند که با تسهیل فروش اوراق بهادار دولتی توسط منتشرکننده اوراق، باعث گسترش معاملات در بازارهای اولیه و ثانویه، کاهش هزینه های مبادلاتی و تسهیل فرآیند انتشار اوراق بهادار می شوند. به طور هم زمان، معامله گران اولیه می توانند از طریق تأمین مالی به موقع (به ویژه در مواقعی که نقدینگی زیاد است) تأثیر مثبتی بر کاهش هزینه های استقراض و در نتیجه، کاهش بدهی عمومی دولت ها داشته باشند. البته ذکر این نکته ضروری است که بازارها به سرعت در حال تغییر و توسعه هستند و معامله گران اولیه افزون بر شناخت بازارهای اولیه و ثانویه، می توانند از این دو بازار حمایت و به افزایش نقدینگی در بازارهای یادشده و نیز افزایش اعتماد سرمایه گذاران کمک نمایند.^۱ هدف اصلی این پژوهش، بررسی نقش معامله گران اولیه و نیز بررسی مسائل عملیاتی و فنی مربوط به طراحی و استقرار سیستم معامله گری اولیه برای رفع نیازهای توسعه بازار اوراق بهادار دولتی است؛ چرا که معامله گران اولیه بازار را بهتر می شناسند و عملکرد آنها مشابه نهادهایی است که هدف نهایی آنها مدیریت بدهی عمومی است. همچنین در این پژوهش، به تجربیات برخی از کشورهایی که دارای سیستم معامله گری اولیه هستند، پرداخته می شود. توجه به این نکته مهم است که بیشتر کشورهای صنعتی در حال حاضر دارای سیستم های معامله گری اولیه هستند، همچنین، تعداد کشورهای در حال توسعه و دارای بازارهای نوظهور که از این سیستم استفاده کرده و یا در حال بررسی آن هستند، رو به افزایش است. البته

پیاده‌سازی سیستم معامله‌گران اولیه یک فرآیند پیچیده و دارای پیش‌نیازهایی است و پیش از آن باید پاسخ پرسش‌هایی از قبیل: آیا وجود معامله‌گران اولیه ضروری است؟ توسط چه کسی باید منصوب شوند؟ وظایف و امتیازات آنها چه باید باشد؟ چگونه باید عملکرد آنها را ارزیابی کرد؟ به‌روشنی مشخص شوند.

ساختار این مقاله به این شرح است که پس از مقدمه به بررسی جایگاه سیستم معامله‌گری اولیه در برخی از کشورهای مختلف که دارای پیشینه طولانی است و می‌تواند به‌عنوان الگویی برای معرفی سیستم معامله‌گری اولیه در بازارهای داخلی کشور ما استفاده شود، می‌پردازد. بخش بعدی به معیارهای انتخاب و تعهدات معامله‌گران اولیه و نیز نقش آنها در توسعه بازارهای مالی اختصاص دارد. در بخش سوم به آثار راه‌اندازی معامله‌گران اولیه بر هزینه‌های تأمین مالی دولت و متغیرهای کلان اقتصادی پرداخته می‌شود. بخش چهارم و پنجم این مقاله به بررسی الزامات و مسائل عملیاتی در خصوص راه‌اندازی سیستم معامله‌گری اولیه می‌پردازد و در بخش ششم و هفتم تجربه چند کشور در خصوص استفاده از سیستم معامله‌گری اولیه و نیز جایگاه سیستم معامله‌گری اولیه در ایران را مورد بحث قرار می‌دهد. در بخش پایانی نیز، نکات اصلی این مطالعه جمع‌بندی و نتیجه‌گیری می‌شود.

۲. تعاریف و ادبیات موضوعی

همان‌طور که در مقدمه ذکر شد، توسعه بازارهای مالی یک پیش‌نیاز حیاتی برای توسعه نظام مالی است و حصول اطمینان از وجود مقدار کافی پول و سرمایه، به نظام مالی امکان انعطاف‌پذیری بیشتری را می‌دهد. افزون بر این، افزایش کارایی بازارهای مالی بر مدیریت بدهی عمومی کشور به‌ویژه در مواقعی که دولت با کسری بودجه مواجه است، اثرگذار خواهد بود. معرفی معامله‌گران اولیه یکی از روش‌های مؤثر بر توسعه بازارهای مالی است^۱ و یکی از اهداف اصلی معرفی عملکرد معامله‌گران اولیه، افزایش کارایی و اثربخشی بازار اولیه و امکان عملکرد روان در بازار ثانویه است.^۲ افزون بر این، بر اساس اصلاحیه قانون بدهی عمومی، معامله‌گران اولیه به نهادهای مالی اطلاق می‌شوند که وزارت دارایی برای انجام

1. Martin. (2023). p 2.

2. Babuşcuand Hazar. (2012).

فعالیت‌های خاص در بازار اوراق بهادار دولتی و بهبود بازارهای اولیه و ثانویه انتخاب کرده است.^۱ افزون بر این، نقش معامله‌گران اولیه در بازارهای مالی به جهت انجام عملیات بازار باز و بازارسازی در بازار اوراق قرضه، بازار مشتقات و بازار پول، حیاتی است.^۲ البته به گفته آرنون و اوگولینی (۲۰۰۵)،^۳ سیستم معامله‌گری اولیه توافقی^۴ دوطرفه است که بین دو بخش اصلی بازار یعنی مدیر بدهی عمومی و گروهی از معامله‌گران با یک استراتژی مشترک منعقد می‌شود تا در نتیجه آن، عملکرد و توسعه بازارهای اولیه و ثانویه اوراق بهادار دولتی و سپس، تأمین مالی بودجه دولت بهبود یابد. معامله‌گران اولیه برای نخستین بار در اتحادیه اروپا در سال ۱۹۸۶ و در کشور بریتانیا معرفی شدند و پس از آن در ۲۲ کشور این اتحادیه، سیستم معامله‌گری اولیه اجرایی شده است. همچنین در ایالات متحده، معامله‌گران اولیه در سال ۱۹۶۰ به بازار ایالات متحده معرفی شد و در حال حاضر ۲۵ نهاد این وظیفه را انجام می‌دهند. آنها نیز به عنوان طرف مقابل در اجرای سیاست پولی فدرال رزرو ایفای نقش می‌نمایند.^۵ افزون بر این، جوزف وانگ معامله‌گران اولیه را قلب سیستم مالی و مجری اصلی عملیات بازار باز فدرال رزرو معرفی می‌کند و معتقد است که آنها سوپرمارکت^۶ ابزارها و محصولات مالی بوده و با توجه به نقش مهم آنها در نظام مالی، معامله‌گران اولیه را یک بانک در سایه^۷ و نیز یک واسطه مالی معرفی می‌نماید.^۸ وانگ نیز بیان می‌کند که فدرال رزرو عملیات پولی خود را صرفاً از طریق معامله‌گران اولیه انجام می‌دهد و آن می‌تواند از طریق معامله‌گران اولیه به صورت غیرمستقیم به تمام زوایای تاریک نظام مالی دست یابد؛ چرا که آنها از طریق تأمین نقدینگی و قیمت‌گذاری این نقدینگی با همه نهادهای مالی در ارتباط هستند.^۹

افزون بر این، معامله‌گران اولیه در بسیاری از کشورها برای تشویق و افزایش معاملات اوراق بهادار دولتی و افزایش اعتماد در بازار اوراق قرضه دولتی معرفی شده‌اند که با این عملیات، آنها نیز می‌توانند

1. Law Amending the Law on Public Debt, RS Official Gazette, No 95/2018.

2. Gupta. (2021). p 2/6.

3. Arnone and Ugolini. (2005). p 2.

4. Agreement.

5. Martin. (2023). p 11.

۶. انواع مختلف اوراق را خریداری، نگهداری، قیمت‌گذاری و سپس، به سرمایه‌گذاران می‌فروشند.

۷. سیستم بانکداری سایه (Shadow Banking System)، اصطلاحی برای نهادها و واسطه‌های مالی غیربانکی است که خدماتی مشابه بانک‌ها اما خارج از مقررات و نظارت ناظران بانکی را ارائه می‌دهند.

8. Wang. (2021). pp 48-49.

9. Wang. (2021). p 51.

به جذب سرمایه‌گذاران خارجی کمک نمایند.^۱ البته معامله‌گران اولیه در ازای امتیازات خاص، دارای تعهداتی در مورد نقش و عملکرد خود در بازار اوراق بهادار دولتی خواهند بود. در جدول ۱، فهرستی از امتیازات اعطاشده به معامله‌گران اولیه درباره دولت و بانک مرکزی و متناسب با شرایط و ساختار بازار مالی هر کشور ارائه شده است.

جدول ۱. امتیازات (مزیت‌های) اعطاشده به معامله‌گران اولیه

دسترسی انحصاری (اختصاصی) به منظور ارائه قیمت در حراج‌های اولیه.
طرف قرارداد اختصاصی با مدیر بدهی عمومی.
طرف قرارداد اختصاصی با بانک مرکزی ^۲ برای اجرای عملیات بازار باز و اعتبارگیری قاعده‌مند ^۳ در قالب توافق باز خرید (ریپو).
دسترسی اختصاصی به پیشنهادهای غیررقابتی.
دسترسی اختصاصی به سیستم معاملاتی کارگزاران.
ارائه اطلاعات و مشاوره به مدیر بدهی عمومی.
شرکت در دور دوم حراج‌های اولیه.
تخفیف در کارمزدهای پذیرهنویسی.
استفاده از عنوان "معامله‌گر اولیه".
زمان اضافی (بیشتر) برای ارائه پیشنهادهای قیمت در حراج اوراق قرضه.
طرف قرارداد با مدیر بدهی عمومی در ابزارهای دیگر (مانند سوآپ و انتشار ارز خارجی).
معافیت مالیات بر درآمد معاملات اوراق بهادار.
ارائه پیشنهاد قیمت برای کل اوراق منتشرشده (در حالی که معامله‌گران دیگر فقط می‌توانند برای بخشی از اوراق منتشرشده پیشنهاد دهند).

مأخذ: نظرسنجی صندوق بین‌المللی پول. (۲۰۰۱).

1. Martin. (2023). p 2.

۲. این امتیاز بایستی در راستای حفظ سیاست پولی و در بالاترین نرخ‌های اعلامی سیاستگذار پولی، قابلیت انجام داشته باشد.

3. Tobias and Burke. (2009).

مطابق جدول ۱، معامله گران اولیه در روابط خود با بانک مرکزی و دولت دارای امتیازاتی هستند که به آنها امکان انجام وظایف خود به گونه ای مؤثر را می دهد.

از سوی دیگر، در قبال امتیازات اعطاشده به معامله گران اولیه و نیز با توجه به نقش حساس معامله گران اولیه، آنها تعهدات صریح و یا ضمنی دارند. در جدول ۲، فهرستی از تعهدات معامله گران اولیه درباره دولت و بانک مرکزی و متناسب با شرایط بازارهای مالی هر کشور ارائه شده است.

جدول ۲. تعهدات معامله گران اولیه

پیشنهاد قیمت در حراج ها.
ارائه اطلاعات، تجزیه و تحلیل بازار و گزارش دهی به سازمان های نظارتی (بانک مرکزی، وزارت دارایی، مرکز مدیریت بدهی و موارد دیگر). ^۱
حمایت و ارتقای جایگاه اوراق بدهی در میان سرمایه گذاران خرد.
نگهداری درصد مشخصی از اوراق بهادار دولتی برای تأمین ذخایر ثانویه.
تعهد پذیرهنویسی اوراق بهادار دولتی بر حسب میانگین مبالغ پذیرهنویسی در حراج ها.
کمک به توسعه بازار اوراق بهادار دولتی.
مشارکت در تعیین نرخ های بین بانکی.
ارائه قیمت های پایانی اوراق بهادار دولتی.
مشارکت در عملیات بازار پول.
رعایت مقررات احتیاطی.
مشارکت در تحقیق و پژوهش.

مأخذ: نظرسنجی صندوق بین المللی پول (۲۰۰۱).

با توجه به اطلاعات جداول بالا، امتیازات و تعهدات در کنار یکدیگر و بخش جدایی ناپذیر از استراتژی کلی در اقتصادهای در حال توسعه هستند و از آنها می توان به عنوان چراغ راهی برای توسعه بازار و پیاده سازی سیستم معامله گری اولیه استفاده کرد. اکنون و بر اساس امتیازات و تعهدات معامله گران اولیه مندرج در جدول های ۱ و ۲، نقش های معامله گران اولیه به شرح جدول ۳ است.^۲

1. Arnone and Ugolini. (2005). p 3.

2. Arnone and Ugolini. (2005). p 2.

جدول ۳. نقش معامله‌گران اولیه

تأمین‌کننده فوری و بی‌واسطه نقدینگی در بازارهای اولیه و ثانویه.
ایجاد بازار ثانویه کاراً برای اوراق دولتی و عمق‌بخشی به آن.
کمک به تأمین منابع لازم در کسری بودجه دولت.
کاهش ریسک بازار و تأمین مالی مجدد.
کمک به اجرای عملیات بازار باز با هدف تعدیل نیازهای روزانه برای افزایش و کاهش ذخایر.
حمایت از بازار ثانویه اوراق بهادار دولتی و ارتباط مستقیم و تبادل اطلاعات با بازیگران بازار.
واسطه‌گری بین مدیر بدهی عمومی و سرمایه‌گذاران در بازارهای اولیه و ثانویه.
پذیره‌نویسی و توزیع بار دیگر اوراق بهادار در بازارهای ثانویه به‌منظور حفظ منافع سرمایه‌گذاران.
کاهش هزینه انتشار اوراق قرضه دولتی به‌دلیل پرداخت‌نشدن هزینه‌های پذیره‌نویسی توسط دولت.
ارتقای بازارهای مالی به‌صورت پیوسته و مداوم و کشف قیمت به‌گونه‌ای بهینه.
ارائه اطلاعات و آموزش به ارکان بازار در مورد جذابیت اوراق بهادار.
ارائه مشاوره به دولت، مدیر بدهی عمومی و موارد دیگر با هدف ایجاد و اتخاذ راهبردهای مناسب برای توسعه بازارها و ابزارهای مالی.
مشارکت در عملیات بازسازی^۱ در بازارهای اولیه و ثانویه.

مأخذ: نظرسنجی صندوق بین‌المللی پول (۲۰۰۱).

افزون بر موارد بالا و نیز با وجود اینکه پژوهش‌های مختلف بر نقش معامله‌گران اولیه در توسعه و نقدشوندگی بازارهای اولیه و ثانویه اوراق بهادار دولتی، ارائه اطلاعات بازار و اختصاص منابع لازم در پذیره‌نویسی اوراق بهادار دولتی تأکید می‌کنند،^۲ پیاده‌سازی یک سیستم معامله‌گری اولیه، پیامدهای منفی و مشکلاتی نیز به‌همراه خواهد داشت.

۱. اصطلاح بازارساز (Market Maker) به نهاد، شرکت یا افراد متخصصی گفته می‌شود که در بازارهای مالی و معاملاتی (دو طرفه) فعالیت می‌کنند و پیشنهادهای حجم و قیمت خرید و فروش را ارائه و در برخی مواقع آنها را تعدیل می‌کند. بازارسازان نقدینگی و عمق‌بخشیدن و نیز توازن را برای بازارهای مالی فراهم می‌آورند و از تفاوت (spread) بین قیمت خرید و فروش سود می‌برند.

2. Arnone and Iden. (2003).

یکی از مهم‌ترین مشکلاتی که ممکن است در فرآیند پیاده‌سازی یک سیستم معامله‌گری اولیه به وجود آید، این است که یک نهاد به ساختار نظام مالی اضافه می‌شود و این در حالی است که ممکن است الزامات مربوط به اثربخشی و کارایی این نهاد در نظام مالی به طور کافی فراهم نشده باشد. مشکل دیگر مربوط به شمار معامله‌گران اولیه است. پژوهش‌های مختلف نشان داده است که شمار معامله‌گران اولیه محدود است و این امر احتمالاً به رفتار انحصاری توسط این نهاد منجر خواهد شد.

افزون بر دو مورد پیش گفته، با انتخاب گروهی اندک از نهادهای مالی به عنوان معامله‌گران اولیه، این خطر در جامعه احساس می‌شود که دولت تعهدات آنها را ضمانت کرده است. از سوی دیگر، ممکن است در این ضمانت خطر اخلاقی نهفته باشد و آن بدین معناست که معامله‌گر اولیه به پشتوانه دولت اقدام به رفتارهای مخاطره‌آمیزی نماید؛ چرا که معتقد است دولت از آنها حمایت خواهد کرد. با این حال تا حد زیادی می‌توان با طراحی دقیق این سیستم (مانند تدوین قوانین مناسب، نظارت و ارزیابی، افزایش تعداد و رقابت) از عوامل منفی بالقوه اجتناب کرد که در ادامه به آنها اشاره خواهیم کرد. در جدول ۴، فهرستی از معایب سیستم معامله‌گری اولیه ارائه شده است.

جدول ۴. معایب سیستم معامله‌گری اولیه

ایجاد انصار، کاهش رقابت و امکان جلوگیری از مشارکت سرمایه‌گذاران دیگر.
احتمال دستکاری در قیمت‌ها با توجه به نگهداری اوراق بهادار دولتی در پرتفوی خود.
توجه بیشتر مدیر بدهی عمومی به منافع معامله‌گران اولیه و ارائه امتیازات خاص به آنها.
لزوم نظارت منظم در خصوص رعایت قوانین و مقررات و افزایش هزینه‌های نظارت به تناسب آن.
تلقی اعطای وضعیت ویژه یا تضمین اعتبار آنها توسط دولت.
امکان ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی.
خطر وابستگی به شمار اندکی از معامله‌گران اولیه.
احتمال تبانی در قیمت و در نتیجه عدم انعکاس واقعی قیمت اوراق با توجه به شمار کم معامله‌گران اولیه.

مأخذ: نظرسنجی صندوق بین‌المللی پول. (۲۰۰۱).

با این حال و با توجه به موارد پیش گفته، باید به این نکته نیز اشاره کرد که بسته به شرایط و مقتضیات هر کشور، نحوه و میزان استفاده از این نهاد مالی متفاوت است. احتمالاً عدم توسعه‌یافتگی

بازارهای مالی و پس از آن، نبود پشتیبانی کافی از رفتارهای رقابتی در یک بازار غیرعمیق را می‌توان از جمله دلایل عدم پیاده‌سازی سیستم‌های معامله‌گری اولیه برشمرد. البته کشورهایی نظیر آلمان و نیوزلند نیز وجود دارند که بدون داشتن سیستم معامله‌گری اولیه و صرفاً با اتکا به بازارهای بدهی دولتی عمیق توانسته‌اند کارایی بالایی از خود نشان دهند.

۳. آثار راه‌اندازی معامله‌گران اولیه بر هزینه‌های تأمین مالی دولت و متغیرهای کلان اقتصادی

یافته‌های پژوهش‌های مختلف نشان داده است که بخشی از ناپایداری و بی‌ثباتی مالی در آمریکا و اقتصادهای با توسعه مالی بالا در زمان بروز بحران‌ها، ناشی از نبود دارایی‌های امن^۱ بوده است^۲ و این نوع از دارایی، نقش اساسی در بهبود عملکرد اقتصاد و ثبات بخشی به نظام مالی دارد.^۳ قابلیت معامله، نقدشوندگی، حفظ ارزش در برابر رویدادهای نامطلوب،^۴ نبود ریسک اعتباری و تسویه بی‌قید و شرط آنها در قیمت اسمی از مهم‌ترین عوامل تقاضا برای دارایی امن است،^۵ افزون بر این، دارندگان و سرمایه‌گذاران آنها در هنگام خرید و یا فروش دارایی‌های امن، ترسی از بابت انتخاب نادرست^۶ آنها ندارند.^۷ با این وجود، به نظر می‌رسد که اقتصاددانان و قانونگذاران در حوزه مالی دارایی‌های امن را سنگ‌بنای نظام مالی مدرن می‌دانند.^۸

۱. دارایی‌های امن (Safe Assets) مسکوک، اسکناس، سپرده و اوراق بدهی (اوراق خزانه) است و توسط دولت عرضه می‌شوند. دارایی‌های امن منبع اصلی تأمین نقدینگی در مدیریت سبد مالی، وثیقه در بازار بین‌بانکی و بازار مشتقات مالی، معیاری در شکل‌گیری نرخ‌های سود کوتاه‌مدت و اعمال سیاست‌های پولی هستند. دارایی امن تولیدشده توسط بخش خصوص را دارایی شبه‌امن می‌نامند؛ چرا که آنها با بروز ریسک‌های نظام‌مند به سرعت ماهیت امن خود را از دست داده و به دارایی‌های غیرنقد تبدیل می‌شوند.

۲. نقش دارایی‌های امن در ثبات مالی، حاجی دولابی و بوستانی. (۱۴۰۰). ص ۲.

3. Gorton, Gary and Guillermo Ordoñez. (2013). p 1.

4. Caballero, Ricardo, Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas. (2017). p 1.

۵. نقش دارایی‌های امن در ثبات مالی، حاجی دولابی و بوستانی. (۱۴۰۰). ص ۶.

6. Adverse Selection

7. Gorton, Gary. (2017). p 1.

8. Gourinchas, Pierre-Olivier and Jeanne, Olivier. (2012). p 10.

همچنین، می‌توان گفت دارایی‌های امن مالی می‌توانند توسط نهادهای مختلفی از جمله دولت، بانک مرکزی، بانک‌ها، دولت‌های محلی، شرکت‌های مالی و شرکت‌های غیرمالی منتشر شوند. از میان حجم گسترده‌ای از دارایی‌های مالی و البته در درون قلمرو اقتصادی هر کشور، معمولاً اوراق منتشرشده توسط دولت به‌عنوان مهم‌ترین دارایی امن مالی قلمداد می‌شود. دلیل امن بودن اوراق منتشرشده توسط دولت‌ها (تأکید: در داخل قلمرو اقتصادی هر کشور و متناسب با توسعه‌یافتگی بازارهای مالی، تورم و نرخ ارز و عوامل دیگر در هر کشور) نبود ریسک اعتباری دولت (به‌عنوان ناشر) و نقدشوندگی بالای آنها است و معمولاً این‌گونه بیان می‌شود که دولت‌ها از سه طریق: ۱. دریافت مالیات، ۲. غلتاندن بدهی^۱ (تأمین منابع لازم برای بازپرداخت اوراق بهادار موجود در بازار از محل انتشار اوراق جدید) و ۳. در صورت ناکافی بودن توان انتشار اوراق بدهی، به‌صورت پول و چاپ آن و موارد دیگر دارندگان اوراق را مطمئن می‌سازند.

نظر به اهمیت بدهی‌های دولت در تمهید یک بازار کارآ برای تمام دارایی‌های مالی، منحنی بازده اوراق بدهی دولتی در قیمت‌گذاری و ارزش‌گذاری این دارایی‌ها و نیز سازوکار اشاعه پولی نقش اساسی ایفا می‌کند. به‌علاوه، اینکه وجود یک منحنی بازده معتبر در اقتصاد، انتقال سیاست‌های پولی انقباضی و انبساطی بانک مرکزی را تسهیل می‌بخشد.

حال، اگر از ادبیات موضوعی مرتبط با شرایط بهینه در بازارهای مالی دنیا گذر کنیم، می‌توانیم در مورد بازار بدهی ایران آسیب‌شناسی نماییم. بازار بدهی در ایران دارای چالش‌هایی از قبیل نقدشوندگی پایین، کم‌عمق بودن، حجم مبادلات کم و ضعف وجود نهاد مالی متخصص در این حوزه است. همان‌طور که پیشتر بیان شد، نهادهای مالی شامل دو بخش اصلی مؤسسات سپرده‌پذیر (بانک‌ها، اتحادیه‌ها، تعاونی‌ها و موارد دیگر) و مؤسسات غیرسپرده‌پذیر (واسطه‌های مالی، شرکت‌های تأمین مالی، کارگزاران، معامله‌گران، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی و موارد دیگر) هستند و حضور معامله‌گران اولیه به‌عنوان یک نهاد مالی حرفه‌ای از الزامات توسعه بازار بدهی و عمق‌بخشی به این بازار است. معامله‌گران اولیه با خرید، نگهداری و توزیع دارایی‌های امن مالی و نیز کمک به ایجاد تعادل در عرضه و تقاضای آن دارایی در بازارهای اولیه و ثانویه، می‌توانند به اوراق بدهی دولتی به‌عنوان یکی از دارایی‌های امن مالی

اعتبار بخشیده و در زمینه حمایت از نرخ‌های سیاستی نقش به‌سزایی داشته باشند. سیستم معامله‌گری اولیه افزون بر معرفی اوراق بدهی دولتی به جامعه و کمک به دولت به‌منظور تنوع‌بخشی به این اوراق، می‌تواند با تقویت بازار این اوراق و افزایش ضریب شناوری این اوراق و نیز جبران کسری آن دارایی امن مالی‌ها در بازار،^۱ ریسک این اوراق را برای سرمایه‌گذاران و دارندگان این اوراق کم نماید.

بنابراین، با توجه به روند صعودی انتشار اوراق بدهی، حضور معامله‌گران اولیه به‌عنوان یک نهاد مالی در ایران، کمک به‌سزایی به معرفی اوراق بدهی، عمق‌بخشی به بازار اوراق بدهی، ایجاد ثبات در نرخ‌های بهره، کاهش ریسک سرمایه‌گذاری، مدیریت هزینه‌های تأمین مالی و اصلاح ساختار بودجه دولت، افزایش کارایی و ثبات‌بخشی در نظام مالی و سرانجام، بهبود رفاه اقتصادی می‌نماید.

۴. الزامات لازم برای راه‌اندازی سیستم معامله‌گری اولیه

در فرآیند استقرار سیستم معامله‌گری اولیه، ابتدا باید محیطی مناسب برای بهبود عملکرد آنها فراهم شود. الزامات مهم برای راه‌اندازی سیستم معامله‌گری اولیه به شرح زیر است؛ با این حال، ممکن است این الزامات در هر کشور امکان‌پذیر نباشد.^۲

- ۴-۱. نرخ بهره باید آزادسازی شود. ضروری است که نرخ‌های بهره اوراق بهادار دولتی منعکس‌کننده تقاضا و عرضه واقعی در هر دو بازار اولیه و ثانویه باشد تا کشف قیمت بهینه را تضمین نماید.
- ۴-۲. روابط بین معامله‌گران اولیه و مدیر بدهی عمومی به‌طوری تنظیم شود تا از سیستم حراج حمایت شود. با توجه به اینکه سازوکار حراج، سازوکار اصلی تخصیص اوراق بهادار در بازار اولیه است، بنابراین، طراحی حراج باید به‌گونه‌ای باشد تا با کشف قیمت منصفانه و شفاف، نواقص این سازوکار برطرف و منابع توسط بازارهای مالی به‌گونه‌ای بهینه تخصیص یابند.

1. Inhoffen, Justus and Lelyveld, Iman van. (2023). pp 8-30.

2. Arnone and George. (2003). p 10.

۴-۳. دولت باید برای انتشار اوراق بهادار دولتی استراتژی داشته باشد. دولت باید استراتژی صدور اوراق بدهی خود را به گونه‌ای طرح‌ریزی کند که بدین وسیله افق میان‌مدتی را برای سرمایه‌گذاری عوامل بازار اولیه و ثانویه فراهم نماید.

۴-۴. حداقل مجموعه‌ای از اوراق بهادار با طراحی جذاب در دسترس باشد. دولت در استراتژی صدور اوراق بدهی خود باید تعداد معین و از انواع مختلف اوراق بهادار با سررسیدهای مختلف قرار دهد. این امر می‌تواند به سرمایه‌گذاران در جهت تنوع‌بخشی به پرتفوی خود کمک کرده و باعث مدیریت بهتر ریسک توسط آنها شود.

۴-۵. ظرفیت و تعداد کافی سرمایه‌گذاران نهایی در عرضه اوراق مدنظر قرار گیرد. این بدان معناست که دولت باید عرضه اوراق بهادار به‌منظور تأمین نیازهای مالی خود را با بررسی تقاضای بالقوه بین افراد و بخش مالی برآورد نماید.

۴-۶. دولت باید به نتایجی که بازار تعیین می‌کند (بازار محوری)، متعهد باشد. مقامات باید با تلاش برای راه‌اندازی بازار اولیه و ثانویه به نیروهای رقابتی اجازه ایفای نقش مؤثر را بدهند. در این زمینه، معامله‌گران اولیه را نباید به‌عنوان گروهی در نظر گرفت که در پرتفوی خود فقط اوراق بهادار دولتی نگهداری نمایند؛ بلکه باید به آنها به‌عنوان آغازگر یک بازار یا گروهی که نقدینگی و شفافیت بیشتری به بازار اعطا می‌کنند، نگاه شود.

۴-۷. اوراق بدهی کافی در بازار ثانویه برای حمایت از معامله‌گران دیگر وجود داشته باشد. با توجه به اندازه بازار، وجود تعداد کافی از شرکت‌کنندگان فعال در بازار و حجم کافی در اوراق بهادار دولتی منتشرشده برای توجیه سیستم معامله‌گری اولیه مهم است.

۴-۸. دولت باید متعهد به توسعه بازار ثانویه باشد. این شرطی مهم به‌منظور ارائه تضمین به معامله‌گران اولیه و فعالان دیگر بازار است تا در بازار ثانویه به‌طور مستقیم با دولت در معامله اوراق بهادار رقابت نخواهند کرد. مقامات باید از مداخله مستقیم در بازار خودداری کرده و نباید فروش مستقیم اوراق بهادار را محدود و یا از آن جلوگیری نمایند.

در مراحل اولیه توسعه سیستم معامله‌گری اولیه و نیز در بسیاری از کشورهای کوچک در حال توسعه، ممکن است شرکت‌کنندگان کافی در حراج اوراق بهادار دولتی وجود نداشته باشد. محدود بودن شمار آنها برای شروع راه‌اندازی سیستم معامله‌گری اولیه مناسب نخواهد بود؛ چرا که این امر موجب کاهش پیشنهادها و قیمت^۱ در حراج خواهد شد. به عنوان مثال، در کشور شیلی محدود بودن شمار شرکت‌کنندگان و در کشور لتونی کوچک بودن اندازه بازارهای مالی مانعی برای راه‌اندازی این سیستم بوده است.

۵. موارد عملیاتی در راه‌اندازی سیستم معامله‌گری اولیه

در راه‌اندازی سیستم معامله‌گری اولیه باید به مسائل عملیاتی موجود در بازارهای مالی و نیز نقش آن در ثبات نظام مالی توجه داشت؛ چرا که مطالعات نشان می‌دهند برخی از کشورها، دارای سطوح مختلفی از معامله‌گران اولیه و با عملکردهای مختلف هستند. به عنوان مثال، هند دارای معامله‌گران اولیه و معامله‌گران وابسته^۲ است که گروه دوم نسبت به معامله‌گران اولیه نیاز به سرمایه کمتری دارند. در ایتالیا، معامله‌گران اولیه ملزم به خرید سهام در حراج هستند. بنابراین، کشورها ممکن است متناسب با استراتژی خود سیستم معامله‌گری اولیه با الزامات و اهداف جداگانه را ایجاد و گسترش دهند. اکنون در این بخش به موارد عملیاتی که باید در راه‌اندازی سیستم معامله‌گر اولیه مدنظر قرار گیرد، از قبیل معیارهای انتخاب، مرجع انتصاب، تعداد معامله‌گران اولیه، نهادهای مالی خارجی، نظارت، مقام ناظر، آیین‌نامه رفتاری و شفافیت اشاره می‌شود.

۵-۱. معیارهای انتخاب

معیارهای انتخاب برای معامله‌گران اولیه باید متناسب با نقش آنها در بازارهای اولیه و ثانویه اوراق بهادار دولتی و نیز حمایت آنها در ثبات نظام مالی باشد. به طور طبیعی این معیارها بر شمار شرکت‌کنندگان و میزان رقابت در بازارهای اوراق بهادار دولتی و توانایی نهادهای برگزیده برای ایجاد و حفظ یک بازار

1. Bidding.

۲. Satellite Dealers معامله‌گران وابسته (SD) به معنای نهادی مالی است که مجوز معتبر از بانک مرکزی به عنوان معامله‌گر وابسته دارند. عملیات وابسته در صنایع مختلفی مانند بانکداری (شعبه‌ها)، فروش و خرده‌فروشی رایج است.

فعال، تأثیر می‌گذارد. معیارهای انتخاب به میزان توسعه اقتصادی و پیچیدگی بازار در هر کشور بستگی داشته و این معیارها به هیچ‌وجه جامع و مطلق نیستند.

نخستین و مهم‌ترین معیار انتخاب، ظرفیت مالی (قدرت مالی)^۱ است که معمولاً بر حسب خالص دارایی‌ها و یا سرمایه خالص بیان می‌شود و این معیار در مورد همه معامله‌گران اولیه صدق می‌کند. دلایل فراوانی برای اهمیت ظرفیت مالی وجود دارد که مهم‌ترین آنها به شرح زیر است:

- ظرفیت مالی قابل اندازه‌گیری است و همه متقاضیان معامله‌گر اولیه را می‌توان از نظر این معیار ارزیابی کرد.
 - کمترین سرمایه مورد نیاز تضمین‌کننده این است که نهادهای مالی دارای ظرفیت مالی مناسب برای ایفای نقش معامله‌گری اولیه در هر دو بازار اولیه و ثانویه انتخاب شوند.
 - ظرفیت مالی به ایجاد اعتماد در بازار کمک می‌کند؛ چرا که این امر موجب کاهش خطر مشکلات مالی احتمالی در آینده خواهد شد.^۲
 - عملکرد معامله‌گران اولیه را به معتبرترین نهادها محدود می‌کند.
 - معامله‌گران اولیه می‌توانند در برابر موانع و مشکلات مقاومت کرده و همچنان به تعهدات خود عمل نمایند.
- افزون بر این موارد باید به سلامت مالی نیز توجه کرد. در این خصوص می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:
- تعیین مقدار معینی از سرمایه به‌منظور استفاده انحصاری برای معامله با اوراق بهادار دولتی.
 - تعیین یک شخص حقوقی دیگر به‌عنوان متعهد معامله‌گر اولیه به‌جهت حمایت از معامله‌گر اولیه در صورت مواجهه با کسری منابع و یا مشکلات مالی آتی.

معامله‌گر اولیه بودن برای یک نهاد مالی حرفه‌ای پر ریسک است. در بازار اولیه، یک معامله‌گر اولیه ممکن است در پرتفوی خود اوراق بهاداری را داشته باشد که این اوراق ممکن است گران و یا در برخی

1. Arnone and George. (2005). p 16.

2. Martin. (2023). p 4.

موارد غیرقابل فروش باشد. همچنین، ممکن است شرایط بازار پس از حراج به‌گونه‌ای رقم بخورد که معامله‌گر اولیه متوجه اشتباه خود در ارزیابی قیمت بازار اوراق شود. به‌طور مشابه، در بازار ثانویه، یک معامله‌گر اولیه ممکن است اوراق بهادار را با قیمت بالا خریداری و یا ارزان فروخته باشد و در نتیجه، متحمل ضرر و زیان شود که در این حالت نیاز به قدرت مالی بالا اهمیت فراوانی دارد. این معیار معامله‌گران اولیه را به سالم‌ترین نهادها و با حداقل خطر مشکلات مالی آتی محدود می‌کند.

در بیشتر کشورهای توسعه‌یافته با سیستم معامله‌گری اولیه، بانک‌ها خود می‌توانند به‌عنوان معامله‌گر اولیه، بدون تعیین شخص حقوقی جداگانه عمل کنند.^۱ با این حال، در برخی از کشورها به‌ویژه کشورهای در حال توسعه، بانک‌ها را ملزم می‌کنند که افزون بر نقش معامله‌گری اولیه، یک شرکت تابعه یا شخص حقوقی جداگانه برای فعالیت‌های معاملاتی خود تعیین نمایند (به‌عنوان مثال، کشور هند).^۲ در نهایت اگر چه استراتژی‌ها در کشورهای دارای سیستم معامله‌گری اولیه متفاوت است، اما مهم‌ترین مورد این است که ریسک‌ها پوشش داده‌شده و فعالیت‌ها به‌طور حرفه‌ای مدیریت شوند و اینکه آیا از منظر مقرراتی نیاز به تعیین یک شرکت فرعی جداگانه است یا خیر، ممکن است به شرایط هر کشور بستگی داشته باشد. با این حال، نیاز به شرکت‌های تابعه جداگانه هزینه‌های چشمگیری را شامل می‌شود که باید با مزایای نظارتی و استراتژیک سنجیده شود.

معیار دوم فعالیت در بازار است (فعال بودن در بازار). نهادهای مالی متقاضی نقش معامله‌گر اولیه باید مشارکت فعال با مدیر بدهی عمومی یا بانک مرکزی در حراج‌های برگزارشده در بازار اولیه و در بازار ثانویه از طریق خرید و فروش اوراق بهادار داشته باشند. معیارهای فعالیت بازار ممکن است توسط میانگین سهم بازار معامله‌گران اولیه و یا حجم معاملات آنها سنجیده شود. در عین حال، مشارکت فعال در بازار، بهترین معیار نشان‌دهنده توانایی یک معامله‌گر اولیه در انجام وظایفی است که به آن اختصاص داده شده است.

1. Arnone and George. (2005). p 16.

2. Ibid. pp 16-18.

نیروی انسانی و زیرساخت‌های فناوری مناسب، معیار سوم است. متقاضی نقش معامله‌گر اولیه باید دارای نیروی انسانی توانا و متخصص و همچنین، زیرساخت‌های لازم در خصوص فعالیت در بازارهای مالی به‌گونه کارآ و اثربخش باشد. افزون بر این، معامله‌گران اولیه باید زیرساخت‌های فناوری لازم برای انجام معاملات اوراق بهادار با دولت، بانک مرکزی و بانک‌های دیگر و نیز عموم مردم را داشته باشد. معیارهای دیگر انتخاب نیز می‌توانند بسته به شرایط هر کشور مورد استفاده قرار گیرند. برخی از آنها به شرح زیر است:

- تعیین الزامات به‌منظور سنجش رتبه‌بندی اعتباری معامله‌گران اولیه.
 - معامله سایر اوراق از قبیل اوراق قرضه.
 - عضویت در انجمن داخلی معامله‌گران برای اهداف نظارتی.
 - ارائه یک طرح کسب و کار مشتمل بر استراتژی و اهداف آنها در رابطه با بازارهای مالی.
- با این حال، دو معیار اول (ظرفیت مالی و میزان فعالیت در بازار) رایج‌ترین معیارهای انتخاب برای معامله‌گران اولیه است که بیشتر کشورها آنها را معیار قرار داده‌اند و معیارهای دیگر معمولاً مکمل این دو مورد هستند و ممکن است در هر کشور متفاوت باشد. به‌عنوان مثال، معامله‌گران اولیه در تایلند باید سیستم مدیریت ریسک داشته باشند، در حالی که سنگاپور به حداقل رتبه اعتباری، تجربه و پیشینه خوب در بازارهای دیگر توجه دارد. بریتانیا و غنا نیز از معامله‌گران اولیه تقاضای عضویت و مشارکت در بورس اوراق بهادار را دارند.

۲-۵. مرجع انتصاب^۱

معامله‌گران اولیه می‌توانند توسط مقامات مختلف از قبیل وزارت اقتصاد، مدیر بدهی عمومی، بانک مرکزی و یا به‌طور مشترک منصوب شوند. رایج‌ترین رویه، تعیین معامله‌گران اولیه توسط وزارت اقتصاد (مانند کشورهای فرانسه و ژاپن) و مدیر بدهی عمومی (مانند کشورهای مجارستان، ایرلند، هلند، پرتغال اسپانیا و بریتانیا) است، اما در حقیقت، هر دو مرجع یکسان هستند؛ چرا که در نهایت مسئولیت مدیریت بدهی عمومی با وزیر اقتصاد است. وزارت اقتصاد بهترین موقعیت را هم برای انتصاب معامله‌گران اولیه

و هم برای مدیریت آنها دارد و مدیر بدهی عمومی به بهترین وجه می‌تواند معامله‌گران اولیه را برای انجام کار ترغیب نماید. همچنین، انتصاب توسط وزارت اقتصاد از این جهت سودمند است که فرصت‌های هم‌افزایی با حوزه‌های دیگر دولت را برای معامله‌گران اولیه ایجاد می‌نماید.

افزون بر این، انتصاب معامله‌گران اولیه توسط بانک مرکزی باعث پیوند آنها با عملیات بازار باز می‌شود. با این حال، از آنجا که طراحی سیستم معامله‌گری اولیه در جهت نیازهای وزارت اقتصاد و بانک مرکزی است، می‌توانند هر دو مقام یادشده در انتصاب دخیل باشند.

۵-۳. تعداد معامله‌گران اولیه

انتخاب تعداد مناسب معامله‌گران اولیه باعث ایجاد درجه قابل‌قبولی از رقابت می‌شود. البته هیچ نظر قطعی در خصوص تعیین شمار معامله‌گر اولیه وجود ندارد؛ با این وجود، به نظر می‌رسد که شمار معامله‌گران اولیه معمولاً از ۵ تا حدود ۲۵ نهاد متغیر باشد.^۱ به‌عنوان مثال، ایسلند که به‌تازگی اقدام به تأسیس سیستم معامله‌گری اولیه کرده است، تنها ۳ معامله‌گر اولیه را انتخاب کرده است. افزون بر این، شواهد و بررسی‌ها نشان می‌دهند که میانگین شمار معامله‌گران اولیه در بیشتر کشورها، به‌طور متوسط بین ۱۰ تا ۱۵ نهاد بوده است.^۲

بر اساس یک نظرسنجی،^۳ به نظر می‌رسد که شمار معامله‌گران اولیه برای کشوری با سیستم معامله‌گری اولیه موفق، تقریباً ۱۵ نهاد است. در این نظرسنجی شرکت‌کنندگان نشان دادند که با افزایش حجم اوراق بهادار منتشرشده و معاملات آنها در طول زمان، شمار معامله‌گران اولیه افزایش (مانند کشورهای برزیل و هند) و با کاهش آنها، این تعداد کاهش یافته است (مانند کشورهای کانادا و سوئد). افزون بر این، ادغام صنعت خدمات مالی، دلیل دیگری بر روند کاهشی شمار معامله‌گران اولیه است. به‌عنوان مثال در آمریکا، شمار معامله‌گران اولیه در سال ۱۹۸۸ به ۴۶ نهاد رسیده بود که در پی دلیل پیش‌گفته، به ۲۵ نهاد کاهش یافت. در حال حاضر، کشور اتریش ۲۰ معامله‌گر اولیه برای اوراق قرضه

1. Breuer. (1999). p 4.

۲. معامله‌گران اولیه (۱)، بنانی و اخوان، ص ۵.

3. Arnone and Ugolini. (2005). p 14.

دولتی خود دارد. بلژیک و فنلاند هر کدام ۱۳، لهستان ۱۱، جمهوری چک و بلغارستان هر کدام ۹ و دانمارک ۸ معامله گر اولیه دارند.^۱ بر این اساس، به نظر می رسد شمار بیش از حد معامله گران اولیه انگیزه آنها را به دلیل کاهش فرصت های فعالیت، کم رنگ کرده است.

۴-۵. مؤسسات خارجی به عنوان معامله گر اولیه

از دلایل اصلی اعطای مجوز به نهادهای خارجی برای معامله گر اولیه در هر کشور، افزایش واسطه گری مالی، در دسترس بودن بیشتر سرمایه برای اعتبار، تخصص بیشتر و افزایش رقابت است. این دلایل باید با معیارهای نظارتی نیز سنجیده شوند؛ بنابراین، در اعطای مجوز به نهادهای خارجی در بازار اوراق بهادار دولتی باید دقت زیادی صورت پذیرد. افزون بر این، چنانچه مرجع انتصاب معامله گران اولیه خواهان جذب بانک های خارجی به عنوان معامله گر اولیه باشند، باید برای این امر به استانداردهای بین المللی، بررسی دقیق استانداردهای نظارتی کشور خارجی و تعیین درجه انطباق آنها با استانداردهای محلی، بررسی چارچوب حقوقی و حاکمیت شرکتی در کشور خارجی، تأیید حساب های بانک خارجی توسط یک شرکت حسابرسی بین المللی، مذاکره مرجع انتصاب محلی با مرجع انتصاب در کشور خارجی، ملزم کردن معامله گر اولیه خارجی به تعیین متعهد برای خود و موارد دیگر توجه نماید. با این حال، بانک های خارجی ممکن است نسبت به بانک های محلی رفتار فرصت طلبانه تر داشته باشند؛ چرا که آنها حساسیت کمتری نسبت به نظام مالی محلی خواهند داشت.

۵-۵. نظارت

یکی از بخش های اساسی و مهم در توسعه بازار اوراق بهادار دولتی، نظارت بر معامله گران اولیه است؛ چرا که معامله گران اولیه گروهی اصلی از نهادهای مالی را تشکیل می دهند که در تأمین نیازهای نقدینگی دولت و نیز در اجرای سیاست های پولی نقش به سزایی دارند.

به‌طور کلی، نظارت بر معامله‌گران اولیه معمولاً بر اساس ۳۰ اصل تعیین‌شده توسط سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار^۱ است. این اصول بر اساس سه هدف حمایت از سرمایه‌گذاران، اطمینان از بازاری منصفانه، کارآ و شفاف و در نهایت کاهش ریسک سیستماتیک اوراق بهادار، است. افزون بر این، در فرآیند استقرار سیستم معامله‌گری اولیه، مرجع انتصاب باید نوع عملیات مجاز توسط معامله‌گر اولیه را تعیین کند تا بر این اساس، نظارت بر معامله‌گران اولیه در چارچوب قانونی مناسب صورت پذیرد.

۵-۶. مقام ناظر

بسیار مهم است که در ابتدای راه‌اندازی سیستم معامله‌گری اولیه، مقام دارای اختیار نظارتی بر عملکرد معامله‌گران اولیه مشخص شود. نامزدهای اصلی برای این امر وزارت دارایی، بانک مرکزی و یا مرجع نظارتی مسئول بازار سرمایه - که می‌تواند بخشی از وزارت دارایی باشد- هستند.^۲ مقام برگزیده برای نظارت بر معامله‌گران اولیه ممکن است برای برخی از جنبه‌های نظارت با سازمان‌های نظارتی دیگر همکاری نماید. برای مثال، اگر نظارت بر معامله‌گران اولیه به وزارت دارایی سپرده شود، ممکن است تا حدی به بانک مرکزی به‌عنوان ناظر بانک‌ها تکیه کند. به‌طور مشابه، اگر نظارت بر معامله‌گران اولیه به بانک مرکزی سپرده شود، ممکن است در نظارت بر معامله‌گران اولیه غیربانکی به نهادهای نظارتی دیگر (مرجع نظارتی بازار سرمایه) متکی باشد. افزون بر این، چنانچه مقام ناظر بانک مرکزی باشد و این بانک با استفاده از اوراق بهادار دولتی سیاست‌های پولی را اجرایی نماید، ضروری است که بخش نظارت بر معامله‌گران اولیه به‌روشنی از بخش سیاست پولی متمایز باشد. با این حال، چنانچه مرجع نظارتی به یک نهاد نظارتی متفاوت از بانک مرکزی یا وزارت دارایی واگذار شده باشد، آن نهاد باید به‌خوبی با اهداف و رویه‌های کلی سیاست پولی و هدف دولت از ایجاد سیستم معامله‌گری اولیه آشنا باشد.

1. International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

2. Arnone and Ugolini. (2005), p 38.

نهاد ناظر باید استانداردهای احتیاطی، استانداردهای مدیریت ریسک و کنترل داخلی و استانداردهای حاکم بر رفتار تجاری و بازار را تنظیم و اجرا کند تا اطمینان حاصل شود که فعالیتهای معامله گر باعث اختلال در بازار نمی شود.

جدول ۵، فهرستی از نهادهای مسئول نظارت بر معامله گران اولیه و اجرای تعهدات آنها را ارائه می کند.^۱ شرایط تاریخی و مراحل توسعه نظام مالی، نقش مهمی در مورد نهادی که مسئولیت اصلی نظارت بر معامله گران اولیه را به عهده دارد، خواهد داشت. در شرایطی که بیشتر معامله گران اولیه بانک باشد، ممکن است تمایل بیشتری به واگذاری مسئولیت نظارت به بانک مرکزی وجود داشته باشد.

جدول ۵. مقام ناظر بر معامله گران اولیه در کشورهای مختلف

وزارت دارایی/خزانه داری	بانک مرکزی	مؤسسات دیگر
ایالات متحده آمریکا	ایالات متحده آمریکا	استرالیا: آژانس مالی فدرال
آرژانتین	ارمنستان	غنا: کمیسیون تنظیم مقررات اوراق بهادار
ارمنستان	برزیل	یونان: آژانس مدیریت بدهی دولتی
بلژیک	کانادا	مجارستان: آژانس مدیریت بدهی دولتی
کانادا	جمهوری چک	ایسلند: آژانس ملی مدیریت بدهی
فنلاند	غنا	هند: انجمن بورس و اوراق بهادار هند
فرانسه	یونان	ایرلند: آژانس ملی مدیریت خزانه داری
یونان	هند	قزاقستان: کمیسیون امنیت ملی
ایسلند	مکزیک	کره جنوبی: بورس اوراق بهادار
ایتالیا	مراکش	پرتغال: مؤسسه مدیریت بدهی عمومی
قزاقستان	نروژ	سوئد: مؤسسه نظارت بر امور مالی
کره جنوبی	سنگاپور	انگلستان: اداره خدمات مالی
مکزیک	سوئد	
مراکش	تایلند	
هلند		
پرتغال		
اسپانیا		
انگستان		

مأخذ: نظرسنجی صندوق بین المللی پول (۲۰۰۱).

۵-۷. آیین‌نامه رفتاری

یکی دیگر از مسائل مربوط به راه‌اندازی سیستم معامله‌گری اولیه، سند مهمی به نام آیین‌نامه رفتاری است که اصول و رویه‌های نهادهای مالی فعال در بازار ثانویه اوراق بهادار دولتی را تعریف می‌کند. این آیین‌نامه باید شامل استانداردها و رویه‌های معاملاتی، گزارش‌گری و اصول اخلاقی مربوط به سیستم معامله‌گری اولیه باشد تا به‌وسیله آن بتوان سطح اعتماد عمومی نسبت به بازارهای مالی را ارتقا داد. برای این امر ممکن است انجمنی از معامله‌گران ایجاد شود تا پس از آن یک آیین‌نامه رفتاری را تهیه و تصویب کند.

۵-۸. شفافیت

شفافیت اشاره به وجود اطلاعات کامل، دقیق و صریح برای عموم دارد و باعث افزایش اعتماد آنها می‌شود. در شرایط کنونی دو جنبه از شفافیت باید مورد توجه واقع شود:

- جنبه‌های مربوط به اهداف سازمانی، مسئولیت‌ها، الزامات و رویه‌های عملیاتی.
- جنبه‌های مربوط به قیمت بازار، حجم معاملات و موقعیت بازار.

با توجه به مورد نخست، شیوه‌نامه مدیریت بدهی عمومی که به‌تازگی به‌طور مشترک توسط صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی ارائه شده است، خواستار شفافیت و پاسخگویی از سوی نهادهای درگیر با سیاست‌ها و عملیات مدیریت بدهی است و به‌طور خاص، باید "جنبه‌های مهم مادی عملیات مدیریت بدهی برای عموم افشا شود." همچنین، باید یک جدول زمانی مشخص برای انتشار اوراق قرضه با جزئیات مبالغ و سررسید آنها ایجاد شود تا علاوه بر توجه به برنامه بودجه‌بندی، نیازهای مالی تا حد امکان دقیق پیش‌بینی شوند.^۱ افزون بر این، آیین‌نامه شفافیت در سیاست‌های پولی و مالی^۲ که توسط صندوق بین‌المللی پول به تصویب رسیده است، خواستار افشای عمومی روابط و معاملات بانک مرکزی با طرفین معامله در عملیات پولی خود است.

1. Peter G. Dunne, 2007

2. Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies

۶. مزایا و معایب تجربه استفاده شده از سیستم معامله گری اولیه

در بازار اولیه، تجربه چندین کشور (کانادا، ارمنستان، استرالیا، غنا، هند، ایتالیا، کنیا، اسپانیا و تایلند) نشان داده است که سیستم معامله گری اولیه فرآیند حراج یا پذیره نویسی را بهبود می بخشد و با ارائه اطلاعات بازارهای مالی (مجارستان، ایتالیا، مراکش، هلند و لهستان) از مدیر بدهی عمومی حمایت می نماید. درباره بازار ثانویه، در بیشتر کشورها موجب بهبود نقدینگی بازار شده و به فعالیت های بازسازی کمک کرده است (کانادا، ایسلند، هند، ایرلند، کره، نروژ، سنگاپور و تایلند) و در توسعه و عملکرد مناسب بازار ثانویه (استرالیا، کانادا، شیلی، مجارستان، اندونزی، موریس، عربستان سعودی، سنگاپور و اسپانیا) نقش مهمی داشته است. درباره عملیات پولی بانک مرکزی در کشورهایی که این سیستم را دارند، وجود معامله گران اولیه اجرای سیاست پولی را تسهیل بخشیده است (ایالات متحده، برزیل، هند، کنیا و تایلند).

افزون بر مزایای ارائه شده در چندین کشور، مهم ترین نقطه ضعف سیستم معامله گری اولیه را ایجاد انحصار، کاهش رقابت و امکان جلوگیری از مشارکت سرمایه گذاران دیگر بیان کرده اند که این امر به امتیازی نابرابر و ناعادلانه برای برخی از فعالان بازار منجر شده و باعث ایجاد قیمت های غیر رقابتی در بازار می شود (اندونزی) که البته این امر نظارت منظم (کانادا) و وجود شیوه نامه های نظارتی دقیق (عربستان سعودی) را طلبیده است. همچنین، باید بین تعهدات و امتیازات توازن ایجاد شود (مکزیک) و عدم تقارن های اطلاعاتی را تا حد امکان کاهش داده شود (برزیل). افزون بر این، یافته های پژوهش ها نشان داده است که نام "معامله گر اولیه" می تواند (به اشتباه) به عنوان اعطای وضعیت ویژه یا تضمین کننده اعتبار برای آنها تلقی شود (آمریکا).

۷. سیستم معامله گری اولیه در ایران

با توجه به اهمیت معامله گران اولیه و نبود نهاد مالی یاد شده در ایران، اکنون به بررسی نقش نهادهای مالی، شرکت های بیمه و بانک ها در جایگاه سیستم معامله گری اولیه در بازارهای پول و سرمایه ایران و همچنین، از منظر قوانین و مقررات حاکم بر آنها پرداخته می شود.

در بازار اوراق بهادار، مطابق ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، نهادهای مالی فعال در بازار اوراق بهادار شامل کارگزاران، کارگزاران/معامله‌گران، بازارگردانان، مشاوران سرمایه‌گذاری، مؤسسات رتبه‌بندی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های پردازش اطلاعات مالی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های بازنشتگی است و از منظر کارکردی عبارت معامله‌گران به‌عنوان نهادهای مالی فعال به‌طور صریح و مشخص قید شده است و به نظر می‌رسد قانونگذار نقش معامله‌گران اولیه را در این قانون پیش‌بینی کرده است.

در خصوص شرکت‌های بیمه‌ها، مطابق ماده ۳۱ قانون تأسیس بیمه مرکزی ایران و بیمه‌گری مصوب ۱۳۵۰، عملیات بیمه در ایران به‌وسیله شرکت‌های سهامی عام ایرانی که کلیه سهام آنها با نام بوده و با رعایت این قانون و طبق قانون تجارت به ثبت رسیده باشند، انجام خواهد گرفت، البته وفق تبصره ۲ ماده یادشده تشخیص فعالیت‌هایی که به آن عملیات بیمه اطلاق شود با شورای عالی بیمه خواهد بود؛ افزون بر این، وفق آیین‌نامه ۶۰ سرمایه‌گذاری مؤسسات بیمه مصوب شورای عالی بیمه (مورخ ۱۳۸۸/۱۲/۲۴)، مؤسسه بیمه مجاز است در مجموع حداکثر پانزده درصد منابع سرمایه‌گذاری ابتدای دوره را در ابزارهای پولی و مالی مورد تأیید بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و یا سازمان بورس و اوراق بهادار سرمایه‌گذاری نماید. بنابراین، از منظر نقش عملیاتی معامله‌گران اولیه به‌عنوان نهادهای مالی فعال که در قانون بازار اوراق بهادار به‌طور صریح و مشخص قید شده است، به نظر می‌رسد قانونگذار بیمه نیز نقش معامله‌گری اولیه را در این قانون پیش‌بینی کرده است.

در بازار پولی و بانک، وفق ماده ۵۸ قانون بانکی و پولی کشور (مصوب ۷ خرداد ۱۳۳۹)، بانک مؤسسه‌ای است که به‌صورت شرکت سهامی مطابق قانون بازرگانی تشکیل شده و بر اساس مواد این قانون به عملیات بانکی اشتغال می‌ورزد و به موجب ماده واحده قانون تسری امتیازات خاص بانک‌ها به مؤسسات اعتباری غیربانکی مجاز (مصوب ۱۳۸۱/۰۱/۲۷)، کلیه امتیازات پیش‌بینی شده برای بانک‌ها به این قبیل مؤسسات اعتباری غیربانکی نیز تسری داده شده است. افزون بر این و به موجب مقررات ناظر بر عملیات مجاز بانکی (مصوبه یک‌هزار و یکصد و سی و پنجمین جلسه شورای پول و اعتبار

مورخ ۱۳۹۰/۱۰/۲۷) و وفق بند "ب" ماده ۳۰ قانون پولی و بانکی کشور، مجموعه‌ای از عملیات که بانک‌ها مجاز به انجام آنها هستند، عنوان شده است و به موجب ماده ۵ مقررات یادشده، انجام تمام یا بخشی از عملیات و فعالیت‌های مندرج در این مقررات توسط بانک منوط به درج آن در اساسنامه آنها و تصویب در شورای پول و اعتبار است. از این رو به نظر می‌رسد با توجه به فهرست مجموعه عملیات قیدشده در این مقررات، انجام فعالیت‌های معامله‌گری اولیه به‌طور خاص در مجموعه فعالیت‌های مجاز بانکی قید نشده است؛ بنابراین، به‌منظور اجرا و پیاده‌سازی سیستم معامله‌گری اولیه در حوزه بانکی، ابتدا بایستی متولی اجرای قانون پولی و بانکی درک و شناخت کافی از نقش معامله‌گری اولیه و نیز پیامدهای احتمالی آن در سیاست پولی داشته باشد تا بتواند نسبت به اعطای مجوز فعالیت معامله‌گری اولیه به بانک‌ها تصمیم‌گیری نماید.

افزون بر این، درباره معامله‌گران اولیه در ایران، صرفاً در بودجه سنواتی کل کشور در سال‌های ۱۳۹۹ و ۱۴۰۰ به آن اشاره شده است. بر این اساس، وزارت امور اقتصادی و دارایی موظف است فهرست معامله‌گران اولیه مجاز را تعیین نماید که تاکنون سازوکار اجرایی آن پیاده‌سازی نشده است. البته این اقدام مستلزم آن است که افزون بر شناخت سازوکارهای اجرایی برای پیاده‌سازی عملیاتی معامله‌گران اولیه، تمامی ارکان متولی این امر از جمله وزارت امور اقتصادی و دارایی، بانک مرکزی، سازمان بورس و اوراق بهادار و سازمان برنامه و بودجه برای تنظیم آیین‌نامه اجرایی معامله‌گران اولیه متناسب با مقتضیات زمانی و اقتصادی حاکم بر کشور، ابتدا به درک مشترکی از سیستم معامله‌گری اولیه برسند تا بتوانند با یکدیگر همکاری و هماهنگی لازم در خصوص ضوابط اجرایی و نیز دستیابی به هدف‌های کلان اقتصادی داشته باشند.

افزون بر موارد پیش‌گفته، در ایران و بر اساس قوانین و مقررات از جمله قوانین بودجه سنواتی کل کشور، در شرایطی که درآمدهای عمومی به هر دلیل تکافوی تأمین هزینه‌های عمومی دولت را ندهد و به اصطلاح کسری تراز عملیاتی وجود داشته باشد، دولت مجبور به استفاده از سایر دارایی‌های خود شامل دارایی‌های سرمایه‌ای (در بیشتر موارد نفت و گاز و در برخی موارد سایر دارایی‌ها) و مالی (در

بیشتر موارد شامل انتشار انواع اوراق مالی یا واگذاری سهام و سهم‌الشرکه متعلق به دولت در شرکت‌ها و بنگاه‌ها) است. همچنین، انتشار انواع اوراق مالی اسلامی^۱ (به‌عنوان یک دارایی امن مالی) توسط دولت بابت تأمین اعتبار بخشی از هزینه‌های خود طی سنوات اخیر، از نظر حجم، مبلغ، تنوع و استفاده از ابزارهای مختلف و نیز از نظر اثرگذاری بر بازار بدهی، در سال‌های اخیر دستخوش تحولات چشمگیری شده است. به‌عنوان مثال، میزان انتشار انواع اوراق مالی اسلامی از مبلغ ۱۰/۵ هزار میلیارد تومان در سال ۱۳۹۴ (که فقط منحصر به اوراق مشارکت بوده است) به مبلغ ۲۰۲/۴، ۱۸۲/۵ و ۲۱۸/۵ هزار میلیارد تومان در سال‌های ۱۳۹۹، ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱ رسیده است.^۲ همچنین، وزارت امور اقتصادی و دارایی به موجب قانون بودجه کل کشور در هر سال، مجاز است به نمایندگی از دولت و بر اساس ارقام تعیین‌شده در بودجه، با هماهنگی با سازمان برنامه نسبت به انتشار اوراق مالی اسلامی اقدام و از کلیه روش‌های انتشار اولیه اوراق از جمله تحویل اوراق به طلبکاران، عرضه تدریجی، حراج، فروش اوراق به کسر (کمتر از قیمت اسمی) و پذیره‌نویسی در بازارها (بازار پول و بازار سرمایه) استفاده کند.

در شرایط فعلی ایران، فروش اوراق بدهی دولتی معمولاً از طریق سازوکار حراج و توسط دولت (وزارت امور اقتصادی و دارایی) انجام می‌شود. در این سازوکار، بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی تحت نظارت بانک مرکزی و سایر نهادهای مالی تحت نظارت بیمه مرکزی و سازمان بورس اوراق بهادار، سفارش‌های خود را هر هفته از طریق سامانه بازار بین‌بانکی بانک مرکزی و سامانه مظنه‌یابی شرکت فرابورس ایران ثبت و سپس، بانک مرکزی و شرکت فرابورس ایران این سفارش‌ها را به وزارت امور اقتصادی و دارایی برای تصمیم‌گیری ارسال می‌نمایند. در این فرآیند، وزارت الزامی به پذیرش کلیه

۱. اوراق بهادار اسلامی با نام نظیر اوراق مشارکت، انواع صکوک اسلامی (از جمله اجاره، وکالت، مرابحه عام و منفعت) و اسناد خزانه اسلامی که در چارچوب عقود اسلامی و منطبق بر قوانین و مقررات مربوط، به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین به‌صورت ریالی یا ارزی منتشر می‌شوند. این اوراق مشمول مالیات به نرخ صفر می‌شوند.

۲. ویژه‌نامه عملکرد مدیریت بدهی‌های عمومی در سال ۱۴۰۱، ص ۶.

پیشنهادهای دریافت شده و یا فروش کلیه اوراق عرضه شده در حراج ندارد. در نهایت، وزارت اقتصاد عرضه اوراق به تمامی برندگان را در همان هفته انجام خواهد داد.

با این حال و با توجه به موارد پیش گفته، در فرآیند حراج برگزار شده در ایران، سیستم معامله‌گری اولیه و معامله‌گران اولیه جایگاهی ندارند. با راه‌اندازی سیستم معامله‌گری اولیه، معامله‌گران اولیه می‌توانند در کنار سایر بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی با نظارت بانک مرکزی و نهادهای مالی تحت نظارت بیمه مرکزی و سازمان بورس اوراق بهادار، در حراج اوراق بدهی دولتی شرکت نمایند و بازار بدهی ایران از نقش‌های معامله‌گران اولیه مندرج در جدول ۳ یادشده بهره‌مند شود. افزون بر این، وجود معامله‌گران اولیه می‌تواند نشان‌دهنده تعهد دولت و مقرررگذار بازار پول و سرمایه به عموم مردم در خصوص افزایش کارایی بازارهای مالی و نیز استراتژی مدیریت بدهی عمومی باشد. عملکرد معامله‌گران اولیه به فرآیند نوسازی بازارهای مالی و نیز رویه‌های انتشار اوراق بهادار در ایران کمک به‌سزایی خواهد کرد. البته در ایران تاکنون تنها مزیتی که در ارتباط با معامله‌گران اولیه مطرح شده است، مربوط به بودجه سنواتی کل کشور در سال‌های ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ است که مطابق آنها کارمزد معامله‌گران اولیه اوراق مالی اسلامی دولت، مشمول مالیات به نرخ صفر است. بنابراین با توجه موارد یادشده، می‌توان بیان کرد که کارایی سیستم معامله‌گری اولیه به عوامل مختلفی نظیر مراحل توسعه بازارهای مالی و ظرفیت‌های قانونی در هر کشور بستگی دارد و ممکن است نقش و ویژگی‌های خاص سیستم معامله‌گری اولیه در طی فرآیند توسعه اقتصادی تغییر یابد.

بنابراین، در ایران در خصوص راه‌اندازی سیستم معامله‌گری اولیه، ابتدا بایستی در خصوص پیش‌نیازهای آن اهتمام و جدیت لازم از سوی وزارت امور اقتصادی و دارایی و به‌ویژه توسط خزانه‌داری کل مدنظر قرار گیرد. تاکنون تنها مقررر قانونی که در آن اشاره به راه‌اندازی سیستم معامله‌گری اولیه شده است، مربوط به بند «ق» از تبصره ۵ ماده واحده قانون بودجه ۱۴۰۰ است که وزارت امور اقتصادی و دارایی موظف شده است فهرست معامله‌گران اولیه را تعیین و نسبت به پیاده‌سازی الزامات عرضه اولیه اوراق از طریق حراج به معامله‌گران اولیه مجاز، اقدام نماید.

بر این اساس، مجموعه وزارت امور اقتصادی و دارایی کشور باید سعی در استفاده از ظرفیت‌های موجود برای راه‌اندازی این سیستم داشته باشد. از جمله این ظرفیت‌ها می‌توان به اندازه مناسب بازار اوراق مالی اسلامی دولت از نظر وجود نهادهای مالی متنوع از قبیل بانک‌های خصوصی بزرگ، صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت، شرکت‌های تأمین سرمایه و کارگزاری‌های بزرگ فعال در بازار سرمایه کشور اشاره کرد که می‌تواند شرایط مطلوب برای راه‌اندازی یک سیستم معامله‌گری اولیه را فراهم نماید. اکنون و با توجه به مقتضیات فعلی در زمان نگارش این مقاله، افزون بر موارد پیش‌گفته و با توجه به مسائل فنی و عملیاتی، مجموعه وزارت امور اقتصادی و دارایی در بازارهای پول و سرمایه باید پیش‌نیازهای دیگری را برای پیاده‌سازی کارآ و اثربخش سیستم معامله‌گری اولیه فراهم نماید. از جمله این موارد وجود استراتژی در انتشار اوراق با ارائه تقویم‌های زمانی است. همچنین، وزارت امور اقتصادی و دارایی باید به قیمت‌های تعیین‌شده بازار متعهد و نزدیک به قیمت روز و بر مبنای مقتضیات عرضه و تقاضا به انتشار اوراق مالی اسلامی اقدام نماید. افزون بر این، انتشار اوراق بهادار دولتی مصون از تورم در استراتژی‌های این وزارتخانه قرار گیرد (با توجه به شرایط اقتصادی حاکم در ایران و ایجاد انتظارات تورمی به دلیل وجود نرخ‌های تورم بسیار بالاتر از نرخ سود اوراق بهادار، انتشار اوراق دولتی مصون از تورم می‌تواند جذابیت بسیار عالی برای انتشار و تنوع‌بخشی اوراق داشته باشد). همچنین، وجود یک چارچوب قانونی برای انتشار اوراق بهادار دولتی، سیستم نظارتی مناسب برای معامله‌گران اوراق بهادار دولتی، سیستم پرداخت و تسویه‌های پویا در معاملات اولیه و ثانویه به صورت $(T+0)$ ، می‌تواند جزء الزامات دیگر راه‌اندازی سیستم معامله‌گری اولیه در ایران باشد. البته ذکر این نکته ضروری است که دولت نیز باید برای آزادسازی نرخ سود بر اساس نیروهای عرضه و تقاضا، توسعه بازار ثانویه و وجود تنوع اوراق بهادار دولتی کافی در این بازار تلاش بیشتری داشته باشد تا در نهایت، با توجه به شرایط کلی بازارهای مالی در ایران، معامله‌گران اولیه را به‌عنوان یک عضو در نظام مالی خود در نظر گیرد.

۸. نتیجه‌گیری و سناریوی پیشنهادی برای ایران

۸-۱. نتیجه‌گیری

توسعه و هماهنگی بین سه بخش بازارهای مالی، نهادهای مالی و ابزارهای مالی افزون بر اینکه به بهبود وضعیت تأمین مالی در اقتصاد منجر می‌شود، باعث توسعه و ارتقای کارایی و اثربخشی نظام مالی و در نهایت افزایش رفاه در جامعه نیز می‌شود. بر این اساس و از نظر تأمین مالی، توسعه نهادهای مالی می‌تواند اقدامی ارزشمند در راستای عمق‌بخشیدن به بازارهای مالی و ابزارهای مالی به‌ویژه اوراق بدهی دولتی باشد. البته یکی از چالش‌های مهم پیش‌روی در این زمینه، نبود نهادی مرتبط با معامله‌گری است. سیستم معامله‌گری اولیه و نقش معامله‌گران اولیه می‌تواند سهم چشمگیری در این توسعه داشته باشد. معامله‌گران اولیه می‌توانند در حکم قلب سیستم مالی و مجری اصلی عملیات بازار باز بوده و به‌عنوان نهاد مالی واسطه بین دولت و سرمایه‌گذاران، موجب طراحی مدل‌های حراج مناسب برای فروش اوراق بدهی، افزایش نقدینگی و عمق‌بخشی در بازارهای اولیه و ثانویه، تزریق اعتماد و اعتبار به بازار بدهی، کاهش هزینه‌های مبادلاتی، کاهش ریسک بازار و تأمین مالی مجدد، ساده‌سازی و نوآوری در رویه‌های تجاری و ارائه مشاوره در زمینه مدیریت بدهی می‌شوند. در این پژوهش به بررسی مزایا، معایب، تعهدات، پیش‌نیازها، مسائل عملیاتی مربوط به پیاده‌سازی سیستم معامله‌گری اولیه پرداخته شد. معامله‌گران اولیه افزون بر مشارکت در اجرای سیاست‌های پولی بانک مرکزی از قبیل عملیات بازار باز، می‌توانند در بازار سرمایه نیز فعالیت نمایند و اطلاعات معاملاتی را در اختیار مقامات قرار دهند. همچنین مطالعات صورت‌گرفته در این زمینه در کشورهای مختلف، شمار بهینه معامله‌گران اولیه را بین ۵ تا ۱۰ نفر بیان کرده‌اند که البته افزایش در شمار آنها افزون بر کاهش در انحصارگرایی، رقابت در بین آنها را افزایش می‌دهد.

۸-۲. سناریوی پیشنهادی

برای راه‌اندازی این سیستم در ایران نیز مطابق کشورهای دیگر دارای سیستم معامله‌گری اولیه، باید به مسائل اجرایی و عملیاتی و نیز الزامات و معیارهای لازم بر اساس قوانین و مقررات حاکم توجه شود. از منظر اجرایی، این موضوع که چه گروهی از نهادهای مالی به‌عنوان معامله‌گر اولیه انتخاب شوند، بسیار

مهم است. برای این امر باید به اصولی از قبیل انتخاب شفاف، اجتناب از مزایای غیرمنصفانه برای شرکت‌کنندگان خارجی، نظارت هماهنگ، مشخص‌شدن توانایی‌های مالی و فنی و میزان پیچیدگی نهادهای مالی داخلی از نظر ابزارهای مالی موجود و مشارکت در بخش‌های مختلف بازار توجه شود. افزون بر این و از منظر نویسندگان این مقاله، به نظر می‌رسد هماهنگی میان ارکان بازار برای راه‌اندازی این سیستم به‌صورت کارآ و اثربخش مهم‌تر از اصول کلی یادشده است. بر این اساس، باید طیف گسترده‌ای از ارکان بازارهای مالی ایران به‌ویژه بازار اوراق بدهی دولت شامل وزارت امور اقتصادی و دارایی، بانک مرکزی، سازمان بورس و اوراق بهادار، سازمان برنامه و بودجه و نهادهای دیگر به یک نظر مشترک با توجه به قوانین و مقررات حاکم در کشور دست‌یافته و هماهنگی لازم را در بین خود برای راه‌اندازی این سیستم به‌وجود آورند. از نظر عملیاتی نیز بر حسب تجربه کشورهای مختلف در خصوص راه‌اندازی سیستم معامله‌گری اولیه، موارد زیر پیشنهاد می‌شود:

(۱) نرخ‌های سود اوراق دولتی باید منعکس‌کننده عرضه و تقاضا در بازارهای اولیه و ثانویه اوراق بدهی باشد که مهم‌ترین عامل مؤثر بر آن نرخ تورم انتظاری است. از این‌رو ضروری است نرخ سود اوراق دولتی در بازار اولیه با نرخ سود اوراق دولتی در بازار ثانویه هم‌جهت و با هم تناسب کامل داشته باشند.

(۲) با توجه به اینکه حراج سازوکار اصلی تخصیص اوراق مالی دولتی و کشف کارآمد قیمت اوراق در بازار اولیه است، بنابراین، وجود شفافیت در حراج از قبیل اعلام نوع آن و تعهد عملی به آن ضرورت دارد.

(۳) دولت در هر یک از حراج‌های برگزارشده مجموعه متنوعی از اوراق را با سررسیدها و نرخ‌های کوپن مختلف ارائه نماید. همچنین، اضافه‌کردن اوراق با جذابیت‌های خاص نظیر اوراق با نرخ مصون از تورم، موجب جذب بیشتر خریداران بالفعل و بالقوه در بازار اوراق دولتی می‌شود.

(۴) دولت باید استراتژی و تقویم زمانی مناسب برای انتشار حجم مشخصی از اوراق مالی اسلامی دولتی خود ارائه نماید. افزون بر این، انتشار اوراق دولتی طی حراج‌های پیاپی باید نسبت به

دوره‌های تجاری منعطف باشد و در هر مقطع زمانی به تناسب تقاضای بالقوه در بازار، نسبت به عرضه اوراق اقدام شود.

(۵) برای انجام نقش معامله‌گر اولیه توسط بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی، افزون بر بررسی پیامدهای اقتصادی آن در کشور، باید بر حسب ضوابط فعالیت‌های مجاز بانکی، نقش معامله‌گر اولیه در اساسنامه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی پیش‌بینی و به تصویب شورای پول و اعتبار رسانده شود. این امر در خصوص شرکت‌های بیمه متناسب با قوانین حاکم در آن حوزه، پیشنهاد می‌شود.

(۶) پس از ایجاد نگرش مشترک بین ارکان بازار، مدیر بدهی عمومی (وزارت امور اقتصادی و دارایی) به‌عنوان مرجع انتصاب، اقدام به راه‌اندازی و انتخاب معامله‌گران اولیه نماید. برای این امر پیشنهاد می‌شود پیش از اعطای نقش معامله‌گر اولیه به یک نهاد مالی، ابتدا یک دوره آزمایشی برای ارزیابی فعالیت‌های آن در نظر گرفته شود، سپس، در خصوص اعطای این نقش تصمیم‌گیری شود.

(۷) مرجع انتصاب می‌تواند پس از راه‌اندازی سیستم معامله‌گری اولیه، ابتدا تعداد ثابتی از معامله‌گران اولیه را مدنظر قرار دهد و پس از یک بازه زمانی مثلاً شش‌ماهه نسبت به رتبه‌بندی آنها اقدام نمایند و سرانجام، آخرین نفر در رتبه‌بندی را حذف و یک معامله‌گر اولیه جدید را جایگزین نماید؛ به بیان دیگر در هر شش ماه، مؤسساتی که بالاترین امتیاز را دارند، به‌عنوان معامله‌گر اولیه انتخاب می‌شوند. این سیستم امکان انعطاف بیشتر را به مدیر بدهی عمومی می‌دهد و افزون بر افزایش رقابت، انگیزه تبانی معامله‌گران اولیه را کاهش می‌دهد.

با توجه به موارد پیش‌گفته، در جدول ۶، برنامه زمان‌بندی پیشنهادی برای راه‌اندازی معامله‌گران اولیه ارائه شده است.

جدول ۶. برنامه زمان‌بندی پیشنهادی برای راه‌اندازی معامله‌گران اولیه

ردیف	شرح	مدت (ماه)
۱	انجام مطالعات بنیادین توسط مرکز مدیریت بدهی‌های عمومی و روابط مالی وزارت امور اقتصادی و دارایی ^۱	۱
۲	برگزاری جلسات هماهنگی میان وزارت امور اقتصادی و دارایی، بانک مرکزی، سازمان بورس و اوراق بهادار و سازمان برنامه و بودجه به‌منظور دستیابی به یک استراتژی مشترک در خصوص معامله‌گران اولیه	۲
۳	تدوین پیش‌نویس مستندات مقرراتی مربوط به سیستم معامله‌گری اولیه و تصویب آنها	۴
۴	پیش‌بینی مستندات مقرراتی مربوط به سیستم معامله‌گری اولیه در بودجه‌های سنوات آتی دولت	۹
۵	پیاده‌سازی الزامات و موضوعات فنی و عملیاتی میان وزارت امور اقتصادی و دارایی، بانک مرکزی، سازمان بورس و اوراق بهادار و سازمان برنامه و بودجه	۴
۶	تدوین یک قرارداد جامع و متوازن تعهدی-انگیزشی و همچنین، تعیین جزئیات مربوط به این سیستم از قبیل نحوه برگزاری حراج‌ها و تعهدات و مزایا و معیارهای انتخاب در خصوص معامله‌گران اولیه	۱
۷	اصلاح اساسنامه بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های تأمین سرمایه، صندوق‌های با درآمد ثابت، کارگزاری‌های بزرگ و موارد دیگر و تصویب در مراجع ذی‌صلاح مرتبط با آنها	۳
۸	ارائه یک برنامه پیش‌بینی انتشار اوراق توسط وزارت اقتصاد متناسب با مقتضیات کشور از قبیل نرخ تورم و ارز و نیز نحوه نظارت و تعاملات آن وزارت‌خانه با معامله‌گران اولیه و انتشار این اطلاعات	۵
۹	تست سرد (ارقام بزرگ اما غیرواقعی) و تست گرم (ارقام کوچک اما واقعی) معامله‌گران اولیه در یک دوره آزمایشی توسط وزارت اقتصاد و سپس رتبه‌بندی آنها	۶

۱. در این خصوص مرکز مدیریت بدهی‌های عمومی و روابط مالی دولت مطالعاتی انجام داده که در بخش منابع به آنها اشاره شده است.

منابع

- بنانی، مهدی و اخوان، محمدرضا. (۱۴۰۰). معامله گران اولیه (۱). مرکز مدیریت بدهی‌های عمومی و روابط مالی دولت.
- حاجی دولابی، هدی و بوستانی، رضا. (۱۴۰۰). نقش دارایی‌های امن در ثبات مالی. فصلنامه روند.
- خزانه‌داری کل کشور، مرکز مدیریت بدهی‌های عمومی و روابط مالی دولت. (۱۴۰۲). ویژه‌نامه عملکرد مدیریت بدهی‌های عمومی در سال ۱۴۰۱، انتشار در فروردین ماه ۱۴۰۲.
- Allen, Jason; Kastl, Jakub and Wittwer, Milena. (2020). Primary Dealers and the Demand for Government Debt. Bank of Canada Staff Working Paper, No. 2020-29.
- Arnone, M. M., and Ugolini, M. P. (2005). Primary Dealers in Government Securities. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Arnone, Marco, and George Iden. (2003). Primary Dealers in Government Securities: Policy Issues and Selected Countries' Experience, IMF Working Paper 03/45 (Washington: International Monetary Fund).
- Babuşcu, S. and Hazar, A. (2012). An Analysis of the Disparities, Divergences and Differences in Financial Structures of Primary Dealer (PD) Banks and Non-primary Dealer (NPD) Banks. International Business Research, Vol. 5, No. 11, pp. 121-135. Available at: <https://doi.org/10.5539/ibr.v5n11p121>
- Breuer, Wolfgang. (1999). The Relevance of Primary Dealers for Public Bon. Available at: <https://www.publication/228903632.researchgate.net/>
- Caballero, Ricardo and Farhi, Emmanuel and Gourinchas, Pierre-Olivier. (2017). The Safe Asset Shortage Conundrum. Journal of Economic Perspectives, vol. 31, no. 3, Summer 2017 (pp. 29-46).
- Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies, Adopted by the Interim Committee on September 26, (1999).

- Dattels, Peter. (1997). Microstructure of Government Securities Market, in Coordinating Public Debt and Monetary Management, ed. by V. Sundararajan, Peter Dattels, and H. J. Blommestein (Washington: International Monetary Fund).
- European Primary Dealerships Handbook, AFME/ European Primary Dealers Association. <http://www.afme.eu/> (2019-2020).
- Garreth Rule. (2011). Issuing Central Bank Securities, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Threadneedle Street, London, EC2R 8AH.
- Gemloc, Advisory Services. (2010). Primary Dealers Systems. Draft Background Note. The World Bank. Available at: [www. Gemloc.Org](http://www.Gemloc.Org)
- Gorton, Gary and Guillermo Ordoñez. (2013). The Supply and Demand for Safe Assets. NBER Working Paper No. 18732.
- Gorton, Gary. (2017). The History and Economics of Safe Assets. Annual Review of Economics.
- Gourinchas, Pierre-Olivier and Jeanne, Olivier. (December 2012). Global Safe Assets. BIS Working Paper, no 399.
- Gupta, A. (2021). The Internal Capital Markets of Global Dealer Banks. Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series No 2021-036. Available at: <https://doi.org/10.17016/FEDS.2021.036>
- Inhoffen, Justus and Lelyveld, Iman van. (2023). Safe Asset Scarcity and Re-use in the European Repo Market. De Nederlandsche Bank NV, P.O. Box 98.
- Juan Rafael García Padilla, Director of Domestic Operations, Banco de México. (2019). Primary Dealer Systems in Government Securities; Available at: <https://www.cemla.org/actividades/2019-final/2019-09-financial-markets/2019-09-financial-markets-18.pdf>
- Law Amending the Law on Public Debt, RS Official Gazette, No 95/2018
- Martin, Vesna. (2023). Analysis of the Primary Dealer Function, *Ekonomске Ideje i Praksa* | Broj 48
- Mishkin, F. S. (2022). The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. Thirteenth Edition, Global Edition. United Kingdom: Pearson.

- Peter G. Dunne. (2007). Transparency Proposals for European Sovereign Bond Markets; ECMI Policy Brief; No. 7/April 2007.
- Preunkert, Jenny. (2020). Primary Dealer Systems in the European Union, MaxPo Discussion Paper, No. 20/1, Max Planck Sciences Po Center on Coping with Instability in Market Societies (MaxPo).
- Silva, A. C., and Richard, B. J. (2010). Primary Dealer Systems. The World Bank.
- Tobias Adrian, Christopher R. Burke, and James J. McAndrews. (2009). The Federal Reserve's Primary Dealer Credit Facility; Current Issues in Economics and Finance; Volume 15, Number 4
- UK Debt Management Office. (2007). A Guide to the Roles of the DMO and Primary Dealers in the UK Government Bond Market.
- Wang, Joseph. (2021). Central Banking 101.

