مجله اقتصادی
شماره‌های ۹ و ۱۰، آذر و دی ۱۴۰۱، صفحات ۱۱۳-۱۰۱

سیستم معامله‌گری اولیه در بازار بدهی (مروری بر تجربه هند)

مریم صادقی
دکتری اقتصاد، وزارت امور اقتصادی و دارایی، مرکز مدیریت بدهی‌های عمومی و روابط مالی دولت
sadeghimaryameconomy@gmail.com

سهم پایین تأمین مالی از طریق بازار بدهی از کل منابع اقتصادی موجود در کشور، با توجه به مزیت‌های متعدد این بازار، بررسی سیستم معامله‌گری را توجیه می‌نماید. معامله‌گران اولیه به عنوان واسطه‌گران جدید، در توسعه همه‌جانبه بازار اولیه و ثانویه اوراق بهادار دولتی مشارکت می‌کنند و نقش آن‌ها بسته به توسعه تدریجی بازارهای مالی کشورها تغییر می‌نماید. در این مقاله به اقدامات عملیاتی معامله‌گران و نقش آن‌ها در توسعه و تأمین مالی در ساختار سیستم معامله‌گری با تأکید بر تجربه کشور هند پرداخته شد. همچنین سیر تحول این سیستم از مراحل آغازین فعالیت و نقش نهادهای مختلف در حمایت از آن، تبیین استانداردهای کلی و فعالیت‌های اصلی و غیر اصلی معامله‌گران مورد بررسی قرار گرفت تا در صورت اراده برای ایجاد این سیستم و بسترسازی‌های مناسب بتوان از تجارب موجود بهره‌مند شد.

واژگان کلیدی: سیستم معامله‌گری، معامله‌گران اولیه، حراج، سیستم مالی.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-10-07]

۱. مقدمه

سیستم معامله‌گری ابتدا در سال ۱۹۶۰ در ایالات متحده آغاز، سپس در اواسط دهه ۱۹۸۰ به اروپا و پس از اواسط دهه ۱۹۹۰ به بازارهای نوظهور گسترش یافت.

معامله‌گران اولیه به عنوان واسطه گران جدید، در توسعه همه‌جانبه بازار اولیه و ثانویه اوراق بهادار دولتی مشارکت می‌کنند و نقش آن‌ها بسته به توسعه تدریجی بازارهای مالی کشورها تغییر کرده است، عمده‌ترین کارکردشان تأمین نقدینگی در بازار ثانویه است. در برخی بازارها در ازای این تعهدات امتیازات خاصی دریافت می‌کنند که از آن جمله می‌توان به حق انحصاری شرکت در حراج اسناد خزانه، به عنوان طرف مقابل در عملیات بازار باز بانک مرکزی یا دسترسی به خط اعتباری خاص یا مجوز استقراض با موضوعات خاص از بانک مرکزی اشاره نمود.

ناگفته نماند که برخی کشورهای توسعه‌یافته مانند آلمان، ژاپن، استرالیا و سوئیس با سیستم‌های مالی متنوع خود، سیستم معامله‌گری ندارند زیرا پتانسیل مشارکت محدود است، تجربیات این کشورها نشان داده که سیستم معامله‌گری نمی‌تواند پیش‌شرط لازم برای ایجاد بازار اوراق بهادار دولتی با کارایی بالا باشد با این وجود می‌تواند در حمایت از توسعه بازار مؤثر باشد.

این مقاله بر مبنای ترجمه متون صندوق بین‌المللی پول و بررسی تجارب کشورها بالأخص تجربه دولت هند در زمینه معامله‌گری در پاسخ به ضرورت وجود سیستم معامله‌گری برای بازار اوراق بدهی دولت در ایران و شناسایی عوامل انگیزشی به جهت ورود معامله‌گران اولیه در این سیستم تدوین شده است.

۲. ضرورت بررسی سیستم معامله‌گری

عملکرد انتشار اوراق بدهی دولت حاکی از سهم پایین بازار اوراق در تأمین منابع است، بالاترین میزان انتشار این اوراق مربوط به سال ۱۴۰۱ بوده و بالاترین سهم از تأمین مالی منابع عمومی از طریق این اوراق مربوط به سال ۱۳۹۹ است که این سهم طی سال‌های ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ به طور قابل ملاحظه‌ای کاهش یافته است با توجه به مشکلات عدیده، اقتصادی و مزیت‌های این بازار تقویت قابل توجه نقدشوندگی در بازارهای پول و سرمایه، هدایت نقدینگی به مسیر صحیح و جلوگیری از رشد بازارهای ناسالم، بهبود شفافیت و تنوع در بازارهای مالی، کمک به اعمال سیاست‌های مالی و پولی توسط دولت و بانک مرکزی ضرورت بررسی این سیستم را اجتناب‌پذیر نموده است.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-10-07]

۳. اقدامات عملیاتی معامله‌گران اولیه

معامله‌گران اولیه برای دستیابی به اهداف تعیین‌شده بین مدیران بدهی و سرمایه‌گذاران در بازار اولیه (مثلاً شرکت در حراج) ارتباط برقرار می‌کنند و با تأمین نقدینگی در بازارهای اولیه و ثانویه و خدمات بازارسازی، کشف قیمت کارآمد و مشاوره دولت و تشکیل و اتخاذ راهبردهای مناسب برای توسعه محصولات و بازارها ایفای نقش می‌کنند.

متعاقب عملکرد مطلوب سیستم معامله‌گری در بسیاری از نظام‌های مالی کشورها، معایبی همچون ایجاد انحصار، توجهات بیشتر مدیران به منافع معامله‌گران اولیه و تلقی نابجا از اعطای وضعیت ویژه با تضمین اعتبار آن‌ها از سوی دولت، احتمال تبانی در قیمت، وابستگی به این گروه و عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از سیستم تهدیدی برای فعالیت روان بازار بدهی محسوب می‌شود که می‌بایست محدودیت‌هایی برای برون‌رفت از چنین وضعیتی متناسب با ساختار نظام مالی کشور تعریف و تبیین نمود. پیاده‌سازی این سیستم شرایط ویژه‌ای را می‌طلبد که از مهم‌ترین آن تعیین نرخ بهره بر اساس نظام بازار (عرضه و تقاضا) است

٤. مروری بر تاریخچه سیستم معامله‌گری و سیر تحولات آن در کشور هند

در آغاز دهه ۱۹۹۰، سیستم مالی هند شاهد تغییر از نرخ بهره برنامه‌ریزی‌شده و مدیریتی به سمت مکانیزم کشف قیمت در بازار بود، در برخی از اصلاحات، بخش مالی بانک مرکزی، ابتدا تعداد کمی از اوراق بهادار را از طریق حراج منتشر نمود و به تدریج بخش تأمین وجوه از طریق حراج را توسعه داد در چنین شرایطی مشارکت بانک مرکزی در حراج‌هایی با اختیار واگذاری و همچنین عرضه خصوصی کاهش یافت در ۳ ژوئن ۱۹۹۲ بانک مرکزی روش حراج انتشار اولیه را برای اوراق بهادار دولت هند معرفی کرد، در حالی که اولین حراج بر اساس قیمت در ۱۱ می ۱۹۹۹ انجام شد و در ۲۹ مارس ۱۹۹۵، بانک مرکزی دستورالعمل‌ها و رویه‌ها را برای معرفی سیستم معامله‌گر اولیه در بازار هند با هدف حمایت از برنامه استقراض بازار دولت، تقویت زیرساخت بازار اوراق بهادار و بهبود نقدینگی بازار ثانویه در اوراق بهادار دولتی صادر کرد .آخرین تاریخ برای دریافت درخواست‌ها ۳۰ آوریل ۱۹۹۵ بود. اولین ثبت‌نام برای معامله‌گری اولیه از ۱ فوریه ۱۹۹۶ آغاز شد. بر اساس درخواست‌های دریافتی، بانک مرکزی به سه شرکت و سه بانک «موافقت اصولی» داد، در

[Downloaded from ejip.ir on 2026-10-07]

۳۱ دسامبر ۱۹۹۶، سیستم معامله‌گری ماهواره‌ای[1](SDs) ، به‌عنوان لایه دوم سیستم معامله‌گری در معامله و توزیع، به منظور گسترش بازار و ایجاد شتاب به فعالیت‌های بازار ثانویه راه‌اندازی شد، انتظار می‌رفت سیستم معامله‌گری ماهواره‌ای SD با کانال‌های توزیع خود توزیع اوراق بهادار در سطح خرده‌فروشی و درنتیجه عمق بخشیدن به معاملات بازار ثانویه و گسترش پایگاه سرمایه‌گذاران موفق عمل نماید، آخرین مهلت تعیین شده برای دریافت درخواست‌ها ۳۱ دی‌ماه ۹۷ بود گه در ابتدا مجوز ثبت‌نام ۱۴ واحد به عنوان معامله‌گری ماهواره‌ای صادر شد اما به دلیل نامطلوب بودن نتایج سیستم معامله‌گری ماهواره‌ای از ۳۱ می ۲۰۰۲ متوقف شد حال آنکه موفقیت معامله‌گران اولیه در حراج‌های اولیه از طریق طرح پذیره‌نویسی، سیستم تعهدات فروش و نسبت‌های موفق در حراج تضمین شده بود.

در تعهدات پذیره‌نویسی برای پذیره‌نویسی مبالغ مختلف، قبل از حراج واقعی به طور جداگانه تصمیم در مورد نرخ توسط معامله‌گران اولیه برای صدور اوراق با نرخ‌های مختلف کارمزد انجام می‌شد. بانک مرکزی تصمیم‌گیری درباره تخصیص واقعی تعهد پذیره‌نویسی را با در نظر گرفتن عوامل مختلفی مانند احتمال واگذاری و کارمزد درخواستی، انجام می‌داد مبلغ اعلام‌شده به ندرت در حراج‌های پذیره‌نویسی به طور کامل تخصیص داده می‌شد؛ زیرا پذیره‌نویسی یک مسئولیت کاملاً داوطلبانه بود و موفقیت در حراج اولیه از طریق فروش حاصل می‌شد گفتنی است شرایط تعیین شده برای هر معامله‌گر اولیه در ابتدای سال مالی، بسته به اندازه سرمایه معامله‌گر اولیه صورت می‌گرفت.

برای حصول اطمینان و دفاع از میزان فروش معامله‌گران اولیه، نرخ موفقیت ۴۰ درصد از تعهدات فروش تعیین شد. در این راستا بر عملکرد معامله‌گران اولیه در رابطه با تعهدات فروش و نرخ‌های موفق در طول سال نظارت می‌شد. بر اساس داده‌های بانک مرکزی، سهم معامله‌گران اولیه در انتشار اوراق بهادار تاریخ‌دار دولت مرکزی حدود چهار برابر تا سال ۹۸-۱۹۹۷ افزایش یافت .در بازار اسناد خزانه، سهم معامله‌گران اولیه ۸۵ درصد از کل صدور اسناد خزانه در سال ۲۰۰۰-۲۰۰۱ بود، بین اوت ۱۹۹۹ تا اوت ۲۰۰۱، دولت‌های ایالتی ۴۶۸۰ کرور از ۱۸ حراج جمع‌آوری کردند . سهم معامله‌گران اولیه در این حراج‌ها با احتساب خریدهای ناشی از تعهدات پذیره‌نویسی ۳۶ درصد

1 A system of satellite dealers

[Downloaded from ejip.ir on 2026-10-07]

از کل انتشارات بوده است .در بازار ثانویه، معامله‌گران اولیه بـه افـزایش قابـل تـوجهی در معـاملات خود دست یافتند که بخش عمده‌ای از معاملات تقریباً سه‌چهارم را به صورت قطعی بعلاوه ذخایر را پوشش دادند در سال ۲۰۰۱، ۷۲ معامله‌گر اولیه به گردش مالی خالص و ذخـایر ۵,۰۹,۱۳۳ کـرور و به ۸۰ درصد معاملات بازار به طور قطعی دست یافتند.

معامله‌گران اولیه برای تأمین وجوه خود از اوراق بهادار دولتی بر دو منبع اصلی وجوه، بازار پول و حمایت نقدینگی از بانک مرکزی تکیه نمودند، سهم معامله‌گران اولیه از کل گـردش مـالی بـازار پول در سال ۰۱-۲۰۰۰ حدود ۳۰ درصد بود. با توجه به اهمیت فزاینده سیستمی، معامله‌گـران اولیـه، در ۰۳-۲۰۰۲ تحت نظر هیئت نظارت مالی[1] (BFS) قـرار گرفتنـد. بـا ایـن حـال، اکثـر معاملـه‌گـران مستقل تا اواخر سال ۲۰۰۴ ضـرر کردنـد از ایـن رو در شـرایطی کـه نـرخ بهـره افزایشـی بـود بانـک مرکزی به دنبال مجوز برای تنوع بخشیدن به سایر فعالیت‌ها مانند معامله‌گری در کـالا، ارز خـارجی، مشتقات و سهام برای معامله‌گران اولیه بود.

۵. نقش سازمان مدیریت بودجه و مسئولیت مالی[2] (FRBM) برای معامله‌گران اولیه و معرفی اصلاحات اساسی پس از یک دهه

در راستای اقدامات اجرایی سازمان مدیریت بودجه و مسئولیت مالی با خروج بانک مرکزی هنـد بـه عنوان آخرین پذیره‌نویس از حراج‌ها، از اول آوریل ۲۰۰۶ بازار اولیه اوراق بهادار دولت مرکزی بـه طور کامل به بازار تبدیل شد (FRBM؛ ۲۰۰۳).

حراج‌های اولیه در اوراق بهادار دولت هند از سال ۰۷-۲۰۰۶ به طور کامل با قیمـت‌هـای تعیـین شده توسط بازار انجام می‌شد. از آنجایی که انتظار می‌رفت خلأ ایجـاد شـده بـه دلیـل عـدم وجـود بانک مرکزی هند در بازار اولیه توسط شبکه‌ای از معامله‌گران اولیه پویا و فعـال پـر شـود، بـه دنبـال توصیه‌ها و پیامـدهای خـروج بانـک مرکـزی هنـد از بـازار اولیـه و عملکـرد مـدیریت بـدهی، بـرای رسیدگی به نیازهای بازار نوظهور و بـه منظـور اصـلاحات اساسـی در سیسـتم معاملـه‌گـران اولیـه در دسامبر ۲۰۰۴، گروه فنی داخلی در بـازار اوراق بهـادار دولـت مرکـزی ایجـاد شـد. ایـن اصـلاحات ضروری بود زیرا سیستم موجود تعهدات فروش سالانه معامله‌گران اولیه را تضمین نمی‌کرد که مبلغ

1 Board for Financial Supervision
2. The Fiscal Responsibility and Budget Management

[Downloaded from ejip.ir on 2026-10-07]

اعلام شده در هر حراج فروخته شود. واقعیت این بود که افزایش مسئولیت معامله‌گران اولیه منوط به پشتوانه سرمایه کافی بود از این رو معامله‌گران با توجه به نسبت اهرمی بالا و سرمایه کم نیازمند بازسازی ساختار موجود سیستم معامله‌گری به عنوان یک گام مهم داشتند تا حرکت‌های نامطلوب در بازدهی بازار را رفع کنند و نقش تقویت شده خود را پس از FRBM انجام دهند.

به این منظور اقداماتی انجام شد، از جمله، ساختار مجاز معامله‌گران اولیه گسترش یافت تا بانک‌هایی را که مشمول حداقل معیارهای واجد شرایط هستند، در بر گیرد .دستورالعمل بانک‌هایی که معامله‌گری انجام می‌دادند در تاریخ ۲۷ فوریه ۲۰۰۶ صادر شد .بانک‌هایی که از طریق یک شرکت تابعه بخشی یا تماماً معامله‌گری را انجام می‌دادند، اجازه داشتند تا معامله‌گری را از طریق ادغام یا تصدی‌گری، معامله‌گری خریدوفروش را به صورت دپارتمانی انجام دهند بانک مرکزی هند قرار بود به نهادهای واجد شرایط کلی، مشروط به رعایت ضوابط برای انجام معامله‌گری برای دوره یک ساله (ژوئیه تا ژوئن) و اعطای مجوز را به صورت سالانه بر اساس معیارهای عملکرد، مانند پذیره‌نویسی اوراق بهادار و اسناد خزانه تاریخ‌دار یا تحقق نسبت تعهد و موفقیت در فروش در بازار اولیه و دستیابی به نسبت گردش مالی در بازار ثانویه انجام دهد و در حراج‌های اولیه دولت بررسی کند بانک-معامله‌گر اولیه، مشمول تعهد پذیره‌نویسی و سایر تعهدات مربوط به معامله‌گران اولیه مستقل است یا خیر؟ علاوه بر این، بانک‌ها مجبور بودند دفاتر حساب جداگانه‌ای را برای تراکنش‌های مربوط به معامله‌گری اولیه (متمایز از تجارت عادی بانکی) با مسیرهای حسابرسی لازم نگهداری کنند تا اطمینان حاصل شود که در هر مقطع زمانی، حداقل ۱۰۰ کرور موجودی اوراق بهادار دولتی برای معامله‌گر در نظر گرفته شده است .بانک‌های معامله‌گر اولیه تابع ملاک‌های احتیاطی زیر بودند.

- هیچ کفایت سرمایه جداگانه‌ای برای فعالیت معامله‌گران اولیه تجویز نشد و الزامات کفایت سرمایه برای بانک در مورد معامله‌گری نیز اعمال می‌شد.
- اوراق بهادار با تاریخ دولت و اسناد خزانه تحت معامله‌گری واجد شرایط نسبت نقدینگی قانونی بودند.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-10-07]

- دستورالعمل‌های ارزش‌گذاری سرمایه‌گذاری که برای بانک‌ها در رابطه با پرتفوی «نگهداری برای معامله» اعمال می‌شد، برای پرتفوی اوراق بهادار تاریخ‌دار دولت و اسناد خزانه نیز لحاظ و در فعالیت معامله‌گری اعمال می‌شد.
- بانک‌های به‌عنوان معامله‌گر اولیه دسترسی جداگانه به وام‌های بازار پول و تسهیلات تنظیم نقدینگی (LAF)[1] نداشتند.

دستورالعمل‌های بانک مرکزی هند برای معامله‌گران اولیه تا حد قابل اجرا در مورد بانک‌های معامله‌گر اولیه نیز اعمال می‌گردید.

۹ بانک (یعنی سیتی بانک .N.A، بانک استاندارد چارترد، بانکHSBC ، بانک آمریکا، بانک جی پی مورگان چیس، بانک بارودا، کانارا بانک، بانک کوتاک ماهیندرا و بانک کورپوریشن) مجاز شدند تا معامله‌گری را به صورت بخشی انجام دهند و یا کار را در شرکت‌ها و گروه‌های تابعه مربوط به خود متوقف کنند.

برای مدیریت بهتر ریسک از طریق ایجاد جریان‌های درآمدی جایگزین، معامله‌گران اولیه مجاز شدند تا فعالیت‌های خود را علاوه بر تصدی اصلی خود در اوراق بهادار دولتی، مشروط به محدودیت‌ها متنوع کنند. آن‌ها همچنین مجاز به ارائه خدمات مبتنی بر هزینه خاص بودند . دستورالعمل‌های مربوط به ملاک‌های نظارتی و احتیاطی در ۴ جولای صادر شد.

1 Liquidity Adjustment Facility

[Downloaded from ejip.ir on 2026-10-07]

جدول ۱. فعالیت‌های اصلی و غیراصلی سیستم معامله‌گری در هند

فعالیت‌های غیراصلی	فعالیت‌های اصلی
فعالیت‌هایی که انتظار می‌رود سرمایه مصرف کنند مانند:	معامله و پذیره‌نویسی درG-Sec
۱. سرمایه‌گذاری/ خریدوفروش در بازار سهام و مشتقات سهام،	معامله در مشتقات نرخ بهره،
۲. سرمایه‌گذاری در واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری متقابل سهام گرا و	ارائه خدمات کارگزاری درG-Sec ،
۳. پذیره‌نویسی عرضه عام سهام، پایین فرم	معامله و پذیره‌نویسی در اوراق مشارکت / PSU / FI /اوراق قرضه،
خدماتی که ممکن است نیاز به سرمایه قابل توجهی نداشته باشند مانند:	وام‌دهی در بازار نقدی / اعلان / مدت / توافقنامه بازخرید/ استقراض و وام‌دهی بر مبنای وثیقه
۱. خدمات حرفه‌ای تسویه	سرمایه‌گذاری در اوراق تجاری(CPs)
۲. مدیریت سبد مالی	سرمایه‌گذاری در گواهی سپرده(CD)
۳. مدیریت انتشار	سرمایه‌گذاری در رسیدهای اوراق بهادار صادرشده توسط شرکت‌های اوراق بهادار /شرکت‌های بازسازی، اوراق بهادار با پشتوانه دارایی(ABS) ، وام مسکن اوراق بهادار با پشتوانه (MBS)
۴. خدمات مشاوره ادغام و اکتساب	سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری بدهی که در آن کل مجموعه در اوراق بدهی سرمایه‌گذاری شده است،
۵. خدمات مدیریت سهام خصوصی	سرمایه‌گذاری در سپرده‌های غیر شرکتی
۶. خدمات ارزیابی پروژه	معامله‌گری در معاملات تعویضی نکول اعتبار
۷. خدمات سندیکای وام	
۸. خدمات تجدید ساختار بدهی	
۹. خدمات مشاوره‌ای	
۱۰. توزیع واحدهای صندوق سرمایه‌گذاری مشترک و	
۱۱. توزیع محصولات بیمه‌ای	
سرمایه مورد نیاز	
معامله‌گران اولیه‌ای که فعالیت‌های غیر اصلی را انجام می‌دهند باید حداقل ۲۵۰ کرور NOF موجودی داشته باشند.	معامله‌گرانی که فقط فعالیت‌های اصلی را انجام می‌دهند برای حداقل 150کرورNOF[1] موجودی داشته باشند.

1 Net owned fund

[Downloaded from ejip.ir on 2026-10-07]

جدول ۲. سیستم معامله‌گری در هند- وضعیت فعلی استانداردهای حاکم بر عملیات معامله‌گری

شایستگی‌ها یا معیارهای انتخاب	حداقل به مدت ۱ سال به عنوان NBFC ثبت شده است
	حداقل وجوه متعلقه خالص کمتر از ۱۵۰ کرور باشد
	در سال گذشته G-Secحداقل ۱۵٪ از کل گردش مالی بازار و حداقل ۱۵٪ از دارایی‌های می‌بایست G-Secباشد.
	ارائه هدف گردش مالی ۱۵۰٪ NOF برای معامله‌گران اولیه مستقل است.
	در مورد بانک‌ها اگر معامله‌گر اولیه باشند حداقل ۱۰۰۰ کرور NOF و9 ٪ CRARI .
تعهدات	حمایت از انتشارG-Secs ، T-Bills و قبوض مدیریت نقدی
	ارائه پیشنهادهای قیمت خریدوفروش در بازارهای G-Sec. آن‌ها نیاز دارند به گردش مالی ۵ برابر برای G-Secs و ۱۰ برابر برای T-Bills از متوسط ذخایر پایان ماه؛ گردش معاملات قطعی نباید کمتر از ۳ برابر در اوراق بهادار دارای تاریخ دولت و ۶ برابر در T-Bills/CMBs باشد.
امکانات یا امتیازات	دسترسی به تسهیلات حساب جاری و دفتر کل فرعی (SGL) با بانک مرکزی هند
	دسترسی به استقراض و وام بازار نقدی و کلیه ابزارهای بازار پول
	عضویت در سامانه‌های تجارت الکترونیک، معاملات و تسویه‌حساب
	دسترسی به LAF و علاوه بر این، معامله‌گران اولیه مستقل تحت یک طرح جداگانه به پشتیبانی نقدینگی از بانک مرکزی هند دسترسی پیدا می‌کنند.
	دسترسی به OMO های انجام‌شده توسط بانک مرکزی هند

مأخذ: بانک مرکزی هند

٦. استانداردهای کفایت سرمایه برای معامله‌گران اولیه مستقل

استانداردهای کفایت سرمایه برای معامله‌گران اولیه مستقل از دسامبر ۲۰۰۰ و به طور دوره‌ای با تحولات، تجربه به‌دست‌آمده در طول زمان و معرفی محصولات جدید در بازار به اجرا درآمد.

اقدامات عملیاتی معامله‌گران اولیه در سیستم معامله‌گری کشور هند

معامله‌گران اولیه با هدف سودآوری به این سیستم وارد شدند، فعالیت معامله‌گران اولیه در معرض نوسانات نامطلوب نرخ بهره قرار داشت که آن‌ها را در معرض زیان‌هایی که منجر به تشدید ریسک های ژئوپلیتیکی و اقتصادی و متعاقب آن تشدید نوسانات در بازارهای مالی داخلی یا بین‌المللی کشور قرار می‌داد. این ریسک برای معامله‌گران اولیه مستقل به دلیل اندازه ترازنامه نسبتاً کوچک آن‌ها شدت بیشتری یافت، در پرتو اجرای قوانین سازمان مدیریت بودجه و پاسخگویی مالی، بانک مرکزی هند ضرورت وجود سیستم معامله‌گری اولیه قوی که در آن معامله‌گران اولیه دارای توانایی‌های مالی قوی برای مدیریت ریسک هستند تشخیص داد.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-10-07]

بانک مرکزی هند معامله‌گران اولیه را موظف کرد که به عنوان بازارساز عمل کنند و عمق و نقدینگی را افزایش دهند

به منظور محافظت معامله‌گران از ریسک‌های منفی، بانک مرکزی هند به آن‌ها اجازه داد فعالیت خود را متنوع کنند. با این حال، تعداد محدودی از معامله‌گران اولیه فعالیت‌های خود را متنوع نمودند .همچنین طی سال‌های متمادی، بانک مرکزی هند، اجازه دسترسی انحصاری معامله‌گران اولیه به اوراق بهادار به عنوان ابزاری برای تقویت سیستم معامله‌گری به دلیل انحصار و مزیت‌های تجاری همراه آن، در بازاری که سرمایه‌گذاران عمده دارای اختیارات قانونی برای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار دولتی بودند، بررسی نمود.

مشارکت در بازار از اصلی‌ترین فعالیت‌های معامله‌گران اولیه است بانک مرکزی هند در بازار اولیه، توانسته بود حجم عظیم استقراض دولت را که مقارن با پیامدهای بحران مالی جهانی توأم بوده به‌واسطه مشارکت فعال معامله‌گران اولیه به شیوه‌ای مقرون‌به‌صرفه و کارآمد مدیریت نماید.

در حال حاضر معامله‌گران اولیه با هدف سودآوری در بازارهای اولیه، ثانویه، بازار پول، بازار مشتقات و بازار اوراق قرضه شرکتی مشارکت می‌کنند.

در بازار اولیه معامله‌گران اولیه اقدام به پذیره‌نویسی حراج‌های اولیه، واگذاری و نگهداری اوراق بهادار می‌نمایند و در بازار ثانویه بخشی از اوراق بهادار را به صورت قطعی پوشش می‌دهند معامله‌گران اولیه به دلیل نقش مهمی که به عنوان بازارساز در بازار اولیه و ثانویه اوراق بهادار دولتی دارند، عمدتاً وام‌گیرنده در بازار پول هستند. با مقایسه فعالیت آن‌ها در طی سال‌ها در بازارهای مختلف، می‌توان مشاهده کرد که معامله‌گران اولیه عمدتاً در بازار رپو وام می‌گیرند و دارایی‌های اوراق بهادار بزرگ خود را به عنوان وثیقه برای جمع‌آوری سرمایه به کار می‌گیرند.

انتظار می‌رفت که معامله‌گران اولیه به عنوان سرمایه‌گذاران خبره‌ای که با ریسک نرخ بهره ذاتی در اوراق بهادار سروکار دارند، از محصولات موجود در بازار برای پوشش ریسک استفاده کنند. این امر ناشی از ضرورت انبارداری بیشتر اوراق بهادار توسط معامله‌گران اولیه برای بازارسازی است که آن‌ها را در معرض ریسک نرخ بهره قرار می‌دهد که می‌تواند از طریق مشارکت بیشتر در بازار آتی نرخ بهره (IRF)[1] کاهش یابد.

1 Interest Rate Futures

[Downloaded from ejip.ir on 2026-10-07]

با این حال، طبق گزارش‌های بانک مرکزی هند، مشارکت IRF ها در آن گسترده نیست و بسیاری از فعالان بازار از جمله معامله‌گران اولیه‌ها هنوز شروع به استفاده فعال از محصول نکرده‌اند.

مشارکت معامله‌گران اولیه با توجه به معاملات در بازار مبادلات نرخ بهره [1](IRS) کم‌رنگ است .طبق آخرین داده‌های موجود از CCIL، معامله‌گران اولیه عمدتاً در بخش IRS-MIBOR فعال هستند در حالی که در سایر بخش‌های بازار IRS هیچ سهمی ندارند یا سهم حاشیه‌ای ندارند.

آن‌ها بیشتر فقط در IRS که در عرض یک سال سررسید می‌شوند فعال هستند. بانک‌های خارجی معمولاً طرف مقابل معاملات معامله‌گران اولیه هستند. بنابراین علی‌رغم بالا بودن آسیب‌پذیری نهادها در برابر ریسک نرخ بهره، معامله‌گران اولیه در هند در استفاده از مشتقات موجود برای پوشش ریسک و معاملات فعال نیستند.

در طول سال‌ها، بانک مرکزی هند تلاش کرده است تا دسته‌ای از پذیره‌نویسان و سازندگان بازار را در بازار اوراق مشارکت بر اساس خطوط معامله‌گران اولیه در بازار اوراق دولتی مشارکت توسعه دهد.

با وجود تحقق، اگر معامله‌گران اولیه دارای موجودی کافی از اوراق مشارکت باشند که برای بازارسازی مورد نیاز است، در معرض ریسک اعتباری بیشتری قرار خواهند گرفت.

اقدامات متعددی انجام‌شده از جمله متعهد شده‌اند تا مشارکت خود را در این بخش از بازار توسعه دهند، مانند کاهش ملاک‌های سرمایه‌گذاری و مجوز به معامله‌گران اولیه مستقل برای سرمایه‌گذاری وجوه استقراضی از بازار پول با محدودیت‌های معین، بانک‌ها و معامله‌گران اولیه مجاز بودند به عضویت مستقیم بورس‌ها برای انجام معاملات اختصاصی در بازار اوراق شرکت داده شوند اما معامله‌گران اولیه علاقه فعالی به این سرمایه‌گذاری‌های غیر [2]gsec نشان نداده‌اند و مشارکت به کمتر از ۱ درصد کل بازار محدود شده است؛ مانند بازار اوراق قرضه دولتی، معامله‌گران اولیه فروشندگان خالص اوراق مشارکت هستند.

سیستم معامله‌گری نشان داده با انعطاف‌پذیری حتی در چالش‌ها و در شرایط نامساعد بازار امکان تضمین تأمین مالی بدون اخلال وجود دارد و می‌توانند اطلاعات ارزشمند برای قیمت‌گذاری

1 Interest Rate Swaps
2 Government-securities

[Downloaded from ejip.ir on 2026-10-07]

اوراق در حراج ارائه دهند، با این حال، بانک مرکزی هند برای جلوگیری از رفتار نامناسب هشدارهایی را در موقع لزوم ارائه می‌نماید.

جداسازی تدریجی از الزامات SLR[1] برای بانک‌ها می‌تواند فضایی برای معامله‌گران ایجاد کند تا نقش خود را افزایش دهند .فرمت اصلاح شده معاملات IRF که در ابتدای سال ۲۰۱۴ در صرافی‌ها راه‌اندازی شد، ابزاری جایگزین برای مدیریت ریسک نرخ بهره به معامله‌گران اولیه ارائه می‌دهد تا نقش آن‌ها در این بخش از بازار افزایش یابد. بازنگری ملاک‌های تعیین شده به عنوان تقویت‌کننده مشارکت شرکت‌ها برای خریدوفروش بدهی عمل خواهد کرد.

۷. نتیجه‌گیری

با توجه به بررسی‌های انجام‌شده و مطالعه تجربیات کشور هند در خصوص پیاده‌سازی سیستم معامله‌گری در بازار بدهی این کشور به نظر می‌رسد این سیستم می‌تواند فرصتی برای ظرفیت‌سازی در مؤسسات مالی ایجاد نماید و قابلیت آن‌ها را در زمینه‌هایی همچون مدیریت ریسک و عملیات بازار باز افزایش دهد. به‌علاوه می‌تواند تأمین بودجه نماید و از طریق جذب مجموعه متنوعی از سرمایه‌گذاران مشارکت و عمق بازار را افزایش دهد. معامله‌گران اولیه همچنین با مدیریت ریسک و مشارکت در فعالیت‌های بازارساز، به حفظ ثبات و انعطاف‌پذیری در سیستم مالی کمک شایانی می‌نمایند و در نهایت بواسطه تأمین نقدینگی و بهبود عملکرد بازار ثانویه اوراق بدهی، کارایی بازار را افزایش داده و بدین ترتیب در توسعه بازار نقش مهمی ایفا می‌نماید. اما بحثی که باقی می‌ماند این است که در مسیر ایجاد این سیستم عوامل بازدارنده‌ای وجود دارد عمده‌ترین عوامل بازدارنده عبارتند از شرایط اقتصادی موجود (بی ثباتی تورم، نااطمینانی سرمایه‌گذاران و...)، تحریم‌ها، پایین بودن عمق بازار سرمایه و نرخ بهره دستوری با توجه به شرح تفسیر فوق تدابیری برای هموار نمودن این مسیر باید اتخاذ نمود.

1 Statutory Liquidity Ratio

[Downloaded from ejip.ir on 2026-10-07]

منابع

- IMF (2005) , Primary Dealers in Government Securities.
- Sahana Rajaram and Payal Ghose ¥ (2015), Two decades of primary Dealer Operations In India, Ccll Monthly ewsletter.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-10-07]