

بہ نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

گزارش اوراق قرضہ دولتی کرہ جنوبی:

راہبردهای انتشار

سید محمد جواد فرہانیان، میثم حامدی

گزارش اوراق قرضه دولتی کره جنوبی:

راهبردهای انتشار

مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی

شهریور ۱۳۹۲

هدف از تهیه این گزارش فراهم نمودن امکان مقایسه و احیاناً بکارگیری راهکارهای کشور کره برای گذار از وضعیت در حال توسعه به توسعه یافته است. کشور کره به لحاظ در اختیار داشتن منابع طبیعی با کشور ایران قابل مقایسه نیست با این حال معضل تأمین مالی اولیه در این کشور با شیوه‌های مبتکرانه‌ای که با اراده ملی نیز همراه بوده حل شده است. این گزارش می‌کوشد قسمتی از این راهکارها را واکاوی نماید. امید است در شرایط حاضر اقتصاد ایران که با مشکل شدید تأمین مالی گرفتار آمده، نتایج این مطالعه راهگشا باشد. نکته حائز اهمیت این است که در مواقع بحرانی که دولت کره با آن روبرو بوده (مثلاً شرایط جنگ با کره شمالی) دیگر به کارایی موثر ابزارها توجه نشده است، بلکه ابزارهای مالی که با کمترین هزینه مالی برای دولت (حتی با اعمال جبر برای خرید آن)، باعث عبور از بحران با منشاء بیرونی می‌شود مورد توجه قرار می‌گیرد. باتوجه به شرایط حساس کشور ما در برهه حاضر که تحریم‌های بین‌المللی عرصه را بر دولت تنگ کرده، توجه به راهکارهای کشور کره جنوبی می‌تواند حائز اهمیت باشد. محققان کره‌ای این دوره را در تاریخ بازار اوراق قرضه خود دوران نوپایی خوانده‌اند. دولت کره برای فروش رفتن این اوراق در این دوره اغلب از سیاست اجبار به خرید استفاده نمود. البته توصیه این است که در صورت ضرورت استفاده از این نوع ابزارها باید به‌گونه‌ای برنامه‌ریزی شود که پیامدهای منفی آن کاسته و سیستم به نوعی دارای انعطاف و قابلیت تغییر سریع به وضعیت عادی باشد که مسیر رشد بازار اوراق قرضه دچار اعوجاج یا تحریف نگردد. در مجموع نویسندگان این گزارش به توسعه بازار اوراق قرضه در کنار بازار سهام امیدوار هستند چرا که این امر به توسعه متوازن و قدرتمندانه بازار سرمایه نیز خواهد انجامید.

۳	مقدمه: اقتصاد کره
۵	تاریخچه بازار اوراق قرضه در کره
۷	کاربردهای اصلی اوراق قرضه دولتی
۸	انواع اوراق قرضه دولتی در کره
۹	روند بازار اوراق قرضه دولتی کره
۱۰	مرحله نوپایی (پیدایش) بازار اوراق قرضه دولتی کره جنوبی
۱۰	چالش‌های ابتدایی:
۱۲	تغییرات در بازار اوراق قرضه دولتی
۱۲	مهمترین سیاستهای اوراق قرضه دولتی
۱۳	اوراق قرضه بنیاد ملی (NFB)
۱۳	اوراق قرضه تاوان زمین
۱۴	اوراق ترمیم صنعتی
۱۴	اوراق صندوق خزانه برای موسسات بین المللی
۱۵	اوراق قرضه تلفن (ارتباطات)
۱۵	اوراق خزانه
۱۶	اوراق ساخت و ساز راهها
۱۶	اوراق قرضه تاوان صادرات
۱۷	ارزیابی دوره نوپایی بازار اوراق قرضه: دستاوردها و محدودیتها
۱۷	مرحله تغییر بازار اوراق قرضه دولتی کره: از بحران تا کنون
۱۸	1- انتشار منظم اوراق قرضه دولتی
۱۸	2- راهاندازی سیستم الکترونیکی معاملات اوراق قرضه
۱۹	۳- سیستم انتشار اوراق قرضه دولتی مشابه
۲۰	4- سیستم معامله گران اولیه
۲۰	5- تغییر شیوه حراج
۲۱	6- STRIPS
۲۱	7- اوراق خزانه مرتبط با تورم
۲۱	8- اوراق قرضه دولتی بلند مدت ۱۰، ۲۰ و ۳۰ ساله
۲۲	پایان: سیاست‌های تشویق صادرات در کره جنوبی

مقدمه: اقتصاد کره

مطالعه اقتصاد کره و تغییرات اجتماعی این کشور، فرصت مناسبی است برای شناخت بهتر عواملی که موجب توسعه آن گشته‌اند. طی یک نسل، کشور کره از یک کشور فقیر کشاورزی محور به یک جامعه مدرن صنعتی مبدل گشته است. رشد اقتصادی کره منجر به تحولی گشته که در حال حاضر سر لوحه بسیاری از کشورهای در حال توسعه می‌باشد.

رشد اقتصادی کره جنوبی به عنوان دومین رشد سریع اقتصادی دنیا در ۴ دهه اخیر شناخته می‌شود. این پیشرفت قابل توجه اغلب معجزه رودخانه هان نامیده می‌شود. کره جنوبی علی‌رغم کمبود منابع طبیعی و برخورداری از کمترین مساحت در میان کشورهای گروه ۲۰ (G۲۰) به عنوان یکی از اقتصادهای نیرومند دنیا تلقی می‌شود. اقتصاد کره جنوبی، چهارمین اقتصاد بزرگ آسیا و پانزدهمین در دنیا می‌باشد. همانند آلمان غربی و ژاپن، صنعتی سازی سریع از دهه ۱۹۶۰ کره جنوبی را به یکی از بزرگترین کشورهای صادر کننده در جهان تبدیل نمود. این کشور هفتمین شریک بزرگ تجاری آمریکاست. کره جنوبی به لحاظ دارا بودن ذخایر ارزهای خارجی در جهان در رتبه ششم قرار دارد. با وجود دارا بودن وضعیت توسعه یافته، کره جنوبی حرکت خود را به سوی رشد اقتصادی سریع همراه با بالاترین میزان تولید ناخالص ملی، صادرات و تولیدات صنعتی در جهان توسعه یافته را ادامه می‌دهد. در سال ۱۹۹۶ کره جنوبی به عضویت OECD درآمد. این کشور همانند بسیاری از دیگر همسایگان آسیایی خود، از بحران سال ۱۹۹۷ آسیب دید اما بازگشت این کشور بسیار هوشمندانه بود و دوران ریکاوری بسیار سریعی را طی کرد.

این کشور در حال حاضر پانزدهمین اقتصاد جهان از لحاظ تولید ناخالص داخلی محسوب می‌شود. اتخاذ استراتژی صادرات محوری (با اتکاء به فناوری‌های نوین و کسب مهارت‌های پیچیده) و بکارگیری حداقل ۱۹ نوع سیاست تشویق صادرات صنعتی،^۱ (پیوست شماره ۱) به طور مشخص کره جنوبی را صاحب یک هدف در مسیر توسعه اقتصادی خود نمود. همچنین تکیه به نقش بخش خصوصی در راهبرد صنعتی کره و نقش آفرینی ارشادی و گره گشایی دولت از موانع نیل به هدف از دیگر عوامل کلیدی توسعه کره برشمرده شده است. در پایان دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ کره جنوبی به طور اساسی آزادسازی اقتصادی را دنبال کرد؛ به ویژه قبل و بعد از بحران مالی ۱۹۹۷ و رکود بسیار شدید پس از آن. پرسشی که مطرح می‌شود این است که آیا کره جنوبی نمی‌توانست زودتر آزادسازی تجاری را آغاز نماید؟ برخی از اقتصاددانان بر این باورند که چنانچه کره جنوبی سیاست آزاد تجاری را از ابتدا عمل می‌نمود، سریع‌تر صنعتی شده بود. به نظر سایر تحلیل‌گران، برخی جنبه‌های آزادسازی در اواسط دهه ۱۹۹۰ عامل مهم بحران ۱۹۹۷ بود. به ویژه، آزادسازی حساب‌های سرمایه‌ای در ابتدا موجب ورود سرمایه برای سفته‌بازی شد و با بروز

^۱ منبع: مایکل تودارو مترجم: دکتر غلامعلی فرجادی به نقل از روزنامه دنیای اقتصاد

بحران خروج سرمایه روی داد، ولی این آثار برای کشورهای دیگری که بحران را تجربه کرده بودند، تا حدودی به دلیل افزایش

پس‌انداز و میزان خروج سرمایه در خارج از کشور کمتر بود^۲. با این حال کره از سیاست خود دست نکشید و بر ادامه مسیر اهتمام

ورزید.

یکی از هزینه‌های پرداخت شده (هزینه سیاسی) توسط کره مدد گرفتن از چابول^۳ در عرصه اقتصاد است^۴. در هیچ یک از کشورهای سرمایه‌داری، قدرت اقتصادی به اندازه کره جنوبی متمرکز نیست و جالب این که در هیچ کشور کمونیستی نیز قدرت اقتصادی به اندازه کره شمالی متمرکز یافته نمی‌باشد (منبع: اکونومیست). قبل از بحران مالی آسیا در سال های ۱۹۹۷-۹۸، «چابول»های خانوادگی، ابزار مفیدی برای اجرای سیاست‌های دولت بودند. چابول‌ها در ازای ایجاد هزاران شغل و فراهم کردن شرایط رشد اقتصادی، از حمایت مالی دولت و آزادی گسترش فعالیت های تجاری برخوردار شدند. با وجود این، پس از بحران، بسیاری از ناظران، سقوط و اضمحلال این شرکت ها را پیش بینی کردند. در حقیقت تعداد زیادی از این گروه های صنعتی تحت فشار دولت و زیربار فشار سنگین بدهی ها از هم پاشیدند. با این همه، بعضی از شرکت های وابسته به چابول‌ها، به ویژه «سامسونگ» و «هیوندای موتور» با سازگاری و تطبیق خود با شرایط موجود از توانایی لازم برای رقابت در سطح بین‌المللی برخوردار شدند. معضلی که آینده این بخش را تهدید می‌کند عدم توجه به موقع به افزایش انتظارات عمومی در مورد اصول اخلاقی تجارت است. همچنین به دلیل اینکه برخی شرکت‌ها با رانت از مزایای دولتی استفاده کرده و برخی دیگر از این مزایا منتفع نشدند، «چابول» یک هزینه سیاسی نیز به حساب می‌آید. قوانین ضد تراست، اقتصاد کره جنوبی را رقابتی‌تر کرده است. هر چه اقتصاد بالغ‌تر می‌شود، نقش دولت در بخش‌های تولیدی غیرمستقیم‌تر می‌گردد. نکته واضح این است که کره جنوبی دارای منابع طبیعی و همچنین منابع انرژی چشمگیری نیست، منابع مالی این کشور نیز در ابتدا محدود بودند. رشد صنعتی بدون

^۲ به عبارتی مشکل بحران پس از خصوصی سازی یک واقعیت اقتصادی است. چراکه فضا و مجال برای سفته بازی (تکیه بر بازار ثانویه) فراهم و این بازی به شدت رونق می‌گیرد. راهکار جلوگیری از این بحران افزایش پس انداز ملی و محدود کردن مجال خروج سرمایه از کشور است. متأسفانه این موضوع در سالهای اخیر در کشور ما مورد توجه قرار نگرفته است. و سرمایه های آزاد به سرعت توسط فرصت‌های کشورهای همسایه (ترکیه و امارات) جذب شده اند.

^۳ چابول (chaebol) مجموعه‌ای از شرکت‌های بزرگ است که معمولاً به صورت سرمایه‌داری خانوادگی ایجاد و اداره شده‌اند (رجب زاده - فاضلی ۱۳۸۶). این مفهوم مقابل مفهوم زایاتسو ژاپنی است که به سرمایه خصوصی خود متکی است اما چابولها با حمایت دولت کار خود را آغاز کرده اند. اقتصاد کره تا پیش از جنگ جهانی به شدت به ژاپن وابسته و بخش عمده صنایع توسط ژاپنی ها اداره می شدند بعد از جنگ جهانی این صنایع و دارایی‌ها توسط دولت به کره‌ای های صاحب نفوذ واگذار شد که به علاوه مبالغ تخصیصی ارز بدون ضابطه در اختیار ایشان قرار گرفت. به این ترتیب این طبقه با حمایت دولت شکل گرفت.

^۴ تولیدات صنعتی در کره جنوبی تحت سلطه چند شرکت مختلط خانوادگی به نام «چابول» قرار دارد. گروه سامسونگ، بزرگ ترین گروه صنعتی کره جنوبی به تنهایی بیش از ۱۳۰ هزار کارگر در استخدام خود دارد. این شرکت حدود یک پنجم از کل صادرات کشور و بخش قابل ملاحظه ای از درآمدهای دولت را برعهده دارد. گروه «هیوندای - کیا»، دومین گروه بزرگ کره جنوبی، تولیدکننده حدود سه چهارم از کل خودروهای در حال تردد کشور است و با توجه به طرح ساخت کارخانه های جدید در آمریکا، جمهوری چک و چین، در حال حاضر هفتمین خودروساز بزرگ جهان به شمار می‌رود.

در اختیار داشتن این عوامل نیز متصور نیست، چگونه کره از پس گذار از کاستی‌های مالی خود برآمده است؟ در این مجال به بررسی یکی از راهکارهای دولت کره جنوبی برای تأمین مالی اشاره می‌شود.

نکته مهم این است که کره جنوبی، تجربیات خود را بدون هیچگونه مضایقه در اختیار کشورهای دیگر قرار می‌دهد. این روند از سال ۲۰۰۴ آغاز گردیده اما از سال ۲۰۱۰، مستند سازی این تجربیات در حوزه‌های مختلف آغاز شده و یکی از این مستندسازی‌های اقتصادی، درخصوص اوراق قرضه دولتی منتشر شده در کره جنوبی می‌باشد؛ اوراقی که پس از رهایی از استعمار ژاپن و جنگ داخلی در سال‌های ۱۹۴۵ و ۱۹۵۰، بستر رشد اقتصادی این کشور را فراهم نموده‌اند. در ذیل، ضمن بررسی تاریخچه بازار اوراق قرضه این کشور، به انواع اوراق منتشر شده و همچنین کارایی و روندهای معاملاتی آنها پرداخته‌ایم.

تاریخچه بازار اوراق قرضه در کره

بازار اوراق قرضه دولتی کره با انتشار اوراق قرضه بنیاد ملی^۵ (NFB) در سال ۱۹۵۰ برای تأمین مالی کسری بودجه دولت آغاز گردید. از آن زمان به بعد، اوراق قرضه متعددی در این کشور انتشار یافته و براساس نیاز توسعه اقتصادی منتشر گشته‌اند. بازار اوراق قرضه این کشور را می‌توان به ۳ دوره تقسیم نمود: ۱- مرحله ظهور تا دهه ۱۹۶۰، ۲- مرحله رکود نسبی از دهه ۱۹۷۰ تا بحران آسیایی و ۳- مرحله اصلاحات که پس از بحران رخ داده است.

در آغاز مرحله ظهور، اوراق قرضه بدون پشتوانه دارایی فیزیکی^۶ بین شرکت‌های اوراق بهادار به‌صورتی ساختار نیافته و در بازار خارج از بورس بین افراد تا سال ۱۹۵۶ هنگامی که بورس کره راه‌اندازی شد، مورد معامله قرار می‌گرفت. بورس اوراق بهادار کره (KSE) تنها بازار اوراق قرضه دولتی بدون ساختار نهادی که انتشار آنها را تسهیل نماید به حساب می‌آمد. اوراق قرضه بنیاد ملی تنها اوراق قرضه پذیرفته شده در بورس کره تا سال ۱۹۶۸ بود و حجم معاملاتی آن حدوداً ۸۰ درصد کل حجم معاملاتی KSE در دهه ۱۹۶۰ را در بر می‌گرفت. آنچه مشهود بود، توسعه ابتدایی بازار اوراق بهادار کره با بازار NFB ارتقا یافت. صرفاً در سال ۱۹۶۹ چندین اوراق قرضه دولتی با حجم کم در بورس کره پذیرفته شدند. بازار اوراق قرضه شرکتی نیز پس از سال ۱۹۷۲، با فراهم شدن امکان عرضه عمومی این اوراق، برای اولین بار در بورس کره پا به عرصه ظهور گذاشتند.

در آغاز دهه ۱۹۷۰، بازار اوراق قرضه شرکتی گسترش زیادی را تجربه نمود در حالی که بازار اوراق قرضه دولتی کاهش چشمگیری داشت. توسعه کند بازار اوراق قرضه دولتی تا دهه ۱۹۹۰، به دلیل شرایط مالی دولت کره که با حفظ عملکرد مناسب

^۵ National Foundation Bond

^۶ Debenture

مالی از کسری بودجه اجتناب ورزیده و نیاز به تأمین مالی را کاهش داده بود، ادامه یافت. در اغلب مواقع تراز حساب‌های دولت با مبالغ مازاد مواجه بود و انتشار اوراق قرضه دولتی به اندازه‌ای نبود که بازار اولیه و ثانویه‌ای را فعال کند. از سوی دیگر، شرکت‌ها فعالانه به انتشار اوراق قرضه مبادرت می‌ورزیدند به‌طوری که اندازه بازار این اوراق در مقایسه با بازار اوراق قرضه دولتی بزرگتر گشته بود. در نتیجه این اتفاق، اوراق قرضه شرکتی با سرسید ۳ سال به‌عنوان معیار بازار اوراق قرضه قرار می‌گرفت؛ دقیقاً بر خلاف کشورهای دیگر که اوراق قرضه دولتی را معیار بازار اوراق قرضه قرار می‌دهند. به‌ترتیب، از آنجایی که اوراق قرضه شرکتی تقریباً از سوی بانک‌ها تضمین می‌شدند و سررسیدهای کوتاه مدتی داشتند، به‌عنوان شکل دیگری از وام بانکی به آنها نگریسته می‌شد. در طی دوره دوم (یعنی دوره رکود)، بازار مالی کره با پیشسازی بازار سهام و اوراق قرضه شرکتی و محدودیت در فعالیت اوراق قرضه دولتی همراه بود.

در شرایطی که دولت به ندرت دچار کسری بودجه می‌شد، اوراق قرضه دولتی صرفاً برای تأمین مالی سیاست‌های خاصی از قبیل بازسازی مناطق جنگ‌زده، اصلاح زمین، صنعتی‌سازی، ایجاد کارخانه‌های شیمیایی عظیم، حل نیاز مسکن، و دیگر موارد خاص اقدام به انتشار اوراق قرضه می‌نمود. این روند، با توجه به اینکه دولت کره بانک‌ها را موظف به خریداری اوراق قرضه دولتی با نرخ بهره مشخص می‌نمود اساساً منتج به رکود مالی گشت. می‌توان چنین اظهار داشت که انتشار اوراق قرضه دولتی در کره شکل دیگری از ساز و کار دریافت مالیات محسوب می‌شد تا استقراض از بازار. اگرچه این روش تأمین مالی هزینه پائینی برای دولت داشت، اما از توسعه بازار اوراق قرضه ممانعت به عمل آورده و ساختار نرخ بهره را منحرف می‌نمود. لذا در طی این دو برهه، اوراق قرضه دولتی کره توفیق چندانی نداشت.

بحران مالی آسیایی در سال ۱۹۹۷، اقتصاد کره را دستخوش تغییرات گسترده‌ای قرار داد. بازار اوراق قرضه دولتی نیز یکی از تغییرات گسترده مالی بود که پس از بحران حاصل گردید. در پی این تغییرات، بازار اولیه و ثانویه و همچنین زیرساخت‌های اوراق قرضه دولتی تغییرات گسترده‌ای را شاهد بودند. همراستایی نرخ اوراق قرضه با نرخ بهره بازار، کشف قیمت از سوی بازار، افزایش نقدینگی و ارتقای عمق بازار، راهاندازی سیستم‌های معاملاتی برای اوراق قرضه و تسویه و پایاپای این اوراق، و در نهایت ایجاد چارچوب مدیریت ریسک از اقداماتی هستند که پس از بحران صورت گرفته‌اند. با توجه به اصلاحات صورت گرفته سرمایه‌گذاران زیادی جذب بازار اوراق قرضه دولتی شدند. علاوه بر این، در تلاش برای جهانی‌سازی بازار مالی، دولت کره اقدام به قانون‌زدایی در بازار مالی، کاهش موانع ورود به بازار برای مؤسسات خارجی و ارتقای فضای سرمایه‌گذاری نمود.

کاربردهای اصلی اوراق قرضه دولتی

ابتدایی‌ترین کاربرد اوراق قرضه دولتی تأمین مالی کسری بودجه دولت می‌باشد. منبع اصلی درآمدهای دولت درآمدهای مالیاتی است. اما براساس شرایط اجتماعی و اقتصادی، درآمدهای مالیاتی ممکن است کفاف پوشش هزینه‌های مالی را ندهد. لذا در چنین شرایطی، به‌منظور پر کردن کمبودها و رسیدن به تراز مالی، دولت اقدام به انتشار اوراق قرضه می‌نماید. این اوراق قرضه، با توجه به ضمانت پرداخت اصل و سود سرمایه جذب شده، به‌عنوان سرمایه‌گذاری بدون ریسک و با ثبات شناخته می‌شود. بنابراین، چنانچه بازار اوراق قرضه به‌خوبی توسعه یافته باشد، می‌تواند در کنار استقراض از بانک مرکزی و استقراض خارجی، انتشار اوراق قرضه دولتی نیز به‌عنوان روش تأمین مالی داخلی محسوب شود.

از سوی دیگر، انتشار اوراق قرضه دولتی به‌عنوان روشی که به سیاست‌های پولی دولت کمک می‌کند نیز شناخته می‌شوند. به‌طوری که در سیاست‌های انقباضی، دولت‌ها اوراق قرضه بیشتری منتشر می‌کنند تا حجم نقدینگی را کاهش داده و متعاقباً بر نرخ تورم اثرگذار باشند.

سومین کاربرد اوراق قرضه دولتی را می‌توان در تأمین مالی پروژه‌های دولتی جستجو نمود. به‌طوری که برای انجام پروژه‌های دولتی (دولت مرکزی، دولت‌های محلی و شهرداری‌ها، و مؤسسات دولتی) با انتشار اوراق قرضه برای اجرای پروژه‌های ملی و تأمین مالی آنها اوراق قرضه منتظر می‌نمایند.

چهارم آنکه، بازار اوراق قرضه دولتی یکی از عناصر اصلی بازارهای مالی محسوب می‌شود و می‌تواند اثر مثبتی بر توسعه بازارهای مالی داشته باشد. وجود اوراق قرضه دولتی در بازار مالی موجب ایجاد زیرساخت‌های ابتدایی بازار مالی مانند قوانین، مؤسسات مربوطه، محصولات متنوع، خدمات، و دیگر بازارهای مشتقه خواهد شد. به‌عنوان مثال، اوراق قرضه دولتی از سوی معامله‌گران به‌عنوان یکی از ابزارهای اصلی پوشش ریسک نرخ بهره، دارایی پایه و وثیقه مورد استفاده قرار می‌گیرد. وجود چنین ابزارهایی موجب نوآوری‌های مالی شده و سرمایه‌گذاران بیشتری را جذب بازار مالی می‌نماید.

انواع اوراق قرضه دولتی در کره

از زمان انتشار اولین اوراق قرضه دولتی، دولت کره تاکنون ۲۰ نوع اوراق قرضه منتشر نموده است. دولت کره در حال حاضر ۵ نوع اوراق قرضه منتشر می‌نماید: ۱- اوراق قرضه خزانه کره^۷ (KTB)، ۲- اوراق قرضه تثبیت نرخ ارز خارجی^۸ (FESB)، ۳- اوراق خزانه^۹ (TB)، و دو نوع اوراق قرضه مسکن ملی^{۱۰} (NHB).

اوراق خزانه کره (KTB) اوراق قرضه دولتی است که تحت نظارت صندوق مدیریت سرمایه‌های عمومی (دولتی) به منظور افزایش سرمایه مورد نیاز برای اجرای پروژه‌های مختلف دولتی منتشر می‌شود. اوراق قرضه مسکن ملی ۱ و ۲ تحت نظارت صندوق مسکن ملی به منظور افزایش سرمایه لازم برای ساخت خانه‌های مسکونی و به منظور ثابت نگه داشتن شرایط زندگی عمومی منتشر می‌گردد. بر خلاف دیگر اوراق قرضه منتشر شده در کره، این نوع اوراق قرضه بر مبنای خرید اجباری^{۱۱} که در قسمت‌های بعدی شرح داده خواهد شد، منتشر می‌شود. اوراق قرضه تثبیت نرخ ارز خارجی (FESB) نوعی اوراق بدهی دولتی است که به منظور تثبیت بازار ارز خارجی ذیل قانون معاملات ارز خارجی منتشر می‌شود. اوراق گواهی خزانه (TB) ذیل قانون مدیریت صندوق ملی به منظور کنترل عرضه پول و تأمین مالی کسری بودجه موقت دولت منتشر می‌شود. در میان تمام اوراق قرضه‌های دولتی، KTB بیشترین میزان انتشار و حجم معاملاتی را به خود اختصاص داده است. جدول ۱ اطلاعات مربوط به اوراق منتشر شده از سوی دولت کره را به نمایش در آورده است.

نوع	قصد از انتشار		شرایط انتشار		
			روش انتشار	سررسید	نرخ بهره
KTB	مقاصد عمومی (مانند رفاه اجتماعی)		مناقصه	۳، ۵، ۱۰، ۳۰ سال	نرخ بازار
FESB	تثبیت وان کرده در بازار فارکس		مناقصه	طی ۱۰ سال	نرخ بازار
NHB	نوع ۱	ساخت خانه‌های مسکونی	خرید اجباری	۵ سال	۲٫۵٪
	نوع ۲			۱۰ سال	صفر٪
TB	کنترل عرضه پول و کسری بودجه موقت دولت		مناقصه	طی ۱ سال	صفر٪

جدول ۱- انواع اوراق قرضه منتشر شده در کره

⁷ Korea Treasury Bond

⁸ Foreign Exchange Stabilization Bond

⁹ Treasury Bill

¹⁰ National Housing Bond

¹¹ Mandatory Placement

رند بازار اوراق قرضه دولتی کره

بازار اولیه

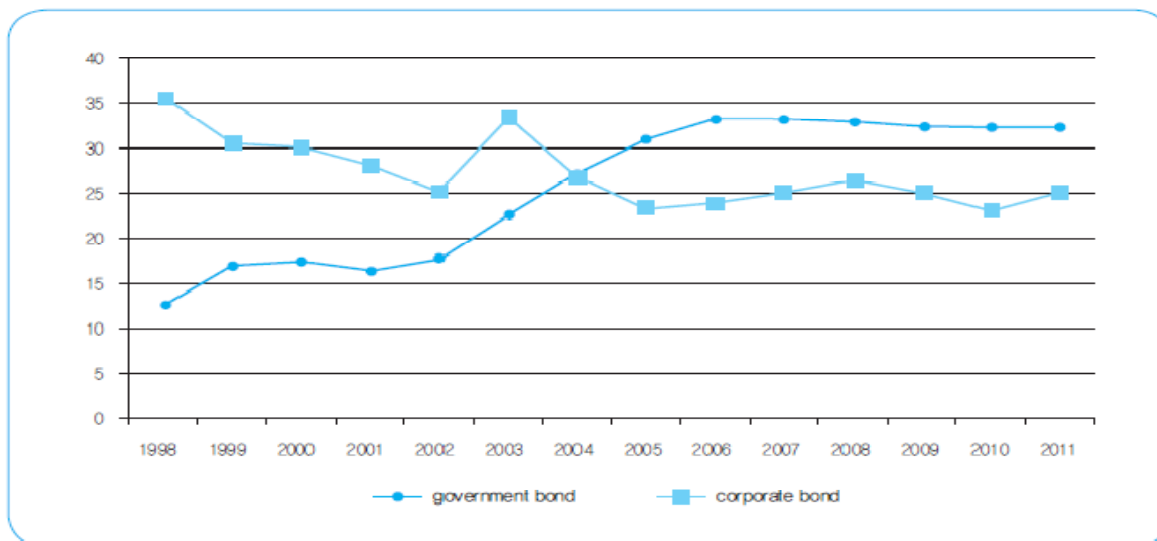
پس از بحران ارزی سال ۱۹۹۷، بازار اوراق قرضه دولتی کره رشد چشم‌گیری داشت. انتشار اوراق قرضه دولتی از ۱۷٫۶ تریلیون وان (KRW) در سال ۱۹۹۸ به ۱۰۳ تریلیون وان در سال ۲۰۱۱ رسید. همچنین، میزان اوراق قرضه دولتی در دست مردم از ۴۲٫۱ تریلیون وان در سال ۱۹۹۸ به ۳۸۹ تریلیون وان در پایان سال ۲۰۱۱ افزایش یافت. اوراق قرضه خزانه بیشترین میزان یعنی ۸۷٫۶ درصد و اوراق قرضه مسکن ملی ۱۲٫۵ درصد را به خود اختصاص داده‌اند. رشد سریع بازار اوراق قرضه دولتی موجب شد تا در سال ۲۰۰۴ بازار این اوراق از اوراق قرضه شرکتی پیشی بگیرد. جداول ذیل اطلاعات مربوط به اوراق قرضه دولتی از سال ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۱ را نشان می‌دهند.

۲۰۱۱	۲۰۱۰	۲۰۰۹	۲۰۰۸	۲۰۰۷	۲۰۰۶	۲۰۰۵	۲۰۰۴	۲۰۰۳	۲۰۰۲	۲۰۰۱	۲۰۰۰	۱۹۹۹	۱۹۹۸	
۸۱٫۳	۷۷٫۷	۸۵	۵۲٫۱	۴۸٫۳	۶۰٫۷	۶۲٫۶	۵۶	۳۴٫۵	۱۹٫۴	۲۲٫۳	۱۵٫۲	۱۸٫۷	۱۲٫۵	KTB
---	---	---	---	---	---	---	---	۷٫۸	۷٫۵	۳٫۶	۵٫۸	۳٫۹	۰٫۰۰۵	FESB
۱۰	۸٫۹	۱۰٫۹	۱۰٫۶	۱۱	۹٫۹	۷٫۵	۸	۱۰٫۲	۷٫۸	۵٫۵	۴٫۷	۳٫۴	۲٫۷	NHB
۱۱٫۷	۲	۰٫۶	۰٫۱	۰٫۵	۶٫۲	۱۸	۱۱٫۸	۷	---	---	---	۳٫۲	۲٫۴	مابقی
۱۰۳	۸۸٫۶	۹۶٫۵	۶۲٫۸	۵۹٫۷	۷۶٫۸	۸۸٫۱	۷۵٫۸	۵۹٫۵	۳۴٫۷	۳۱٫۴	۲۵٫۷	۲۹٫۲	۱۷٫۶	مجموع

جدول ۲- میزان انتشار اوراق قرضه دولتی (تریلیون وان)

۲۰۱۱	۲۰۱۰	۲۰۰۹	۲۰۰۸	۲۰۰۷	۲۰۰۶	۲۰۰۵	۲۰۰۴	۲۰۰۳	۲۰۰۲	۲۰۰۱	۲۰۰۰	۱۹۹۹	۱۹۹۸	
۳۴۰٫۱	۳۱۰٫۱	۲۸۰٫۹	۲۳۹٫۳	۲۲۷٫۴	۲۰۶٫۸	۱۷۰٫۵	۱۲۳٫۱	۸۱٫۵	۵۵٫۶	۵۰٫۹	۴۴٫۲	۳۴٫۲	۱۸٫۸	KTB
---	---	---	---	۳	۸٫۱	۱۵٫۳	۲۲٫۲	۲۳٫۶	۱۵٫۸	۸٫۷	۸٫۴	۶٫۲	۳٫۹	FESB
۴۸٫۹	۴۹	۴۳٫۶	۴۱	۳۹٫۷	۳۸٫۴	۳۴	۳۰٫۵	۲۷٫۹	۲۳٫۱	۱۷٫۸	۱۴٫۹	۱۲٫۸	۱۱	NHB
۰	۱٫۱	۵٫۳	۴٫۸	۴٫۸	۴٫۷	۳٫۴	۳٫۲	۳٫۹	۴٫۵	۵٫۵	۵٫۸	۸٫۴	۸٫۴	مابقی
۳۸۹	۳۶۰٫۲	۳۲۹٫۸	۲۸۵٫۱	۲۷۴٫۹	۲۵۸	۲۲۳٫۲	۱۷۸٫۹	۱۳۶٫۹	۹۹	۸۲٫۹	۷۳٫۳	۶۱٫۶	۴۲٫۱	مجموع

جدول ۳- میزان اوراق قرضه دولتی در دست مردم (تریلیون وان)



جدول ۴- مقایسه اوراق قرضه شرکتی در مقابل اوراق قرضه دولتی

بازار ثانویه

پس از بحران سال ۱۹۹۷، بازار سهام و اوراق قرضه شرکتی به شدت نزول یافتند در حالی که بازار اوراق قرضه دولتی رشد نمود. شرایط پس از بحران کمک زیادی به توسعه بازار اوراق قرضه دولتی نمود. در میان این عوامل، هنگامی که فوران بحران مالی به پایان رسید، بانک‌ها اولین هدف تغییر ساختار شدند؛ دولت کره صحت عملکرد بانک‌ها را براساس نسبت کفایت سرمایه بانک تسویه بین‌المللی (BIS) آنها مورد ارزیابی قرار داد و بر قابلیت ادامه حیات آنها صحنه گذاشت. متعاقباً، بانک‌ها نیز برای اجتناب از ریسک، تضمین اوراق قرضه شرکتی را خاتمه دادند که منجر به فروپاشی بازار این نوع اوراق قرضه گشت. علاوه بر این، دولت کره با درک اهمیت بازار با کیفیت اوراق قرضه برای کشور، اصلاحات گسترده‌ای را آغاز نمود که منجر به افزایش حجم اوراق قرضه دولتی و همچنین کیفیت این اوراق شد. ارتقای کیفیت و عمق بازار در بازار اوراق قرضه دولتی، موجب رونق گرفتن بازار ثانویه در این عرصه شد.

مرحله نوپایی (پیدایش) بازار اوراق قرضه دولتی کره جنوبی

چالش‌های ابتدایی:

آشوبی که پس از جنگ با ژاپن و سپس جنگ‌های داخلی دامنگیر کره جنوبی شده بود تمامی زیرساخت‌های اقتصادی و مالی این کشور را نابود نمود. در نتیجه توجه به بازسازی زیرساخت‌های ویران شده معطوف گردید. اما درآمدهایی همچون مالیات برای

این کار ناکافی و ناپایدار بودند. از سوی دیگر، سیستم مالی بعد از جنگ نمی توانست از پس تأمین مالی گسترده برای بازسازی برآید. لذا دولت کره تلاش فراوانی برای تأمین مالی بودجه و طرحهای توسعه‌ای خود نمود. در این مسیر سه راه اصلی برای تأمین کسر بودجه دولت وجود داشت. نخست اینکه از سایر بخشهای اقتصاد استقراض کند، که این به معنای فروش اوراق قرضه در بازار است. یا از بانک مرکزی استقراض نماید؛ که این به معنای چاپ پول جدید (و تورم) در اقتصاد است. و دست آخر اینکه از بازارهای مالی بین‌المللی قرض بگیرد که این به معنای افزایش بدهی خارجی است.

اوراق قرضه بنیاد ملی کره (NFB) نخستین اوراق دولت کره بود که در سال ۱۹۵۰ با هدف جبران کسر بودجه منتشر گردید. با این حال این پول کسر بودجه را پوشش نمی‌داد چراکه هزینه‌های ناشی از جنگ (جنگ داخلی بین کره جنوبی و شمالی) افزایش یافته بود. تا اینکه در سال ۱۹۷۰ دولت کره استقراض خارجی و استقراض از بانک مرکزی را برگزید. این امر تا ۸۰ درصد از کسری بودجه را پوشش داد در حالیکه سهم اوراق قرضه تنها ده درصد بود. این امر فشار تورمی شدیدی را بر کره وارد آورد. دولت کره به جای جبران کسر بودجه، اوراق قرضه دولتی را برای مقاصد خاص نظیر بازسازی، سیاست پولی، ساخت و ساز خانه‌های مسکونی، تحولات صنعتی، نجات موسسات مالی، و غیره مورد استفاده قرار داد. به این ترتیب می‌توان گفت در مرحله نوپایی سیاست اوراق قرضه دولتی متمرکز بر رفع نیازهای خاص شده بود. اوراق جدید قرضه دولتی بعد از دهه ۱۹۶۰ منتشر شدند (از جمله NFB^{۱۲}، اوراق تاوان زمین^{۱۳}، اوراق ترمیم صنعتی^{۱۴}، اوراق قرضه تلفن، اوراق خزانه، اوراق ساخت راه‌ها، اوراق صندوق خزانه برای موسسات بین‌المللی^{۱۵} و اوراق تاوان مصادرات^{۱۶}).

تا سال ۱۹۶۸ NFB اصلی‌ترین اوراق قرضه دولتی در بازار که در بورس سئول نیز مورد پذیرش قرار گرفته بود. بعد از جنگ کره این اوراق به شکل مرتب تا سال ۱۹۶۳ منتشر گردیدند. تا اینکه در سال ۱۹۶۴ دولت کره انتشار این اوراق را متوقف کرد که این امر باعث شد بازار اوراق قرضه که مبتنی بر این اوراق شکل گرفته بود رو به اضمحلال گذارد. احیاء بازار اوراق قرضه تنها پس از عرضه اوراق جدید دولتی در سال ۱۹۶۸-۶۹ رخ داد که پیشتر به ذکر اسامی آنها پرداخته شد. این اوراق همگی در بورس سئول مورد پذیرش قرار گرفته و در آن بازار مورد معامله قرار گرفتند. که این بازار را با رشد چشمگیری در اندازه و حجم معاملات مواجه کرد.

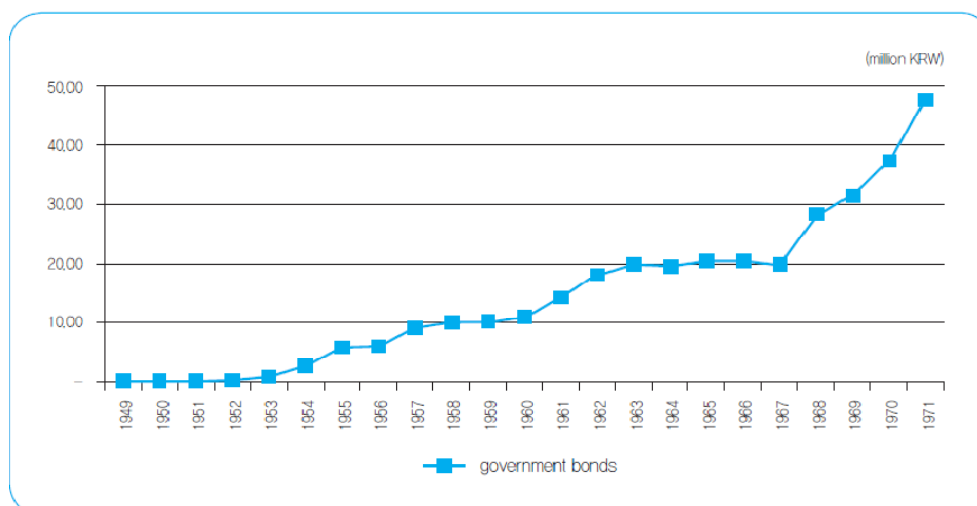
¹² National Foundation Bond

¹³ Land Compensation Bond

¹⁴ Industry Recovery Bond

¹⁵ Treasury Bill Fund to International Institutions

¹⁶ Compensation for Requisition Bond



Source: Bank of Korea, Monthly Report

تغییرات در بازار اوراق قرضه دولتی

در طی مرحله نوپایی بازار اوراق قرضه دولتی، دولت کره تلاش فراوانی برای توسعه و گسترش بازار سرمایه انجام داد، از جمله، ایجاد بورس اوراق بهادار کره و تصویب چندین قانون مرتبط، با این حال سیاست های اوراق قرضه دولتی عمدتاً در انتشار اوراق قرضه دولتی جدید برای پاسخگویی به نیازهای پروژه های جدید متمرکز گردید.

مهمترین سیاستهای اوراق قرضه دولتی

در سال ۱۹۴۳ بازار بورس اوراق بهادار چوسان در کره توسط ژاپنی ها تأسیس شد. این بورس در سال ۱۹۴۶ بسته شد و اوراق بهادار موجود در بازار خارج از بورس مورد معامله قرار می گرفت. تا اینکه در مارس ۱۹۵۶ بورس اوراق بهادار کره تأسیس گردید. برای تقویت این بازار قانون بورس و اوراق بهادار کره در سال ۱۹۶۲ به تصویب رسید. این بورس در اوایل سال ۱۹۶۳ به دلیل یک فروپاشی بزرگ بسته و تا ماه می همان سال مجدداً بازگشایی شد. در همین حال دولت کره تلاش نمود قانون توسعه بازار سرمایه را تصویب کرده و شرکت سرمایه گذاری کره را بر همین اساس تأسیس نماید. این قانون به ایجاد یک محیط مساعد برای رشد بازارهای سرمایه با تشویق شرکت ها به سهامی عام شدن و پذیرش در بورس انجامید که تا سال ۱۹۷۶ این روند ادامه یافت. همچنین از سال ۱۹۶۹، سه اوراق قرضه عمومی جدید: اوراق ساخت راه ها، اوراق تأمین مالی صنعتی و اوراق قرضه ملی مسکن، به بورس سئول راه یافتند.

اوراق قرضه بنیاد ملی (NFB)

اوراق قرضه بنیاد ملی برای اولین بار در سال ۱۹۵۰ به موجب قانون اوراق قرضه ملی در سال ۱۹۴۹ با هدف جبران کسر بودجه منتشر گردید. اما در طول جنگ دو کره هدف از انتشار آن گسترده تر شد تا هزینه نظامی را نیز پوشش دهد که البته در این کار موفق نبود. تا سال ۱۹۶۳، این اوراق ۱۷ مرتبه منتشر شدند (که آخرین اوراق تا سال ۱۹۷۵ بازپرداخت و تسویه شد) اما وجوه آن برای جبران هزینه جنگ و بازسازی اقتصاد کافی نبود. اگرچه دولت کره دارایی های دولت استعمارگر ژاپن را تصاحب کرده بود اما به سختی می توانست بابت توزیع آنها بین شهروندان خود مبالغی را جمع آوری کند (به موضوع چابول در مقدمه مراجعه کنید) اوراق قرضه بنیاد ملی ۱۷ بار در سال ۱۹۶۳ صادر شد و بازپرداخت در سال ۱۹۷۵ تکمیل گردید. پس از پذیرش این اوراق در بورس کره در سال ۱۹۵۶ تا سال ۱۹۶۹ تنها اوراق موجود در بازار NFB بودند. تا اینکه سایر اوراق از جمله اوراق ساخت راه ها و ملی مسکن، نیز در بورس پذیرفته شدند. که منجر به شکل گیری بازار اوراق بهادار وسیع و به لحاظ حجم معاملات بزرگتر از بازار سهام این کشور شد. *(این اوراق غیر قابل بازخرید و تنها قابل معاوضه در بورس بوده و الزام به خرید آن شبیه پرداخت مالیات برای برخی از اشخاص حقیقی غیر قابل اجتناب بوده است).*

اوراق قرضه تاوان زمین^{۱۷}

بر اساس قانون اصلاحات اراضی کره ۱۹۴۷، دولت زمینهای اربابان را تصاحب کرده و به ازای آن اوراقی به ارزش ۱٫۵ برابر ارزش محصول سالانه زمین پرداخت نمود. در پی اجرای طرح ملی اصلاحات اراضی کشاورزی در سال ۱۹۵۰ اراضی خصوصی مالکان عمده توسط دولت خریداری شدند (تا (شاید) به کشاورزی مدرن و یکپارچه در آن اقدام کند). هدف از اوراق قرضه تاوان زمین، پرداخت هزینه ای بود که به واسطه اجرای این طرح بر دولت تحمیل شده بود. بر اساس قانون بازگرداندن دارایی های دولتی^{۱۸} این اوراق دارای نقدشوندگی، قابلیت خرید و فروش در بورس (دارای بازار ثانویه) بوده و به عنوان بازپرداخت برای اعاده زمین های کشاورزی نیز قابل استفاده بودند. همچنین این اوراق قابل وثیقه گذاری توسط شرکتها بود به گونه ای که با در اختیار گرفتن و در وثیقه قرار دادن درصد مشخصی از این اوراق شرکت می توانست به مبلغ معینی وام بانکی دست یابد. ضمناً این

^{۱۷} اوراق قرضه تاوان زمین اوراق قرضه ای هستند که در بسیاری از کشورها برای تامین مالی تمام یا بخشی از غرامتی که باید بابت خرید اجباری زمین به مالکان خصوصی پرداخت شود، منتشر می گردد. در دولت کره ابتدا اراضی ملاکان بزرگ به اجبار از آنان خریداری شد و بعد اوراقی که مالک آن می توانست با در اختیار داشتن درصد مشخصی از آن مجدداً زمینی را تصاحب کند، منتشر گردید!

^{۱۸} Abiding by the Treatment of State-Reverted Property Act

اوراق آزاد در انتقال^{۱۹} بودند. ارزش اسمی هر اوراق تاوان زمین، که میزان جبران را نشان می‌داد بوسیله (ارزش) واحد واقعی از محصول هر مزرعه تعیین می‌شد. این امر به دلیل حفظ ارزش واقعی اوراق فارغ از تغییر ارزش پول ملی در نظر گرفته شده بود.

در اوایل دهه ۱۹۵۰، قبل از تاسیس بورس اوراق بهادار کره، معاملات اوراق تاوان زمین بیشتر از معاملات اوراق قرضه بنیاد ملی بود. از سوی دیگر این اوراق قابل معاوضه با اوراق قرضه بنیاد ملی کره نیز بود پس از نزدیک شدن زمان سررسید این اوراق به سرعت همه آنها با اوراق قرضه بنیاد ملی کره جایگزین شدند.

اوراق ترمیم صنعتی

پس از جنگ کره، نیازهای مالی برای بازسازی و بهبود وضعیت اقتصادی، به طور قابل توجهی افزایش یافت، اما تامین مالی بلند مدت در کره جنوبی به دلیل ضعف سیستم مالی آن دشوار بود. به منظور ایجاد و توسعه یک سیستم بلند مدت تامین مالی صنعتی، بانک توسعه کره (ملی) در آوریل ۱۹۵۴ تاسیس شد. با این حال، بازهم تامین مالی توسط این بانک به تنهایی ساده نبود به همین منظور و برای تامین وجوه مورد نیاز بخش صنعت تصمیم به انتشار اوراق ترمیم صنعتی کره با پشتیبانی این بانک گرفته شد. این اوراق بین سالهای ۱۹۵۳ تا ۱۹۶۳ بر اساس قانون اوراق بازیابی صنعتی منتشر گردید که بخشی از آن اوراق توسط بازخرید بدهی و بهره بانک وصول کننده تسویه شد و بخشی دیگر با درآمدهای مالیاتی. این اوراق در نهایت در سال ۱۹۸۴ به طور کامل بازپرداخت و تسویه شدند.

اوراق صندوق خزانه برای موسسات بین المللی

این اوراق قرضه دولتی در زمانی که دولت قصد داشت به سرمایه‌گذاری در سایر نهادهای بین المللی (از جمله: صندوق بین المللی پول، بانک بین المللی بازسازی و توسعه، انجمن توسعه بین المللی، شرکت مالی بین المللی، و بانک توسعه آسیایی) بپردازد، منتشر شد (به عنوان مثال مشارکت دولت کره در خرید سهام IMF به صورت پرداخت اوراق مدت‌دار قرضه (بجای وجوه نقد) باشد که توسط دولت تعهد شده است). زمانی که نهاد بین المللی می‌خواست وجه تعهد شده دولت را وصول کند (مثلاً در قبال سهام بانک جهانی یا صندوق بین المللی پول) پول سرمایه‌گذاری شده را در خواست می‌کرد که دولت مجبور بود این اوراق را خریده و قیمت را بپردازد. اگر دولت منابع مالی کافی را در این هنگام در اختیار نداشت ناگزیر به قرض پول از بانک مرکزی کره یا وادار کردن خود بانک برای خرید اوراق مزبور می‌شد. همچنین بهره‌ای برای این اوراق پرداخت نمی‌شد (به استثنای اوراقی که توسط بانک مرکزی کره بازخرید شده بود). این اوراق طی سالهای ۱۹۶۰ تا ۱۹۷۰ به میزان ۱۲,۴ میلیارد وان

¹⁹ free to transfer

(KRW) منتشر گردید. اگر چه این اوراق توسط دولت منتشر شد اما این انتشار نه به منظور تامین مالی بلکه با هدف سرمایه-گذاری در نهادهای بین‌المللی انجام شده بود. به علاوه دولت می‌توانست بانک کره را با یک تضمین دولتی وارد سرمایه‌گذاری در نهادها و موسسات بین‌المللی کند. این اوراق البته در طبقه‌بندی اوراق قرضه خاص و نه اوراق قرضه دولتی جای می‌گیرد.

اوراق قرضه تلفن (ارتباطات)

در طی سال‌های ۱۹۶۲-۶۳؛ ۴۰۰ میلیون وان (KRW) اوراق تلفن برای توسعه و بهبود تسهیلات ارتباطات عمومی کره منتشر گردید. این اوراق بر اساس یک رویکرد اجباری به افرادی که به تازگی درخواست بهره‌مندی از تلفن داده بودند داده می‌شد و بقیه به روش PD-S (پسا سپرده - پس انداز)^{۲۰} پوشش داده می‌شد.^{۲۱}

اوراق خزانه

انتشار اوراق خزانه در کره بیشتر با رویکرد کنترل عرضه پول و داشتن ابزاری برای اجرای سیاست پولی در کوتاه‌مدت در سال ۱۹۶۷ صورت گرفت. طی دو سال ۶۷ و ۱۹۶۸ بیش از ۲۳ میلیارد وان (KRW) به منظور بهبود موقت کسری مالی و جبران گسترش نقدینگی ناشی از منابع خارجی در جامعه منتشر شد. این اوراق با دوره انتقضاتی کمتر از ۹۱ روز و با نرخ تنزیلی بین ۱۴,۴ تا ۱۸ درصد از سوی ۵ بانک تجاری به عموم مردم عرضه گردید. به دلیل فشار بالای بازپرداخت این اوراق انتشار آن بیش از دو سال دوام نیاورد (نرخ بهره آن بیش از سپرده ثابت ۳ ماهه بود). این اوراق پس از اصلاحات قانونی در شیوه نرخ‌گذاری و روش انتشار مجدداً در سال ۱۹۷۷ از سر گرفته شد (از روش مناقصه رقابتی برای فروش اوراق خزانه استفاده می‌شود). انتشار اوراق خزانه از سال ۱۹۹۰ کاهش یافته تا اینکه بین سالهای ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۶ معادل ۳۹,۶ میلیارد وان (KRW) منتشر گردید. انتشار این اوراق با توجه به رویکرد قانون به صندوق توسعه ملی کره تغییر کرده است. نقش و جایگاه این اوراق با اوراق منتشر شده در کره با عنوان ثبات پولی دارای نزدیکی و بعضاً کارکرد آن دارای تعارضاتی است که در سال ۲۰۱۱ منجر به شکلگیری نگرانی در بین مقامات پولی و مالی کره شده و درخواست بازنگری مجدد در شیوه انتشار این دو نوع اوراق را دادند.

²⁰ post-deposit-savings

^{۲۱} به نظر می‌رسد در هنگام کمبود منابع مالی برای طرح‌های توسعه‌ای که میزان تقاضای بالایی نیز در بهره‌مندی از آن وجود دارد می‌توان از رویکرد اجبار به مشارکت ذینفعان استفاده کرد. این موضوع در کشور ایران نیز مسبوق به سابقه است.

اوراق ساخت و ساز راه‌ها

این اوراق از سال ۱۹۶۸ تا ۱۹۷۶ به مبلغ ۳,۶۱ میلیارد وان (KRW) منابع لازم برای ساخت بزرگراه‌ها و جاده‌های اصلی را فراهم نمود. کل مبلغ نخستین عرضه اوراق توسط موسسات مالی و بیمه‌ای تامین گردید، در مراتب بعدی به ترتیب ۷۷ درصد و ۳۳ درصد و در آخرین مرحله ۱ درصد از اوراق توسط این موسسات خریداری شد.

اوراق قرضه تاوان مصادرات

این دسته اوراق بر اساس قانون ویژه مصادره دولتی تا دسامبر ۱۹۷۰ منتشر گردید. بر این اساس باید حقوق بخش خصوصی اعم از موجودی کالای فیزیکی، زمین، ساختمان و وسائل موجود در آن که به واسطه شرایط اضطرار از جمله جنگ و یا موضوعات نظامی توسط دولت مصادره می‌شود با انتشار اوراقی جبران گردد. تا سال ۱۹۷۰؛ ۱,۹ میلیارد KRW از این دست اوراق منتشر گردید. بالاترین رقم انتشار این اوراق در سال ۱۹۷۱ به اندازه ۱۰,۱ میلیارد KRW بود که بالاترین رقم اوراق قرضه منتشره توسط دولت کره به شمار می‌رود. از محاسن این اوراق پایین بودن نرخ بهره آن تا سطح ۵ درصد با دوره پرداخت ۱۰ ساله و نیز دوره یکساله مهلت پرداخت بر اساس سیستم قرعه کشی بوده است.

جدول زیر به طور خلاصه وضعیت اوراق قرضه دولتی منتشر شده در دوره نوپایی بازار اوراق قرضه کره را نشان می‌دهد:

عنوان	زمان انتشار	قصد انتشار	میزان انتشار (میلیون وان)	توضیحات
اوراق قرضه بنیاد ملی	۱۹۵۰-۱۹۶۳	جبران کسری بودجه و پوشش هزینه‌های جنگ کره	۱۰	بازپرداخت خاتمه یافته است.
اوراق تاوان زمین	۱۹۵۰-۱۹۵۷	جبران زمین مالکان	—	ارزش این اوراق براساس قیمت واقعی محصول تعیین گردید
اوراق قرضه ترمیم صنعت	۱۹۵۴-۱۹۵۸ ۱۹۶۱-۱۹۶۳	تأمین مالی ساخت و ساز پس از جنگ	۱۹,۶	
اوراق صندوق خزانه برای مؤسسات بین‌المللی	۱۹۶۰-۱۹۷۰	برای سرمایه‌گذاری مؤسسات بین‌المللی	۱۲,۴	برخی مواقع به‌عنوان اوراق قرضه ویژه محسوب می‌شوند
اوراق قرضه تلفن	۱۹۶۲-۱۹۶۳	تأمین مالی گسترش و توسعه زیرساختهای مخابراتی	۰,۴	برای دوره‌ای کوتاه منتشر شد
اوراق قرضه ساخت و ساز جاده	۱۹۶۸-۱۹۷۶	تأمین مالی ساخت و ساز جاده‌ای و اتوبان	۳۶	
اوراق خزانه	۱۹۶۷-	کنترل عرضه پول	۱۱۷۷۲,۱	چندین بار متناوباً منتشر شده است
اوراق تاوان مصادرات	۱۹۷۰-۱۹۷۹	جبران خسارت وارده بر مایملک مصادره شده افراد طی جنگ	۳۵,۵	

ارزیابی دوره نوپایی بازار اوراق قرضه: دستاوردها و محدودیتها

در طی مرحله نوپایی بازار اوراق قرضه دولتی کره این بازار تا حدودی به توسعه اقتصادی و مالی کره کمک نمود. تامین مالی هزینه های جنگ، اصلاح ساختار کشاورزی، کمک به تنظیم سیاستهای پولی و توسعه مسائل زیرساخت و زیربنایی از جمله کارکردهای اوراق قرضه دولت کره در این دوره بودند.

کوچک بودن اندازه بازار اوراق قرضه، محافظه کاری دولت به لحاظ مالی در برخورد با کسر بودجه باعث شده بود نقش چندانی برای بازار اوراق قرضه دولت در رشد اقتصاد کره رقم نخورد. مشکل دیگر این بود که جهت اوراق منتشره دولتی به سمت تامین مالی پروژه سوق یافت و نه بیشتر. حتی اوراق خزانه نیز نقش چندانی در سیاست پولی ایفا نمی کرد.

مشکل دیگر این بود که علیرغم برخی کمکها، اوراق قرضه دولتی به توسعه بازار اوراق بهادار در کره منجر نشد، این تنها اجبار به خرید اوراق بود که مشکل را حل می کرد. اوراق منتشره دارای پایین ترین نرخ بهره بود و سیستم بازپرداخت، جریان نقدی و تسویه آن شفاف نبود. علیرغم آنکه با هزینه پایین برای دولت تامین مالی شد اما نرخ بهره واقعی دچار تحریف گردید که این باعث عملکرد نامناسب سایر بخش های مالی شده بود. این امر از موانع و عوامل بازدارنده ثبات مالی و مدیریت ریسک در بازارهای مالی است.

مرحله تغییر بازار اوراق قرضه دولتی کره: از بحران تا کنون

با شروع بحران ارزی در آسیا در سال ۱۹۹۷، موج های شوک وارد، کشورهای جنوب شرقی آسیا را نیز در بر گرفت. کره یکی از کشورهایی بود که شوک زیادی را در بازارهای مالی متحمل شد و شرکت های بسیاری در آن یکی پس از دیگر ورشکسته شدند. بستانکاران خارجی که خط اعتباری به کره اعطا نموده بودند با مشاهده اوضاع از این کشور خارج شده و اقتصاد کره را به مرز فروپاشی رساندند. در چنین شرایطی کره هیچگونه راه نجاتی به غیر از متوسل شدن به صندوق بین المللی پول (IMF) و متعهد شدن به اجرای برنامه تعدیل اقتصادی و اصلاحات ساختاری این نهاد نیافت. کره ۱۵,۵ میلیارد SDR (حق برداشت ویژه) از این نهاد بین المللی استقراض نمود.

پس از بحران دولت کره با دو چالش عمده در بخش مالی مواجه بود. ابتدا، دولت می بایستی نظام مالی را به ثبات می رساند. ورشکستگی های عظیم شرکت ها پس از بحران به معنی افزایش شدید وام های معوق بود که عملکرد صحیح کل نظام مالی را تضعیف می نمود. به منظور تثبیت نظام مالی، اولویت اول فراهم آوردن نقدینگی برای بخش مالی و رسیدگی به آشفتگی مالی از

طریق پرداختن به وام‌های معوق و کمک سرمایه‌ای به مؤسسات مالی بود. در این فرایند میزان قابل توجهی سرمایه دولتی نه تنها از طریق شرکت مدیریت دارایی کره^{۲۲} (KAMCO) و شرکت بیمه سپرده‌گذاری کره^{۲۳} (KDIC) بلکه از طریق انتشار مستقیم اوراق قرضه دولتی مهیا گردید.

دوم آنکه، در کنار حل آشفتگی مالی، دولت مجبور بود تا اصلاحات ساختاری برای تثبیت پایه‌های نظام اقتصادی را پیگیری نماید. با توجه به سابقه قبلی، دولت کره تشخیص داد که علل اصلی بحران مشکلات ساختاری در نظام مالی بوده و اینکه اصلاحات مالی برای جلوگیری از بروز بحرانی دیگر ضروری است. همچنین دولت دریافت که این مشکلات ساختاری شامل بدهی بیش از اندازه، راهبری شرکتی ضعیف، عدم شفافیت، نقص در نظام نظارت و تنظیم، رابطه غیر رسمی بین دولت، چابول‌ها و بانک‌ها محصولات مخاطرات اخلاقی هستند که با دخالت‌های دولت در بخش‌های مالی در دوره توسعه اقتصادی پیشین بوجود آمده است. علاوه بر این، دولت کره دریافت که نظام مالی کره باید از طریق گذار از نظام بانک محور به نظامی مبتنی بر بازار سرمایه به تعادل بیشتری رسیده و اینکه توسعه بازار اوراق قرضه دولتی می‌تواند کلیدی برای کل نظام مالی این کشور باشد. برخلاف دوره پیش از بحران، سیاست‌های انتشار اوراق قرضه دولتی بر تغییر و اصلاح بازار اوراق قرضه متمرکز شد به‌طوری که دیگر اوراق قرضه دولتی صرفاً برای تأمین مالی پروژه‌های خاص منتشر نگردید و اقدامات اصلاحی مختلفی صورت گرفت. این اقدامات را می‌توان در موارد زیر بر شمرده:

۱- انتشار منظم اوراق قرضه دولتی: پس از تغییر عنوان از «اوراق قرضه صندوق مدیریت بدهی دولت» به

«اوراق قرضه خزانه کره (KTB)» دولت کره انتشار اوراق قرضه را برای پرورش و ارتقای بازار اوراق قرضه در ژانویه سال ۱۹۹۹ تنظیم نمود. به‌عنوان مثال، دولت انتشار الزامی اوراق قرضه دولتی در هر ماه و سال برای ایجاد انتظارات (یا چشم‌انداز) دقیق‌تر در بازار را اعلام نمود. با مجزاسازی سررسید انتشار ماهانه اوراق و تفکیک روز مناقصه (دوشنبه) از روز انتشار (چهارشنبه)، دولت گام مثبتی جهت همراهی نمودن واقعیت با انتظارات بازار برداشت.

۲- راه‌اندازی سیستم الکترونیکی معاملات اوراق قرضه KRX (KTS): یکی از اقدامات اصلاحی

دولت کره برای بهبود وضعیت بازار اوراق قرضه دولتی راه‌اندازی بازار اوراق قرضه KRX در مارس سال ۱۹۹۹ بود. این بازار ابتدا منحصراً برای انجام معامله اوراق قرضه دولتی در میان معامله‌گران این اوراق راه‌اندازی شد. پس از آن، معاملات کارگزاری از طریق کارگزاران اوراق بهادار نیز مجاز شناخته شد. بازار ثانویه اوراق قرضه دولتی از دو بازار

²² Korea Asset Management Corporation

²³ Korea Deposit Insurance Corporation

تشکیل شده است: بازار خارج از بورس (OTC) که از سوی انجمن معامله‌گران اوراق بهادار کره (KSDA) اداره شده و KTS که از سوی بورس کره اداره می‌گردد. در مجموع، بازار ثانویه اوراق قرضه دولتی بیشتر در بازار خارج از بورس معامله می‌شود تا در بورسی متمرکز. عدم کارایی صحیح نحوه معاملات در بازار خارج از بورس و سیستم تلفنی یافتن بهترین قیمت از سوی سرمایه‌گذاران، راهبرد دولت کره برای راه‌اندازی و ارتقای هر چه سریعتر KRX را پیگیری نماید. معاملات اینترنتی اوراق قرضه دولتی و نحوه معامله الکترونیکی آن موجب شفافیت بیشتر بازار و نقدشوندگی بیشتر اوراق قرضه دولتی گشته است و سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری برای ورود به بازار دارند. در چنین شرایطی دولت با سهولت بیشتری قادر است تا به تأمین مالی بپردازد. مشارکت کنندگان KTS در جدول ۱ مشخص شده‌اند.

معامله‌گران اوراق قرضه دولتی	معامله‌گران اولیه	حق حضور مستقیم در حراج را دارند اما ملزم هستند تا به‌عنوان بازگردان KTS فعالیت کنند.
	معامله‌گران معمولی	حق مشارکت در KTS بورس کره را دارند اما مجاز به پذیرهنویسی مستقیم اوراق قرضه خزانه کره در بازار اولیه نمی‌باشند.
سرمایه‌گذاران نهادی (صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های مدیریت دارایی)		از طریق مراجعه به معامله‌گران قادر به ورود به KTS هستند.

۳- سیستم انتشار اوراق قرضه دولتی مشابه: سیستم انتشار اوراق مشابه (RS) در سال ۲۰۰۰ با هدف افزایش حجم اوراق پایه به کار گرفته شد. بر اساس این سیستم، به اوراق خزانه جدیداً انتشار^{۲۴} طی یک دوره زمانی خاص، تاریخ سررسید و نرخ کوپن یکسان داده می‌شود. در می سال ۲۰۰۰، سیستم جدیدی معرفی شد که بر اساس آن اوراق قرضه جدیدی که طی یک دوره ۳ ماهه صادر می‌شدند دارای تاریخ سررسید و نرخ کوپن مشابه با اوراق پایه اصلی بودند. با معرفی این سیستم، از سال ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۴ میلادی متوسط حجم معاملات اوراق پایه هفت برابر شد و از ۱/۴ تریلیون وان در سال ۱۹۹۹ به ۹/۸ تریلیون وان در سال ۲۰۰۴ رسید. در مارس ۲۰۰۳ به منظور توسعه اوراق پایه دولت اصلاحات بیشتری در ارتباط با این سیستم (RS) انجام داد. برای استاندارد کردن و ساده نمودن قیمت-گذاری اوراق قرضه دولتی، تغییر نهایی^{۲۵} در نرخ بهره از ۰٫۱ درصد به ۰٫۲۵ درصد تغییر یافت. به علاوه دوره انتشار اوراق مشابه و زمانبندی پرداخت بهره از ۳ ماه به ۶ ماه افزایش یافت. این امر به طور اثربخشی حجم اوراق پایه

²⁴ on- the- run bonds

²⁵ Incremental change

۷. تغییر جزئی نرخ بازده اوراق قرضه که متناسب با تغییرات مجاز قیمت (Tick) تغییر می کند

جدیدالانتشار را دو برابر نمود. همچنین تعداد دفعات کمتر پرداخت بهره باعث رونق مبادلات قراردادهای بازخريد گردید. موارد فوق باعث شد رویه‌های بازار اوراق قرضه کره همسو با استانداردهای بین المللی گردد.

۴- **سیستم معامله‌گران اولیه:** این موضوع در جولای سال ۱۹۹۹ به منظور اصلاح ساختار بازار مالی با ارتقای بازار KTB و راه‌اندازی مبنای ثابتی برای تأمین مالی دولت مطرح گردید. این معامله‌گران وظیفه بازارگردانی اوراق قرضه دولتی را در بازار ثانویه بر عهده دارند.

۵- **تغییر شیوه حراج KTB:** اوراق قرضه خزانه کره از طریق پیشنهاد قیمت خرید رقابتی منتشر می‌شود و تعیین نرخ بهره از سیستم حراج متعارف به سیستم حراج هلندی^{۲۶} (DAS) تغییر یافت. در آگوست سال ۲۰۰۰ DAS حراجی بود که در آن یک آیتام ابتداءً در قیمتی بالا ارائه می‌شد و به تدریج کاهش می‌یافت تا به قیمت خرید توافقی برسد. در حراج هلندی دولت می‌تواند هزینه‌ها را برای افزایش سرمایه از طریق تعیین نرخ بهره پایین‌تر (قیمت بالاتر) کاهش دهد. در ژوئن سال ۲۰۰۹، دولت روش تفاضلی حراج قیمتی^{۲۷} را با اضافه کردن عواملی درون روش‌های حراج متعارف و حراج هلندی راه‌اندازی نمود. ذیل این سیستم، پس از گروه‌سازی پیشنهادهای نرخ بهره برای خرید اوراق، با هر ۰,۰۳ درصد تفاضل، بالاترین نرخ بهره پیشنهادی از سوی معامله‌گر اولیه برای خرید پذیرفته می‌شود. با این روش، نرخ بازده مورد توافق به صورت نزولی با تفاضل ۳ bp فهرست می‌شوند تا برای هر گروه بالاترین قیمت و تفاضل آنها مشخص گردد. برای مثال، چنانچه بالاترین نرخ بازده پیشنهادی ۵,۰۵ درصد باشد، نرخ بازدهی پیشنهادی به صورت (۵,۰۳~۵,۰۵)، (۵,۰۲)، (۴,۹۷~۴,۹۹) و ... گروه‌بندی می‌شوند و بالاترین نرخ مورد پذیرش قرار می‌گیرد یعنی ۵,۰۵٪، ۵,۰۲٪، ۴,۹۹٪ و جدول زیر نرخ بازده نهایی را برای روش‌های مختلف به نمایش درآورده است.

نرخ بازده نهایی در روش‌های مختلف حراج

نرخ بازده نهایی			نرخ بازده پیشنهادی	معامله‌گر اولیه (PD)
روش متعارف	روش هلندی	روش تفاضلی		
۴,۹۶٪	۵,۰۵٪ همگی	A: ۴,۹۶٪	۴,۹۶٪	A
۴,۹۹٪		B: ۴,۹۹٪	۴,۹۹٪	B
۵٪		C,D: ۵,۰۲٪	۵٪	C
۵,۰۱٪			۵,۰۱٪	D
۵,۰۳٪		E,F,G: ۵,۰۵٪	۵,۰۳٪	E
۵,۰۴٪			۵,۰۴٪	F
۵,۰۵٪			۵,۰۵٪	G

²⁶ Dutch Auction System

²⁷ Differential Pricing Auction Method

۶- **STRIPS**: در اصلاحات برای ایجاد بازار اوراق قرضه گسترده و تخصصی، دولت معاملات مجزای اصل و بهره

اوراق بهادار ثبت شده (STRIPS) را در سال ۲۰۰۶ راهاندازی نمود. STRIPS اوراق قرضه خزانه را به دو جزء تقسیم می‌نماید: بهره و اصل. STRIPS با استفاده از این دو جزء اوراق قرضه معمولی را به اوراق قرضه با سود صفر درصد مبدل می‌سازد. به عنوان مثال، چنانچه یک اوراق قرضه خزانه با دوره پرداخت بهره ۶ ماهه و سررسید ۳ سال strip شود نتیجه آن یک اوراق قرضه با کوپن صفر درصد که اصل را تضمین می‌کند و ۶ اوراق قرضه کوپن صفر درصد برای نرخ بهره می‌باشد.

۷- **اوراق خزانه مرتبط با تورم**: برای پوشش ریسک نرخ تورم، از سال ۲۰۰۷ اوراق خزانه‌ای منتشر می‌شود که نرخ بهره کوپن آن با نرخ تورم مرتبط است. برای این اوراق شاخصی وجود دارد که نرخ کوپن را در هنگام انتشار تعیین می‌نماید و براساس نرخ تورم تعدیل می‌شود. این شاخص به CPI معروف است که از سوی دفتر آمار ملی اعلام می‌شود. این اوراق سررسیدی ۱۰ ساله داشته و اصل سرمایه در هنگام کاهش قیمت‌ها (تورم معکوس) تضمین نمی‌گردد. از این اوراق قرضه استقبال چندانی نشد و در حال حاضر به دلیل مشکلات نقدینگی پس از بحران ۲۰۰۸، منتشر نمی‌گردد.

۸- **اوراق قرضه دولتی بلند مدت ۱۰، ۲۰ و ۳۰ ساله**: پیش از بحران مالی جهانی اوراق خزانه کره سررسیدی ۳ و ۵ ساله داشت و اوراق قرضه با سررسید طولانی‌تر خریداری نداشت. این موضوع حکایت از عدم بلوغ این بازار داشت زیرا اغلب کشورهای توسعه یافته از اوراق خزانه ۱۰ ساله به عنوان معیار بازار استفاده می‌کنند. اوراق خزانه ۱۰ ساله در اکتبر ۲۰۰۰ و اوراق خزانه ۲۰ ساله در ژانویه ۲۰۰۶ منتشر گردیدند. در فوریه ۲۰۰۸، اولین آتی اوراق خزانه ۱۰ ساله برای فراهم آوردن امکان پوشش ریسک اوراق قرضه دولتی بلند مدت منتشر گردید. با انتشار این اوراق جدید، معاملات اوراق قرضه بلند مدت فعال‌تر شد. در سال ۲۰۱۲ نیز دولت کره با موفقیت اوراق خزانه ۳۰ ساله را در واکنش به تغییرات حول اوراق قرضه بلند مدت و همچنین ارتقای ثبات مالی منتشر نمود. انتظار می‌رود این اوراق اثرات مثبت متعددی داشته باشد. این اوراق ابزارهایی با گستره وسیعتر در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهند. همچنین دولت با این نوع اوراق قادر است تأمین مالی طولانی‌تری داشته و پروژه‌های و رفاه عمومی را از این طرق ارتقا بخشد.

پیوست: سیاست‌های تشویق صادرات در کره جنوبی

- ۱- تضعیف ارزش پول: نرخ موثر ارز برای صادرکنندگان بالاتر از نرخ برای واردکنندگان نگاه داشته شد. از اوایل سال ۱۹۶۴ نرخ موثر ارز برای صادرات ۲۸۰ و برای واردات ۲۴۷ بود که منعکس‌کننده تمایل به حمایت از صادرات بود و نه خنثی بودن تجاری.
- ۲- اولویت برخورداری از نهاده‌های واسطه‌ای وارداتی به منظور تولید محصولات صادراتی با کنترل شدید برای اجتناب از سوءاستفاده و فقط پس از اینکه صادرات ثبت شده باشد پرداخت می‌شد.
- ۳- حمایت هدفمند از صنایع نوزاد به عنوان مرحله اول پیش از یک حرکت صادراتی. کره جنوبی یک پراکنش بالای نرخ موثر حمایت را حتی با میانگین نسبی پایین داشته است.
- ۴- معافیت‌های تعرفه‌ای برای نهاده‌های کالاهای سرمایه‌ای ضروری برای فعالیت‌های صادراتی. این یک انگیزه قیمتی است؛ در حالی که دسترسی برتر بر پایه محدودیت کمیت قرار دارد.
- ۵- کاهش مالیات برای عرضه‌کنندگان نهاده‌ها در بنگاه‌های صادراتی که یک انگیزه با محتوای داخلی را تشکیل می‌دهد.
- ۶- معافیت‌های مالیاتی غیرمستقیم داخلی برای صادرکنندگان موفق.
- ۷- مالیات‌های مستقیم کمتر بر درآمد کسب شده از صادرات.
- ۸- استهلاک سریع‌تر برای صادرکنندگان
- ۹- مجوزهای استحقاقی واردات (معافیت از محدودیت‌های واردات) که به طور مستقیم به سطح صادرات مرتبط است. کره جنوبی مدت‌ها واردات اقلام وسیعی از کالاها را ممنوع کرد. از جمله کالاهای لوکس و هدف‌های مربوط به جایگزینی واردات. معافیت‌های سودمند از این ممنوعیت اغلب شامل شرکت‌هایی می‌شد که کالاهای خاصی را که دارای حاشیه سود کمی بودند صادر می‌کردند.
- ۱۰- ارائه یارانه‌های مستقیم صادراتی برای صنایع گزینش شده (این مورد دیگر وجود ندارد).
- ۱۱- حقوق انحصاری به شرکت‌های تضامنی که در صنایع هدف‌گذاری شده، صادرات داشته باشند.
- ۱۲- نرخ‌های بهره یارانه‌ای و دسترسی به اعتبارات با امتیاز برای صادرکنندگان در صنایع گزینش شده، از جمله دسترسی خودکار به وام‌های بانکی برای سرمایه در گردش ضروری برای فعالیت‌های صادرات. وام‌های میان‌مدت و بلندمدت برای سرمایه‌گذاری جیره‌بندی شد و اغلب در اختیار بنگاه‌هایی قرار می‌گرفت که اهداف صادراتی تعیین شده توسط دولت یا فعالیت‌های درخواست شده را تحقق بخشند.
- ۱۳- یک نظام بیمه و تضمین اعتبارات صادراتی و نیز انگیزه‌های مالیاتی برای بازاریابی در ماورای بحر و وام‌های صادراتی پس از بارگیری در کشتی به وسیله بانک صادرات - واردات کره جنوبی.

۱۴- ایجاد یک منطقه آزاد تجاری، پارک‌های صنعتی و زیرساخت‌هایی با جهت‌گیری صادراتی.

۱۵- ایجاد بنگاه‌های عمومی برای هدایت یک صنعت جدید.

هاوارد پک و لری وست فال دریافتند که سهم بنگاه‌های عمومی در محصولات غیرکشاورزی کره جنوبی به طور مقایسه‌ای بالا است و شبیه هند است.

۱۶- فعالیت‌های شرکت تشویق تجارت کره جنوبی برای تشویق صادرات کره جنوبی از طرف بنگاه‌های کره جنوبی در سطح جهان.

۱۷- هماهنگی عمومی فعالیت‌های بخش‌ها برای ارتقای میانگین سطح فناوری از طریق استفاده از نسل جدید فناوری.

۱۸- همکاری دولت در اعطای موافقتنامه‌های فناوری‌های خارجی، با استفاده از قدرت چانه‌زنی ملی برای تضمین بهتر شرایط برای بخش خصوصی در بهره‌برداری از فناوری خارجی.

۱۹- هدف‌گذاری صادراتی برای بنگاه‌ها (از اوایل دهه ۱۹۶۰). بنگاه‌ها هدف خود را تعیین می‌کنند که ممکن است به وسیله دولت تعدیل شود.



منابع:

1. Yeongseop Rhee (2013) Government Bond Market Development: The Korean Experience, Government Publications Registration Number 11-7003625-000007-01
2. <http://www.myindustry.ir/analytical-notes/note/south-korea-development.html>

۳. احمد رجب زاده محمد فاضلی (۱۳۸۶) طبقات اجتماعی و دموکراسی: بررسی تطبیقی - تاریخی ایران، ترکیه و کره

جنوبی، جامعه شناسی ایران تابستان ۱۳۸۶ شماره ۳۰