

## چکیده

در این مقاله، ابعاد مختلف استفاده از ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی مورد بررسی قرار می‌گیرد. از این مباحث می‌توان نتیجه گرفت که اساساً سیاست‌های پولی به یک مجموعه یا چارچوب سیاستی اشاره می‌کند که از ابعاد مختلف از جمله از نظر ابزارهای مستقیم، ابزارهای غیرمستقیم پولی می‌تواند موردنظر باشد. همچنین، انتقال از یک چارچوب سیاست‌گذاری پولی متکی به ابزارهای مستقیم به یک چارچوب سیاست پولی متکی به ابزارهای غیرمستقیم مستلزم طراحی و توسعه بازارهای پولی متعدد است که در هر مورد می‌باید نرخ‌های بازار منعکس‌کننده تعادل نیروهای عرضه و تقاضا در این بازارها باشد. همین‌طور لازم است، طراحی بازارها به گونه‌ای صورت پذیرد که طیف وسیعی از ابزارهای یک‌شبه تا یک‌ساله را پوشش دهد، به گونه‌ای که منحنی بازدهی اقتصاد ملی با ترسیم کاملی از وضعیت بازارها امکان انعکاس ارزیابی و قضاوت فعالان بازار از سیاست‌ها را فراهم کند. در حوزه توسعه بازارها ایجاد، توسعه، بازنگری و انسجام در حداقل چهار بازار ارز، اوراق مشارکت، بین بانکی ریالی و تسویه بین روز نظام پرداخت و تسویه لازم و ضروری است. نرخ‌های سود حاکم بر هر یک از این بازارها و ارتباط معنادار این نرخ‌ها با یکدیگر برای جلوگیری از آربیتراژ سودجویانه منجر به تخلیه ظرفیت و جلوگیری از توسعه بازارهای غیررسمی نیز در این مقاله مورد بررسی قرار می‌گیرد. کلمات کلیدی: بازار پول، بازار ارز، بازار اوراق مشارکت، بازار بین بانکی ریالی، بازار بین بانکی تسویه نظام پرداختها و بازار رهن.

## مقدمه

کشورهای در حال توسعه برای عبور از مرحله توسعه نیافتگی و نیل به اهداف توسعه می‌باید، موانع و چالش‌های فراروی در مرحله‌گذار را برطرف نموده و بسترهای مناسبی را برای رشد نیروهای مولد اقتصاد ملی فراهم کنند. از میان چالش‌های عمده‌ای که در مقابل این کشورها قرار دارد، بسط و تعمیق بازارهایی مالی به‌عنوان یکی از الزامات دشوار و پرهزینه همواره مورد تأکید کارشناسان اقتصادی قرار گرفته است. بازارهای مالی از طریق ایفای نقش بی‌بدیل در عرصه تجهیز و تخصیص منابع مالی، هزینه‌های مبادله را در اقتصاد ملی به سطح حداقل ممکن کاهش می‌دهند و با جبران مناسب منابع مالی، فرآیند پس‌انداز ملی را سرعت می‌بخشند. به این ترتیب اقتصاد ملی از خصوصیت مولد بودن و پویایی شتابان برخوردار می‌شود که ویژگی آن در یکپارچگی و پوشش چرخه پس‌انداز، تجهیز، تخصیص، سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی، متبلور و نمایان می‌گردد. رفع انقطاع و گسیختگی از چرخه تأمین منابع مالی رشد، ایجاد انسجام و یکپارچگی در آن و قاعده‌مند شدن رفتارها و نقش نهادها در این بازارها از جمله اقدامات عاجل در زمینه رفع موانع رشد در کشورهای در حال توسعه است.

بازارهای مالی عمده‌تاً به دو گروه بازارهای سرمایه و بازارهای پول تفکیک و دسته‌بندی هستند. ملاک اصلی در این تفکیک و طبقه‌بندی طول دوره تعهد در ایفای تعهدات مالی نسبت به ابزارهای مالی است که گردش آن‌ها در این بازارها، جاری و ساری است. در این راستا، بازارهایی که در آن عمده‌تاً ابزارهای مالی بلندمدت با دوره بازپرداخت بیش از یک‌سال مورد مبادله واقع می‌شوند و نهادهای واسطه عمده‌تاً در تجهیز این‌گونه منابع فعالیت دارند، به‌عنوان بازار سرمایه تلقی می‌شوند. متقابلاً نهادهای فعال در عرصه تجهیز و تخصیص منابع مالی کوتاه‌مدت و داد و ستد ابزارهای مالی زیر یک‌سال در قالب بازار پول طبقه‌بندی می‌شوند. بلافاصله باید یادآوری نمود که این طبقه‌بندی اگر چه برای تفکیک بازارها ضابطه صریحی در اختیار قرار می‌دهد، اما در عرصه نظر و عمل هم‌پوشانی‌هایی در حوزه فعالیت این بازارها وجود دارد که به ناچار تداخل و در هم‌تنیدگی‌هایی را موجب می‌شود و این پیچیدگی‌ها بعضاً تفکیک این بازارها را با دشواری روبه‌رو می‌سازد که از حوزه بحث حاضر خارج است.

بازارهای سرمایه عمدتاً نهادها و فعالیتهایی را شامل می‌شوند که تعهد آنان نسبت به تأدیه‌کنندگان وجوه آن بلندمدت است. شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی و تأمین آتی و مؤسسات بیمه عمر بهترین نمونه مؤسسات فعال در بازار سرمایه به حساب می‌آیند. در بازارهای پول تعهد نهادها و فعالان بازار نسبت به صاحبان و تأدیه‌کنندگان وجوه کوتاه‌مدت و اغلب با هزینه‌های پایین عندالمطالبه است. نمونه بارز نهادهای فعال در این بازارها، بانک‌ها و مؤسسات اعتباری شبه بانک است که به‌طور مستمر واسطه مبادله ابزارهای مالی کوتاه‌مدتی هستند که حجم مبادلات آنها در طول سال بعضاً ده‌ها برابر تولید ملی کشور متبوع است. در مرحله توسعه نیافتگی کشورها، این بازارها در انحصار واسطه‌های مالی غیررسمی و اغلب وابسته به نهادهای مالی خارج از کشور قرار دارد و از بابت شرایط عدم رقابتی که بر حوزه کار این نهادهای غیررسمی حاکم است، هزینه سنگینی بر اقتصاد ملی تحمیل می‌شود. افزون بر این چیرگی و سلطه دولت بر نهادهای رسمی این بخش زیان‌آهنگفتی بر فعالیتهای رسمی وارد می‌کند و به این ترتیب دوگانگی و گسیختگی، ویژگی اصلی این بازارها در کشورهای در حال توسعه است. انتقال این بازارها از حاشیه به متن، قاعده‌مند نمودن رفتار فعالان این بازارها، ایجاد انگیزه سود برای ورود بخش خصوصی به این فعالیتهای و سرانجام و یکپارچگی برای قرار دادن این بازارها در خدمت توسعه از وظایف اصلی دولت‌ها در کشورهای در حال توسعه تلقی می‌شود.

بررسی تجربه بازارهای مالی در کشورهای در حال توسعه بیان‌گر آن است که بازارهای مزبور در این کشورها از گستردگی و عمق کافی برخوردار نبوده و فاقد پوشش و تنوع کافی از نظر نهادها و ابزارها برای شمول کلیه رفتارها، اولویت‌ها و نیازهای بازار هستند. در کشورهای در حال توسعه غفلت از این امر مهم مانع گسترش بازارها در حوزه سودجویی فعالان بازار غیرمتشکل و در حاشیه نظام مالی منطقه‌ای و جهانی می‌شود. همچنین، این غفلت باعث می‌شود که نقش پویا و بایسته‌ای را که بازارهای مالی می‌بایست، در فرآیند توسعه اقتصاد ملی ایفاء نمایند، به فراموشی سپرده شود. طراحی، تدوین و معماری یک نظام مالی با عمق و گستره کافی و نهادها و ابزارهای متنوع و ادغام و یکپارچگی بازارهای ملی معطوف به رفع نیاز بخش‌های تولید و سرمایه‌گذاری، تجهیز کافی و تخصیص بهینه منابع مالی از دشوارترین مراحل دوران‌گذار در کشورهای

در حال توسعه تلقی می‌شود. از آنجا که بازارهای سرمایه و پول در حوزه فعالیت نهادها و استفاده از ابزارهای مالی، مبادلات بسیار حجیم و گسترده‌ای را بین این دو بازار پوشش می‌دهند، این آرایش و معماری نه تنها حوزه‌های تخصصی بازارهای سرمایه و پول، بلکه نحوه تعامل و هماهنگی بین این بازارها در سطح عالی‌تر بازارهای مالی را شامل می‌شود. در این مقاله صرفاً موضوع طراحی بازارهای پول موردنظر است و از بحث در زمینه گسترش بازارهای سرمایه و موضوع چگونگی هماهنگی در زمینه این دو بازار صرف‌نظر شده است.

### 1-1- بازار پول به‌عنوان بستر اجرای سیاست‌های پولی فعال

سیاست‌های پولی فعال به کمک ابزارهای غیرمستقیم برای اعمال سیاست پولی و در یک بستر نهادها و بازارهای پولی به مرحله اجرا گذاشته می‌شود. چنانچه این ابزارها از کارایی لازم برخوردار نباشد و بازارها عمق و گسترش کافی نداشته باشد، استفاده از چارچوب‌های سیاست‌گذاری متکی بر ابزارهای مستقیم اجتناب‌ناپذیر خواهد بود. کارایی محدود ابزارهای مستقیم سیاست پولی و وضعیت مالی نامساعد بانک‌های دولتی، در شرایط گسترش حجم نقدینگی و نیاز به واسطه‌گری فعال مالی برای تشدید روند رشد تولید و سرمایه‌گذاری، باعث می‌شود که به‌ناچار در مرحله‌ای از فرآیند توسعه، ورود بخش خصوصی به حوزه بانکداری، خصوصی‌سازی بانک‌های دولتی و انتقال ساز و کار سیاست‌گذاری از چارچوب‌های متکی به ابزارهای مستقیم به چارچوب‌های سیاستی متکی به ابزارهای غیرمستقیم به صورت جدی موردتوجه قرار گیرد. در این وضعیت ایجاد و تأسیس نهادهای جدید بازار پول و بازنگری در مقررات و آیین‌نامه‌های ناظر بر کارکرد مؤسسات پولی و بانکی و طراحی و معرفی ابزارهای جدید بازار پول از جمله مؤلفه‌های موردنیاز برای تدارک چارچوب‌های سیاستی جدید و جلب اعتماد و مشارکت بخش خصوصی برای فعالیت در امر واسطه‌گری مالی است.

در طراحی و اجرای سیاست‌های پولی فعال افزون‌بر اهمیت بستر و وجود بازارها، انتخاب لنگر واجد اهمیت محوری است. لنگر در طرح و اجرای سیاست‌های پولی به انتخاب متغیر اصلی علامت‌دهنده در عرصه سیاست‌گذاری اشاره دارد. به‌عبارت دیگر، با

توجه به هدف سیاست‌گذار پولی که همانا کنترل و تثبیت قیمت‌ها است، انتخاب متغیر لنگر (متغیر علامت‌دهنده) در زمینه روند قیمت‌ها می‌باید به‌گونه‌ای صورت پذیرد که رابطه قوی بین ابزار سیاستی و متغیر حالت از نظر تحلیلی وجود داشته باشد. در این مورد سه متغیر عمده: نرخ ارز، نرخ تورم و حجم عرضه پول به‌عنوان متغیر هدف و لنگر اقتصاد در قالب سیاست‌های پولی مطرح شده است. انتخاب نرخ ارز به‌عنوان لنگر یکی از چارچوب‌های سیاست‌گذاری پولی است که از آن به‌عنوان قفل نرخ ارز<sup>۱</sup> یاد می‌شود. در این چارچوب برابری پول ملی با یک ارز یکسان جهانی خاص یا سبدهی از ارز کشورهای عمده طرف تجاری کشور سیاست‌گذار، هدف‌گذاری می‌شود. به این ترتیب مقام پولی با دخالت در بازار ارز و حفظ برابری نقطه‌ای یا دامنه‌ای پول ملی به ارزهای خارجی، تورم داخلی را در سطح تورم کشور صاحب ارز لنگر یا کشورهای صاحب ارزهای لنگر سبدهی، تثبیت می‌کند.<sup>۲</sup>

انتخاب پول به‌عنوان لنگر اقتصاد و هدف نهایی برای کنترل سطح قیمت‌ها یکی دیگر از چارچوب‌های سیاست‌گذاری پولی است. در این قالب عرضه پول (به مفهوم گسترده نقدینگی یا به مفهوم پول پرقدرت) به‌عنوان عامل اصلی اثرگذار بر قیمت کالاها و خدمات، در اجزاء آن در ترازنامه بانک مرکزی و سایر بانک‌ها مورد کنترل قرار می‌گیرد. بخش عمده‌ای از حجم پول و نقدینگی متأثر از رشد پایه پولی است که عناصر آن عمدتاً از رابطه دولت و بانک مرکزی و بانک مرکزی و سایر بانک‌ها تأثیر می‌پذیرد. افزون‌بر این، ضریب فزاینده نقدینگی نیز با عناصر اثربخشی مانند: نسبت اسکناس و مسکوک به کل سپرده‌ها، نسبت سپرده قانونی به کل سپرده‌ها، و نسبت منابع مازاد بانک‌ها به سپرده‌ها، نیز به‌عنوان یک عامل عمده اثرگذار بر نقدینگی تلقی می‌شود. در مجموع در قالب هدف‌گذاری پولی، کنترل و مدیریت نقدینگی از طریق کنترل اجزاء مؤثر بر آن به‌صورت اهداف میانی و عملیاتی، از اهمیت درخور توجهی برخوردار است. طی دهه گذشته به‌دلیل آنکه دلایل و شواهد کافی درمورد وجود رابطه متقن و قوی بین نقدینگی و تورم و نیز ثبات کافی در ضریب فزاینده و سرعت گردش پول در

<sup>1</sup> exchange rate peg

<sup>2</sup> Mishkin (1998)

کشورهای صنعتی برقرار نبوده است، سیاست‌گزاران پولی در بسیاری از این کشورها چارچوب هدف‌گذاری تورم را برای تدوین و اجرای سیاست‌های پولی به مرحله اجرا درآوردند. مبنای اصلی چارچوب هدف‌گذاری تورم برای سیاست‌گذاری پولی بر اعلام شفاف هدف تورم و تعهد نهادی مقام پولی در زمینه تثبیت قیمت‌ها قرار دارد. مزیت بزرگ سیاست هدف‌گذاری تورم در آن است که بسیاری از نااطمینانی‌های ناشی از رابطه بین تورم و نقدینگی و بی‌ثباتی ضریب فزاینده و سرعت گردش پول در این چارچوب موضوعیت خود را از دست می‌دهند. به عبارت دیگر، صرف‌نظر از کیفیت ناظر بر روابط ذکر شده، چارچوب هدف‌گذاری تورم به‌صورتی انعطاف‌پذیر عرضه و تقاضای بازار برای نقدینگی و روند نرخ رشد تولید ملی را مورد ملاحظه قرار می‌دهد. افزون بر سه رهیافت کلی بالا، در زمینه چارچوب سیاست‌گذاری پولی، روش چهارمی تحت‌عنوان لنگر اسمی مضمونی مورد استفاده قرار دارد. در این روش اهداف مورد نظر سیاست‌گزار پولی ضمنی و چندوجهی است و حسب شرایط و اوضاع و احوال یکی از هدف‌هایی که اولی‌تر از سایر اهداف است، به‌عنوان هدف غایی در نظر گرفته می‌شود. انتقاد عمده‌ای که بر این رهیافت وارد است، نبود شفافیت و نااطمینانی و عدم قطعیتی است که در این روش وجود دارد و لذا جلب اطمینان بازار و کسب اعتماد فعالان از کارآیی خوبی برخوردار نیست. این روش اگرچه در کوتاه‌مدت قابلیت اجرایی و عملیاتی دارد، لیکن در بلندمدت به سمت چارچوب لنگر نرخ ارز یا لنگر پول همگرا می‌شود.

پس از بحث در زمینه چارچوب‌های اصلی سیاست‌گذاری پولی لازم است، به فرضیه امکان‌ناپذیری تحقق اهداف سه‌گانه<sup>1</sup> که طی دهه اخیر در حوزه سیاست‌گذاری پولی و ارزی مورد بحث قرار گرفته است، ذکر به‌میان آید.<sup>2</sup> به‌طور خلاصه، می‌توان درباره این دیدگاه گفت که در شرایط معمول (در بلندمدت) نمی‌توان سیاست لنگر نرخ ارز، سیاست پولی مستقل و جریان آزاد منابع سرمایه‌ای را به‌صورت هم‌زمان تعقیب و تأمین نمود. به‌عبارت دیگر، اهداف سه‌گانه تشبیت بخش خارجی اقتصاد (قفل نرخ ارز)، تشبیت بخش پولی داخلی (سیاست مستقل هدف نرخ بهره/عرضه پول)، همراه با حساب‌های باز

<sup>1</sup> impossible trinity

<sup>2</sup> Khan (2003)

در تراز پرداخت‌های خارجی کشور قابل جمع نیستند. اگر پذیرفته شود که حساب سرمایه یا به عبارت کلی تر تراز پرداخت‌های خارجی کشور به صورت سیاستی یا دو فاکتو باز است، فرضیه امکان‌ناپذیری تحقق اهداف سه‌گانه بر این مطلب تأکید دارد که کشور موردنظر می‌باید یا سیاست مستقل و فعال پولی (هدف نرخ بهره/ عرضه پول) را دنبال کند و یا هدف مستقل نرخ ارز. در صورتی که تصمیم بر اجرای سیاست پولی مستقل باشد (سیاست لنگر پول)، آن‌گاه می‌باید نظام ارزی تعقیب شود که در قالب آن نرخ ارز بر اساس عرضه و تقاضای بازار تعیین شود (نظام ارز شناور). حالت دیگر آن است که سیاست‌گذاران هدف مشخص در زمینه نرخ ارز (لنگر ارز) را پی گیرند (یا نظام ارزی غیرشناور را تعریف کرده باشد)، که در این وضعیت استقلال در زمینه سیاست‌گذاری پولی (هدف نرخ بهره/ عرضه پول) از دست می‌رود و تعادل موردنظر در زمینه سیاست پولی (سطح تعادلی نرخ بهره/ عرضه پول) توسط نیروهای بازار تعیین خواهد شد.

از فرضیه عدم امکان تحقق اهداف سه‌گانه (در بلندمدت) این‌گونه استنباط می‌شود که برای سیاست‌گذاران همواره دو هدف مشخص قابل تحصیل است. به این ترتیب، با فرض باز بودن حساب‌های تراز پرداخت‌ها (از جمله حساب سرمایه برای تأمین جریان مالی مورد نیاز حساب جاری)، باید یک هدف دیگر را انتخاب کرد (نرخ بهره/ عرضه پول به عنوان هدف داخلی یا نرخ ارز به عنوان هدف خارجی). یادآوری این مطلب نیز ضروری است که فرضیه عدم امکان تحقق اهداف سه‌گانه در مورد روندهای بلندمدت در اقتصاد ملی صدق می‌کند، در غیر این صورت در کوتاه‌مدت به دلیل رقابت غیرکامل بازار و کنترل‌های اداری موجود در زمینه حساب‌های تراز پرداخت‌ها، تعقیب اهداف ترکیبی امکان‌پذیر است. ساده‌ترین روش در این زمینه تعقیب اهداف دوگانه برای نرخ بهره/ عرضه پول و نرخ ارز به صورت هم‌زمان همراه با دخالت‌های عقیم‌کننده بانک مرکزی است، که رویه مرسوم در بانکداری مرکزی در کلیه کشورها است. همچنین، می‌توان این اهداف ترکیبی را از طریق تعبیه بست مالی<sup>1</sup> بین بازارهای مالی داخلی و خارجی (کنترل‌های ارزی موردی، اخذ مالیات توبین، محدودیت ورود و خروج سرمایه پورتفولیو و امثال آن) محقق ساخت. آنچه که از این رهنمود سیاستی حاصل می‌شود آن است که در بلندمدت

<sup>1</sup> wedge

انتخاب لنگر اسمی مضمونی قابل دوام و بقا نیست و این لنگر می‌بایست سرانجام به سمت لنگر پول یا لنگر ارز حرکت کند.

## 2-1- توسعه بازارهای پول

در طراحی و اجرای سیاست‌های پولی متکی بر ابزارهای غیرمستقیم، توسعه بازارها از اهمیت بالایی برخوردارند. توسعه این بازارها از آن جهت با اهمیت تلقی می‌شود که برای هر ابزار می‌باید حداقل یک بازار وجود داشته باشد که در بستر آن بازار عناصر عرضه و تقاضا برای ابزار مزبور به صورت فعال حضور داشته باشند. عوامل عرضه و تقاضا در بازار موردنظر سرانجام منجر به استخراج نرخ و قیمت برای ابزار مورد بررسی خواهند شد و به این ترتیب با وجود بازار، ابزار و نرخ سیاست‌گذاری پولی هدفمند پایه و زمینه اجرایی مستحکمی پیدا خواهد کرد.

از دیگر عامل‌های عمده در طراحی بازارها، شناسایی رسمی فعالان طرف تقاضا در بازار و طراحی و تدوین آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های معاملات بازار است. درباره عناصر طرف تقاضا در بازار، همان‌گونه که در سایر کشورها مرسوم است، اغلب فعالان طرف تقاضا در بازار پول، بانک‌ها هستند. بانک‌ها اگر چه، از عمده‌ترین مؤسسات پولی این حوزه به‌شمار می‌آیند، اما تنها بازیگران این بازارها نیستند. شبکه وسیعی از مؤسسات پولی و مالی غیربانکی، صندوق‌های اعتباری، دلالت و واسطه‌های نهادی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالی، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری نیز وجود دارند که حسب مورد می‌توانند به‌عنوان متقاضیان عمده، انعکاس‌دهندگان تقاضاهای عمده بازار، یا بازارسازان رسمی در این عرصه باشند. ناظران و طراحان بازار وظیفه دارند که در هر مورد از قبل طرف‌های عمده در هر یک از این بازارها را بر اساس اولویت‌ها و اهداف شناسایی و هرچند با صدور مجوزهای رسمی، ایجاد نمایند.<sup>1</sup>

در شرایط کنونی و مرحله‌ای توسعه بازارهای پول در اقتصاد ایران به‌نظر می‌رسد، طراحی برای ایجاد، توسعه و انسجام پنج بازار اصلی بتدریج می‌تواند موردنظر قرار گیرد. این بازارها به شرح زیر است:

<sup>1</sup> Federal Reserve Bank of Richmond (2004)



- بازار ارز
- بازار اوراق مشارکت
- بازار بین بانکی ریالی
- بازار بین بانکی تسویه نظام پرداختها
- بازار رهن

در ادامه توضیح مجملی در زمینه هر یک از بازارهای ذکر شده و به ویژه در مورد بازارهای پیشنهادی جدید ارائه خواهد شد.

بازار ارز از ابتدای سال 1381 با یکسان سازی نرخ ارز و تأسیس بازار بین بانکی اصلی و سپس بازار بین بانکی فرعی شکل رسمی و قاعده‌مندی پیدا کرده است. ساماندهی بازار باعث شده است که نقش فعالان و شبکه‌های ناشناخته و غیررسمی و به‌ویژه عوامل و فعالان برون مرزی در شکل بخشیدن و جهت‌دهی بازار ارزی کشور به حداقل نزدیک به صفر کاهش یابد. این بازار از گسیختگی و چندپارگی و چندنرخ‌گی گذشته خارج شده و هم‌اکنون در دو شبکه اصلی و فرعی با نظارت مسئولان پولی و ارزی کشور قرار دارد. بازارهای ارزی موجود از نظر پوشش عملیات نقدی ارزی جهت تسویه معاملات حساب جاری و بخشی از عملیات مجاز حساب سرمایه در سطح بسیار خوبی قرار دارند. این بازارها از بابت پوشش رسمی و توسعه ابزاری معاملات با دو چالش عمده روبه‌رو هستند. نخست بحث ادغام و یکپارچگی بازارهای اصلی و فرعی مطرح است که می‌باید با توجه به طرف‌های معامله یکسان (هر دو بازار بین بانکی است) این اقدام صورت پذیرد. با این ادغام حجم تقاضای بانک‌ها برای تدارک بازار فرعی به بازار اصلی بین بانکی ارز سرازیر خواهد شد و بازارهای فرعی به‌صورت رسمی بین بانک‌ها و مشتریان واسطه و صراف در مناطق آزاد (با شناسایی واسطه‌ها و صرافان) به‌صورت شفاف ساماندهی و قانونمند خواهد شد. افزون بر این، لازم است، بازارهای ارزی از طریق توسعه ابزاری، معاملات آتی را نیز پوشش دهند تا به این وسیله، علاوه بر کاهش ریسک معاملات آتی ارز توسط فعالان غیرتخصصی بازار (عمدتاً تولیدکنندگان) بازار آینده از حوزه انحصار دلالتان و واسطه‌ها و بانک‌ها و شرکت‌های خارجی خارج شود.

بازنگری و توسعه بازار اوراق مشارکت یکی دیگر از چالش‌های بازارسازی در عرصه پول در اقتصاد ایران تلقی می‌شود. اگر چه بیش از پنج تا شش سال است که از تاریخ نخستین انتشار اوراق و تصویب قانون انتشار اوراق مشارکت سپری شده است، لیکن هنوز بازار اوراق از عمق و بسط کافی برخوردار نشده است. انتشار اوراق مشارکت به طور یقین هدف اصلی اولیه موردنظر را در زمینه تأمین مالی پروژه‌های دولت (اوراق دولت) و نیز جذب نقدینگی اضافی بازار و مدیریت نقدینگی (اوراق بانک مرکزی)، تحقق بخشیده است. اما ادامه استفاده از این ابزار مستلزم عمق و بسط بیشتر بازار از یک سو و رهاسازی تضمین‌های مربوط به بازخرید پیش از سررسید اوراق از سوی دیگر است. در زمینه اوراق مشارکت لازم است هم بازار اولیه و همچنین بازار ثانویه به گونه‌ای طراحی و ساماندهی شوند که قیمت اوراق، انعکاس‌دهنده ارزیابی و ارجحیت بازار از وضعیت نقدینگی باشد. در شرایط موجود بانک‌ها خریدار نهایی اوراق به قیمت اسمی تلقی می‌شوند و توسعه بازار اوراق از این بابت مهم است که اولاً این اوراق نباید در پورتفولیوی بانک‌ها رسوب کند (هم از نظر ایجاد اختلال در منابع و مصارف مالی بانک‌ها و هم به دلیل آنکه در این شرایط اوراق با استقراض از بانک شباهت پیدا می‌کند) و ثانیاً همان‌گونه که در بسیاری از کشورهای جهان مرسوم است، این ترجیح نقدینگی توسط مالکان اوراق (قبل از سررسید) و فروش قبل از سررسید می‌باید هزینه‌ای دربر داشته باشد؛ زیرا که خریدار اوراق در زمان انتشار و صدور از مزیت و جاذبه نرخ، بهره برده است.

اوراق مشارکت به ویژه نوع دولتی و بانک مرکزی آن از نظر اطمینان، ریسک و نقدپذیری، تقریباً در تمام کشورهای جهان، از بهترین نوع و کیفیت اوراق بدهی ارزیابی می‌شوند و به همین دلیل نرخ و قیمت بازار مستخرج از این اوراق اغلب کمترین یا یکی از کمترین نرخ‌های بازار ارزیابی می‌شود.<sup>1</sup> وانگهی همان‌گونه که در کشورهای دیگر نیز مرسوم است، نرخ و قیمت اوراق دولت و بانک مرکزی در واقع انعکاس‌دهنده میزان اعتبار و اعتماد بازار به سیاست‌های دولت و بانک مرکزی تلقی می‌شود. به همین ترتیب، تفاوت قیمت و نرخ که عوامل و فعالان بازار برای اوراق دولت و بانک مرکزی قائل می‌شوند، می‌تواند به ارزیابی بازار از اعتبار و تفکیک سیاست‌های این دو یا میزان استقلال

<sup>1</sup> BOE (1998)

در اجرای سیاست‌های پولی تعبیر شود. این ابزارها و نرخ‌ها سرانجام بستر تعامل سیاست‌گذار با بازار و ارزیابی بازار از میزان اعتبار سیاست‌گذار تلقی می‌شود و با این تعبیر بازنگری و ساماندهی بازار اوراق مشارکت برای ظهور و تخلیه این ارزیابی‌ها ضرورت تام دارد. همین استدلال و قانونمندی در زمینه اوراق مشارکت شرکت‌های سهامی و سایر نهادها و مؤسسات دولتی و غیردولتی نیز صادق است.

افزون بر بازارهای ذکر شده، لازم است بازارهای جدیدی برای پول زیر یک روزه، پول یک شبه، و پول مدت‌دار (تماماً با سررسید زیر یک‌سال) ایجاد شود. پول‌های با سررسید زیر یک روز معمولاً به صورت تسهیلات آماده با سقف مشخص و با وثیقه‌های محکم، برای تسویه مبادلات طی روز، نظام هم‌زمان تسویه و پرداخت<sup>۱</sup> مورد استفاده قرار می‌گیرد. این بازار در بخش‌های بعدی مورد بررسی قرار خواهد گرفت. اما بازار پول یک شبه، چند روزه، و مدت‌دار<sup>۲</sup> (پانزده روزه تا حداکثر یک‌سال) همان بازاری است که در بسیاری از کشورها اصطلاحاً تحت‌عنوان بازار رپو<sup>۳</sup> و رپوی معکوس وجود دارد. فعالان و طرف‌های اصلی این بازار بیشتر بانک‌ها هستند که برای رفع نیاز نقدینگی و پرکردن شفاف منابع و مصارف به استقراض از یکدیگر یا از عرضه‌کننده نهایی پول یعنی بانک مرکزی، توسل می‌جویند. ترکیب بازار کوتاه‌مدت پول به‌گونه‌ای است که اجزاء و فعالان با منابع مازاد (منابع مازادی که در کوتاه‌مدت بی‌استفاده یا احتیاطی است) با اجزاء و فعالان متقاضی پول کوتاه‌مدت، با واسطه یا بدون واسطه، به صورت هم‌زمان به این بازار وارد می‌شوند. بانک مرکزی نیز به‌عنوان آخرین منبع عرضه‌کننده نقدینگی در این بازار، در پایان روز فزونی یا کمبود نقدینگی بازار را برحسب سیاست‌های حاکم جذب یا تأمین می‌کند. این بازار می‌تواند هم به صورت بازار بین بانکی ریالی با نقش و محوریت بانک مرکزی ساماندهی شود و هم می‌تواند شکل و شمایل یک بازار رسمی رپو و رپوی معکوس داشته باشد. تفاوت دو وضعیت در آن است که در بازار بین بانکی ریالی، بانک‌ها (شامل بانک مرکزی) طرف اصلی معاملات با یکدیگر تلقی می‌شوند. اگر چه بانک مرکزی به‌عنوان واحد تسویه‌گر نقش محوری واسطه‌ای دارد، اما در وضعیت دوم اساساً

<sup>۱</sup> real time gross settlement (RTGS)

<sup>۲</sup> overnight, multiple day, and term money

<sup>۳</sup> repo

تمام معاملات بانک‌ها با بانک مرکزی صورت می‌گیرد و بانک مرکزی طرف اصلی بانک‌ها در امر سپرده‌گیری و استقراض به‌شمار می‌آید.

عبارت بازار رپو و رپوی معکوس به بازاری اطلاق می‌شود که فعالان آن، طی قراردادهایی با فروش اوراق دارایی (اوراق مشارکت، سایر اوراق مطالبه یا بخشی از دارایی مؤسسه و بانک) دسترسی سریع به نقدینگی پیدا می‌کنند. این فعالان هم‌زمان متعهد می‌شوند که طی فرآیندی معکوس، پس از دوره مشخصی از زمان، همین دارایی را بازخرید کنند (رپو معکوس). به این قرارداد از نظر فروشنده اوراق (متقاضی نقدینگی)، قرارداد بازخرید یا رپو اطلاق می‌شود و زمانی که این اوراق براساس قرارداد اولیه، مجدداً به دارنده اصلی فروخته می‌شود، به آن بازخرید معکوس می‌گویند. به این ترتیب، بازار رپو و رپوی معکوس اغلب براساس قراردادهای ناظر بر خرید و فروش اوراق شکل می‌گیرد.<sup>1</sup>

نوع چهارم بازار پول موردنظر، بازار استفاده از تسهیلات بین روز برای انجام مبادلاتی است که در قالب نظام پرداخت هم‌زمان مورد تسویه قرار می‌گیرد. طرف‌ها و فعالان اصلی این بازار نیز در مرحله اول بانک‌ها هستند، لیکن از آنجا که نظام پرداخت و تسویه، طیف وسیعی از نهادها و مؤسسات مالی و غیرمالی را پوشش می‌دهد، قابل تصور است که در مراحل تکامل و تکوین سیستم نیز فعالان و اعضای جدیدی به بازار افزوده شوند. نظام هم‌زمان پرداخت و تسویه کشور می‌باید حداقل چهار مجموعه مبادلاتی را تحت پوشش و تسویه قرار دهد. پرداخت‌های بزرگ بین بانکی (از جمله معاملات ارزی بانک‌ها)، تسویه بین بانکی چک‌ها، تسویه کارت‌های اعتباری و POS بانک‌ها در شبکه ATM و فروشگاه‌های طرف نظام بانکی و سرانجام تسویه مبادلات و پرداخت‌های بازار بورس، حداقل چهار زمینه‌ای است که می‌بایست مورد حمایت نظام پرداخت و تسویه کشور قرار گیرد. حداقل در دو زیر مجموعه از نظام پرداخت و تسویه جامع، یعنی پرداخت‌های بزرگ بین بانکی و تسویه بین بانکی چک‌ها، می‌باید سقف تسهیلات بین روز و پایان روز برای تسویه مبادلات قایل شد.<sup>2</sup> تسویه مبادلات پایان روز در سقف تعریف شده می‌باید براساس قراردادی از طریق حساب‌های موجودی‌دار بانک‌ها یا از

<sup>1</sup> Federal Reserve Bank of Richmond (2004)

<sup>2</sup> Cyree & Griffiths & Winters (2003)

طریق بازار بین بانکی ریالی یا بازار رپو تسویه شود. اما اضافه بر آن لازم است، ترتیبیاتی نیز برای سقف مجاز تسهیلات بین روز در نظر گرفته شود. بانک‌های عضو نظام پرداخت و تسویه می‌باید تسهیلات مورد استفاده بین روز خود را تا پایان وقت بانکی حداقل تا سقف پایان روز کاهش دهند. افزون بر آن لازم است، بانک‌ها به میزان سقف مجاز بین روز یا سپرده خاص نزد بانک مرکزی تأدیه نمایند و یا نرخ‌های بالا جهت استفاده از این‌گونه تسهیلات را تقبل کنند.

آخرین بازار موردنظر در مجموعه بازار پول، بازار رهنی<sup>1</sup> است. این بازار اگرچه از نظر زمان توقف سپرده‌ها، تجهیز منابع و دوره بازپرداخت تسهیلات بیشتر به بازارهای سرمایه شباهت دارد، لیکن از بابت آنکه بستر و نظام اجرایی آن، بانک یا صندوق‌های پس‌انداز مسکن و مؤسسات شبه بانک است، در قالب بازار پول طبقه‌بندی می‌شود. موضوع بازار رهن به لحاظ نبود چارچوب قانونی و مقرراتی و ناتوانی و ظرفیت تأمین مالی کشور برای حمایت از یک نظام رهن ملی و فراگیر، در این بررسی منظور نشده است. همین مقدار کافی است، اشاره شود که در شرایط برخورداری کشور از توان و ظرفیت تأمین مالی کافی ضرورت دارد که قوانین و مقررات لازم برای ایجاد بازار رهن تدوین شود. قوانین موردنظر و ساز و کار متأثر از آن ناظر بر بهره‌مندی افراد شاغل و متأهل کشور، متناسب با ظرفیت بازپرداخت دین، از یک وام رهنی ارزان قیمت است. از آنجا که معمولاً کلیه بانک‌های کشور تکلیف پرداخت وام‌های ملی رهنی را برعهده دارند، بازار رهن در واقع بازاری است که بانک‌ها مطابق پرتفوی خود در حوزه تحت پوشش قانون ملی رهن، اسناد مطالباتی خود را در این بازار نقد می‌کنند.<sup>2</sup>

### 3-1- اصلاح ساختار مالی بانک‌ها به عنوان ضرورت کارکرد سالم بازار پول

سابقه و تجربه بانکداری در ایران طی دو دهه گذشته بیان‌گر چیرگی دولت و اولویت‌های مالی دولت در امر بانکداری از یک سو و چسبندگی‌ها و انعطاف‌ناپذیری ابزاری بعضاً ناشی از الزامات قانون عملیات بانکی بدون ربا، از سوی دیگر بوده است.

<sup>1</sup> mortgage

<sup>2</sup> Batchararov & Collins & Pauw & Spencer & Davies & Hani (2003)

مدیریت و مالکیت دولت بر بانکها باعث ایجاد ناکاراییهای ساختاری مالی گسترده، متأثر از تکلیف دولتی و بودجه‌ای، اعم از تسهیلات تکلیفی، کنترل نرخ‌های سود، تخصیص اداری اعتبارات، مصارف مالی نامعقول و کاهش سوددهی و بعضاً زیانده در فعالیت‌های بانکی شده است. افزون بر آن، دامنه استفاده از ابزارهای جدید بانکداری که طی دهه‌های اخیر عرصه نوآوری‌های شگفت‌انگیزی بوده است، برای تجربه در بانکداری ایران محدود بوده است؛ زیرا فرآیند انطباق ابزارهای نوین با مفاهیم بانکداری بدون ربا اغلب زمان‌بر و پرهزینه بوده است. بعضاً کاربرد بخشی از این مفاهیم در صورت‌های مالی بانکها منجر به عدم شفافیت در صورت‌های مالی شده و انطباق این صورت‌های مالی را با استانداردها و رویه‌های بین‌المللی دشوار کرده است. این مشکلات در دوره‌ای در حوزه فعالیت‌های بانکی بروز کرده، که فعالیت بانکی در عرصه بین‌المللی در معرض تحولات عمیقی قرار گرفته است. مقررات **بال دو**، مقررات و توصیه‌های بین‌المللی درباره شفافیت در فعالیت‌های بانکی، توصیه‌های قوی در زمینه کاربرد استانداردهای بین‌المللی حسابداری، توسعه فناوری ارتباطات در فعالیت‌های بانکی و بسیاری پیشرفت‌های دیگر، تحولات جدیدی است که طی یک‌دهه اخیر در حوزه فعالیت‌های بانکی حاصل شده است، لیکن پیشرفت بانک‌های کشور در این زمینه‌ها کند، محدود یا نامتعادل بوده است.<sup>1</sup>

بانک‌های کشور از نظر حجم بالای تسهیلات تکلیفی و مطالبات از دولت، سطح بسیار پائین نسبت کفایت سرمایه، عدم گردش درصد بالایی از دارایی‌ها، نسبت بالای مطالبات معوق و سررسید گذشته، کیفیت بسیار نازل بخش قابل اعتنایی از دارایی‌ها، ضعف بسیار در زمینه مدیریت منابع و مصارف و نقدینگی، ناآشنایی با فناوری اطلاعات، عدم خدمات‌رسانی مطلوب، نبود نظارت فعال و مؤثر و بسیاری جنبه‌های دیگر دچار مشکل هستند. این وضعیت ایجاب می‌کند که هرچه سریع‌تر برنامه جامع کشوری برای اصلاح ساختار مالی بانکها در دستور کار قرار گیرد. یادآوری این نکته نیز ضروری است که خصوصی‌سازی بانکها پیش از اصلاح ساختار مالی آنها ممکن است، سرانجام اقدامی بیهوده ارزیابی شود و چنانچه به‌صورت زودرس بانکها، خصوصی شوند، همان‌گونه

<sup>1</sup> Bank of International Settlements (2001)

که در بعضی کشورها اتفاق افتاده است، احتمال آن است که به ناچار در روندی معکوس مجدداً بانک‌ها دولتی شوند. در این راستا، ضروری است که نهادهای مالی جدیدی با منابع دولت و بانک مرکزی تأسیس شوند که از یک سو با خرید دارایی‌های (تکلیفی دولت) بانک‌ها و دارایی‌های با تضمین‌های دولتی و نیز دارایی‌های غیرگردشی بانک‌ها، صورت‌های مالی بانک‌ها را پاکسازی کند و از سوی دیگر با صدور بیمه سپرده‌ها و تضمین وام‌ها، از بروز و تداوم وضعیت‌های مالی مشابه وضع موجود جلوگیری کنند. در این باره ایجاد و تأسیس دو نهاد مالی «مؤسسه مالی تجدید ساختار بانک‌ها» و «مؤسسه مالی تضمین وام‌ها و بیمه سپرده‌ها» بسیار ضروری است.

تشکیل نهادهای اصلاح ساختار مالی بانک‌ها نه فقط مقدمه و مبتدای شفاف‌سازی صورت‌های مالی و خصوصی‌سازی بانک‌ها است، بلکه از نظر مدیریت منابع و مصرف و نقدینگی بانک‌ها نیز اصلاح ساختار، یک اقدام معطوف به توانمندسازی مدیریت تلقی می‌شود. بانک‌های کشور در شرایط موجود از ظرفیت‌های لازم برای پیش‌بینی منابع و مصارف مالی، نیاز نقدینگی و تأمین نقدینگی برخوردار نیستند. بخشی از این کمبود ناشی از ضعف نیروی کارشناسی و مدیریت و بخش عمده‌تری از آن ناشی از تحقق نیافتن پیش‌بینی‌های مالی است. همواره سهم چشمگیری از تسهیلات بانک‌ها را تسهیلات قهری تشکیل می‌دهد. تسهیلات قهری تسهیلاتی است که بانک‌ها برای ایفای تعهدات خارجی مشتریان خود در اختیار مشتریان داخلی قرار می‌دهند و یا به دلیل حساسیت‌های مختلف در زمان سررسید شدن دین مشتری اقدام به تجدید آن می‌کنند. رهاسازی بانک‌ها از قید این‌گونه دارایی‌ها و تسهیلات گردشی همراه با مسئولیت‌پذیری مدیریت بانک‌ها در زمینه منابع و مصارف و نقدینگی، نه فقط صورت‌های مالی بانک‌ها را شفاف می‌کند و آنها را از سلامت مالی<sup>1</sup> برخوردار می‌سازد، بلکه بدین ترتیب مدیریت بانک‌ها آمادگی خواهند داشت که با تشخیص، اعتبار و مسئولیت‌پذیری از طریق عقد قرارداد وارد بازارهای متفاوت پول شوند و در این بازارها بدون هرگونه نگرانی به تعهدات مالی خود عمل کنند.

در نمودار (1-1) تصویری کلی از جایگاه دو نهاد مالی اصلاح ساختار پیشنهادی ترسیم شده است. مؤسسه تجدید ساختار مالی بانک‌ها از یک سو با خرید دارایی‌های

<sup>1</sup> solvency

نازل، معوقه و غیرگردشی بانکها، اوراق مشارکت با سررسید معین در اختیار بانکها قرار می‌دهد، و از سوی دیگر با برخورداری از جایگاه حقوقی و قانونی مستحکم نسبت به بازیافت این دارایی‌ها اقدام خواهد کرد. این مؤسسه ناگزیر می‌باید برای بازیافت دارایی‌های با کیفیت نازل، از طریق توافق در زمینه تجدید ساختار مطالبات (همراه با تجدید ساختار شرکت‌ها و مؤسسات تولیدی بدهکار)، تملیک و تصرف کلی و جزیی دارایی یا مؤسسه، فروش وثیقه‌ها، فروش دین و سایر روش‌های ممکن نسبت به بازیافت دارایی اقدام عاجل به عمل آورد. از سوی دیگر، بانک‌های دارای اوراق مشارکت تجدید ساختار مکلف خواهند بود، این اوراق را در پرتفوی خود نگهداری کنند و فقط در صورتی می‌توانند این اوراق را نقد کنند که در مورد تجدید ساختار مالی، تأمین سرمایه، اصلاح ترازنامه پوشش بر دارایی‌های نازل، بیمه سپرده‌ها و سایر جنبه‌های ناظر بر سلامت مالی با مؤسسه تضمین وام‌ها و بیمه سپرده‌ها به توافق منجر به عقد قرارداد عضویت در نظام پوشش مالی ملی نایل آیند. عقد قرارداد عضویت در نظام ملی اصلاح و پوشش ساختار مالی بانکها در واقع نشانگر عبور بانکها از دو فرآیند اصلاح و پوشش طی یک دوره زمانی مشخص است که پس از آن بانکها از یک ساختار مالی سالم و متعادل برخوردار خواهند بود. به این ترتیب، زمینه برای خصوصی‌سازی بانکها فراهم خواهد شد. افزون بر آنکه پس از طی این دوره اصلاح است که می‌توان امیدوار بود بانکها با بهره‌مندی از ساختار مالی سالم قادر به ورود به بازارهای پول و ایفای تعهدات براساس آیین‌نامه‌ها و مقررات مربوطه هستند.

#### 4-1- نرخ سود ابزارهای مختلف بازار پول

اساساً طراحی بازارهای پول و سرمایه می‌باید به گونه‌ای انجام شود که نرخها در بازار کوتاه‌مدت (زیر یک سال) پول و در بازارهای بلندمدت (بالتر از یک سال) سرمایه، قابل استخراج باشد. از استخراج مستمر این نرخها از بازارهای مختلف منحنی بازدهی اقتصاد ملی<sup>1</sup> حاصل می‌شود که برای برنامه‌ریزی مالی در کلیه کشورها، یک ضرورت تام تلقی می‌شود. به عنوان مثال، به منحنی بازدهی در اقتصاد کشورهای صنعتی می‌توان اشاره

<sup>1</sup> yield curve



کرد که در قالب آن نرخ بازدهی منابع مالی در بازارهای یک شبه تا بازارهای مالی بین 10 تا 30 ساله، منعکس می‌شود. انعکاس این نرخ‌ها در منحنی بازدهی اقتصاد ملی و سطح و شیب و شتاب این منحنی بیانگر ارزیابی فعالان مالی بازار از سیاست‌های اقتصادی حاکم به‌طور کلی و سیاست‌های مالی و پولی دولت و بانک مرکزی به‌طور خاص است. کیفیت و شیب این منحنی نیز اولویت‌ها و ارزیابی‌های فعالان بازارهای مالی را در مورد تناسب و رابطه نرخ‌های کوتاه مدت، میان مدت، بلند مدت و از آن طریق قضاوت در مورد ماندگاری و دوام‌پذیری سیاست‌ها را در بلندمدت انعکاس می‌دهد. وجود گسیختگی و انقطاع در این منحنی‌ها برای سیاست‌گزاران نشان از وجود شکافی است که از بایستی از طریق ایجاد بازارهای نوین و معرفی ابزارهای جدید در مرز انقطاع پیوستگی و انسجام در بازارها تعبیه گردد. در مجموع می‌توان بر این نکته تأکید کرد که برای ایجاد منحنی بازدهی اقتصاد ملی، طراحی و توسعه بازارها و معرفی ابزارها و نهادهای جدید و متناسب در این بازارها از اولویت‌های اقتصاد کشور تلقی می‌شود.

از بازارهای متعددی که معرفی شد نرخ‌های متفاوتی استخراج می‌شود. این نرخ‌ها در درجه اول می‌باید منعکس‌کننده به‌اورزی<sup>1</sup> و تعادل نیروهای عرضه و تقاضا در بازارهای مربوطه باشد. اما ارتباط این بازارها به یکدیگر، وجود دامنه وسیع حوزه سیاست‌گذاری مقام ناظر در حوزه هر بازار و امکان تزریق و تخصیص منابع مالی به این بازارها توسط دولت و نهادهای مسئول، در واقع امکان سیاست‌گذاری فعال و مدیریت نرخ در این بازارها را فراهم می‌سازد. طراحی، آرایش و سطح‌بندی (ارتباط پلکانی) نرخ‌های متفاوت مستخرج از بازارهای متعدد از جمله مطالب اساسی سیاست‌گذاری در بازارهای مالی است. تنظیم سطح بازدهی ابزارها در هر یک از این بازارها عموماً با توجه به دو عامل عمده زمان و ریسک صورت می‌گیرد. هر بازار که ابزارهای کوتاه مدت‌تر در آن مورد معامله و مبادله قرار می‌گیرد به‌طور طبیعی از عامل ترجیح زمان بهره می‌برد و لذا در یکسانی شرایط، می‌باید دارای نرخ سود کمتری باشد. به‌همین ترتیب کیفیت ابزارهای بدهی مورد مبادله در هر بازار از بابت عنصر ریسک (ریسک زمان، ریسک فعالیت، ریسک عدم پرداخت) یا برخورداری از پوشش‌های بیمه‌ای یا تضمینی، منعکس‌کننده نرخ‌های متفاوت در هر بازار است. بدیهی است، وجود مؤسسات و نهادهای رتبه‌بندی و

<sup>1</sup> arbitrage

پوشش‌دهنده ریسک و ایفای نقش ماهوی نظارتی توسط این مؤسسات در حوزه فعالیت متعهدان ابزارهای بدهی مورد مبادله در بازارها، بخشی از طراحی بازارهای مالی است که سرانجام از طریق کاهش ریسک به کاهش هزینه مبادله و سطح عمومی نرخ‌ها در بازارهای مختلف کمک می‌کند.

در حوزه بازار ارز دو نرخ متفاوت قابل استخراج است. نرخ ارز در بازار نقدی ارز و نرخ ارز در بازار آتی ارز، تفاوت<sup>1</sup> نرخ ارز در بازارهای نقدی و آتی از بازارهای ارز حاصل می‌شود. در نظام ارزی ثابت با قضاوت اعتبار بالا و در شرایط بازارهای مالی باز، به لحاظ نظری نرخ‌های بهره داخل و خارج یکسان است<sup>2</sup> و علی‌القاعده تفاوت دو نرخ مزبور (نرخ ارز بازار نقدی و آتی) می‌باید انعکاس‌دهنده تفاوت نرخ بهره کوتاه‌مدت و بلندمدت بازارهای جهانی باشد. در صورتی که نظام ارزی کشور تعریفی جز لنگر ارز داشته باشد، جزئیات تعریف نظام ارزی کشور در تبیین تفاوت مزبور تعیین‌کننده خواهد بود. به‌عنوان مثال، چنانچه کشوری، به روشنی یا به‌طور صریح یا ضمنی (با ملاحظات رقابت‌پذیری)، سیاست نرخ ارز واقعی<sup>3</sup> را دنبال کند. در آن صورت می‌توان انتظار داشت که عیناً همین تفاوت در ارزیابی و قضاوت تورم آتی داخل و خارجی، در نرخ‌های نقدی و آتی بازار ارز منعکس شود. بدیهی است که در این حالت (پیروی از نرخ‌های بهره واقعی مثبت) با شرایط بازبودن بازارهای مالی، همین ارزیابی بر روند آتی نرخ‌های بهره قابل تسری خواهد بود. به این معنا که قضاوت و ارزیابی مربوط به تفاوت نرخ تورم داخل و خارجی از طریق جریان منابع مالی به بازارهای مالی داخل تسری پیدا کرده و تعیین‌کننده نرخ آتی بهره در بازارهای داخلی نیز خواهد بود.

نبود بازارهای آتی ارز، عدم تبیین صریح نظام ارزی، باز نبودن کامل بخش مالی (تراز پرداخت‌ها)، جریان نیافتن کامل اطلاعات، و سرانجام بی‌اعتمادی به سیاست‌گذاران باعث به هم خوردن رابطه ریاضی فوق می‌شود. اما این، به این معنا نیست که فعالان بازارهای

<sup>1</sup> spread

<sup>2</sup> این همان کیفیتی است که در بازارهای مالی تحت عنوان برابری نرخ‌های بهره پوششی (covered interest parity – CIP) مورد اشاره قرار می‌گیرد.

<sup>3</sup> real effective exchange rate (REER)

این سیاست به‌طور خلاصه به‌مفهوم لحاظ کردن تفاوت تورم داخل و خارج در نظام تعیین نرخ ارز کشور است.

مالی نسبت به روندهای مسلط و لذا جهت‌گیری معطوف به آربیتراژ بازارها تصویر روشنی از وضعیت‌های آتی در ذهن نداشته باشند. درچنین شرایطی اگر سیاست‌گزاران، شکاف بین بازار نقدی و بازار آتی ارز مورد قضاوت فعالان را از طریق تعبیه بست مالی پرنکرده باشند، آن‌گاه ارزیابی یک‌جانبه بازار از تحولات و برداشت سود حاصل از آربیتراژ بازارها، توان و ظرفیت مالی بازارها را تخلیه کرده و لذا خروج از نظامات سیاستی حاکم را اجتناب‌ناپذیر خواهد ساخت. خلاصه آنکه، در شرایط تعریف نظام نرخ ارز، از بازار ارز دو نرخ استخراج می‌شود که در شرایط بازنبودن کامل بخش مالی، می‌باید ابزارهای بست روشن، و اگر نه محدودیت سیاستی اقلام حساب سرمایه، معرفی شده باشد تا اقلام غیرپوششی مالی<sup>1</sup> از طریق آربیتراژ، آرایش فعال نظام نرخ‌ها را (نرخ ارز- نرخ بهره- نرخ تورم) را برهم نزده و لذا موجب گسیختگی بازارها، توسعه بازارهای غیرمتشکل و حاشیه‌ای مخرب نگردد.

بازار اوراق مشارکت یا اوراق قرضه اصولاً تعیین‌کننده کمترین نرخ بهره در بازارهای مالی است (در اغلب کشورها این‌گونه است)، مگر آنکه بانک‌های مرکزی در ارتباط با سیاست‌های پولی فعال و به نحو مدیریت شده، ترتیب نرخ پائین‌تری را در بازار رپو در نظر داشته باشند (با نظارت معطوف به جلوگیری از آربیتراژ یک‌جانبه نرخ بهره). دلیل این امر آن است که اولاً این ابزار بدهی از بالاترین کیفیت و کمترین ریسک برخوردار است. دومین دلیل پایین بودن این نرخ آن است که نظام وسیع وثیقه‌گیری غیرمنقول (که در بسیاری از کشورها معمول و مرسوم است) در اقتصاد ملی با کمترین هزینه ممکن و میسر باشد. این اوراق معمولاً با سررسید سه ماهه به بالا و بعضاً تا مقاطع سی ساله، با نرخ بهره کف مورد نظر سیاست‌گزار در بازار اولیه مورد حراج قرار می‌گیرد. لذا در هر مقطع و لحظه زمانی نرخ بهره بازار (با سررسیدهای مختلف) براساس اولویت و ارزیابی فعالان بازار از جمع نرخ کف و حاشیه نرخ حاصل از تفاوت قیمت اسمی و بازار اوراق، حاصل می‌شود. بدیهی است که با توجه به ثابت بودن قیمت اسمی و نرخ کف اوراق (که در کوپن‌های اوراق منعکس است) و نیز تغییر مداوم نرخ بهره بازار (متأثر از تغییر مداوم اولویت، ارزیابی و قضاوت فعالان بازار)، قیمت این اوراق به‌طور مستمر در بازار دست دوم تغییر می‌کند. اما تغییر قیمت در بازارهای دست دوم نمی‌تواند منعکس‌کننده

<sup>1</sup> uncovered IP

آربیتراژی جز تغییر نرخ بهره جاری بازار نسبت به نرخ زمان صدور اوراق باشد. به هر صورت در این بازار، نرخ‌های متفاوت بهره براساس زمان‌های<sup>۱</sup> متفاوت استخراج می‌شود. علاوه بر آن حاشیه<sup>۲</sup> نرخ کف از نرخ بهره بازار (که تفاوت قیمت اسمی و بازار اوراق را منعکس می‌کند)، نشانی از تمایلات و قضاوت‌های بازار از سیاست‌های حاکم و جاری دولت تلقی می‌شود. چنانکه قبلاً توضیح داده شد، بازار ریو یا بازار بین بانکی پول، بازار پول کوتاه مدت یک‌شنبه تا چند هفته‌ای تلقی می‌شود، که نرخ‌های حاکم بر مبادلات آن بیشتر جنبه سیاستی دارد. برحسب آنکه اقتصاد ملی در چه نقطه‌ای از سیکل فعالیتی قرار گرفته و ریسک اقتصادی به سمت پائین یا بالا تمایل داشته باشد<sup>۳</sup>، سیاست‌گزاران پولی نرخ‌های موردنظر در بازار ریو را تنظیم و هدایت می‌کنند. از آنجا که بازار ریو براساس عقد قرارداد بر مبنای خرید موقت و فروش مجدد اوراق شکل گرفته است و معمولاً این اوراق نزد دلان بازار یا بانک‌های نگهدار<sup>۴</sup>، به امانت گذاشته شده است (بازار توثیقی است)، لذا نرخ‌های آن کم و بیش در سطح نرخ کف، همانند نرخ‌های اوراق مشارکت، ارزیابی می‌شود. اما از بابت آنکه بازار ریو تدارک‌کننده نقدینگی اضافی مورد نیاز بانک‌ها ارزیابی می‌شود، لذا نرخ‌های حاکم بر آن نقش کلیدی در نرخ‌های بانکی سپرده‌ها و تسهیلات و نیز در عملیات اعطای تسهیلات بانک‌ها ایفا می‌کند. به عبارت دیگر، نرخ‌های این بازار علامت‌دهنده‌ای قوی در عملیات خلق پول توسط بانک‌ها ارزیابی می‌شود. معمولاً تفاوت (Spread) بین نرخ بازار ریو و نرخ‌های جاری بازار اوراق یا سایر نرخ‌های بازار، رفتار فعالان عمده بازار، به ویژه بانک‌ها را، در راستای تحلیل‌های سیاست‌گزاران پولی به سمت و سوی قبض و بسط مورد نظر سیاست‌گزار سوق می‌دهد.

سقف تسهیلات بین روز بانک‌ها و مؤسسات عضو نظام جامع پرداخت و تسویه<sup>۵</sup> معمولاً براساس قرارداد عضویت بانک یا مؤسسه و به تناسب حجم مورد ارزیابی اسناد

<sup>1</sup> duration

<sup>2</sup> spread

<sup>3</sup> ریسک اقتصادی پایین (down risk) اصطلاحاً به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن رکود فعالیت‌ها، ریسک اقتصاد ملی تلقی می‌شود (در مسیر کاهنده منحنی سیکل تجاری). ریسک سمت بالا (upward risk) وضعیتی است که اقتصاد ملی در مسیر فزاینده منحنی سیکل قرار دارد و لذا تورم تهدید تلقی می‌شود.

<sup>4</sup> Custodian

<sup>5</sup> RTGS

مورد تسویه بانک خاص تنظیم می‌شود. در اغلب نظام‌های جامع پرداخت بانک‌ها تا سقف تسهیلات بین روز حجم مبادلات سودی پرداخت نمی‌کنند، اما متقابلاً متعهدند که برابر سقف تعیین شده، سپرده ویژه نزد بانک مرکزی داشته باشند. اغلب تناسب معینی بین نرخ‌های سود سپرده‌های ویژه ضمانت بر خورداری از سقف تسهیلات بین روز و سود تسهیلات مورد استفاده بین روز برقرار است. در بعضی از نظامات جامع پرداخت بانک‌ها می‌توانند اوراق دیگری به‌عنوان وثیقه بر خورداری از سقف تسهیلات بین روز نزد بانک مرکزی تأدیه کنند، اما متقابلاً ملزم می‌شوند که سود متناظری متناسب سقف مورد استفاده تسهیلات بین روز به بانک مرکزی پرداخت نمایند. به‌ر صورت ماهیت حاشیه‌ای بودن این بازار (هدف اصلی این بازار صیقل دادن نظام پرداخت و تسویه است و نه اثرگذاری بر رفتار فعالان بازار) و امکان انتقال هزینه سود تسهیلات مورد استفاده این بازار از طرف بانک‌ها به مشتریان بانک، نقش کم‌اهمیتی به نرخ‌های حاکم بر این بازار می‌بخشد.

### 5-1- ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی

سیاست‌های پولی کشور طی ربع قرن گذشته عمدتاً بر ابزارهای مستقیم متکی بوده است، هرچند طی برنامه‌های دوم (1374-1378) و سوم (1379-1383) توسعه اقتصادی بتدریج بخش‌هایی از کنترل‌های مستقیم که در فرآیند تجهیز منابع بانک‌ها زیان-بخش بوده، حذف شده است، سه مجموعه ابزارهای سیاست‌گذاری پولی متداول نرخ بهره، نسبت سپرده قانونی، و عملیات بازار باز بانک مرکزی برای طراحی چارچوب سیاست-گذاری پولی مطرح شده است. تجربه چند دهه اخیر در عرصه بانکداری مرکزی نشان داده است که از میان ابزارهای فوق، نرخ‌های بهره قوی‌ترین عملکرد را برای سیاست-گذاری پولی به خود اختصاص داده‌اند. دلیل این امر آن است که ترکیب و آرایش نرخ‌های بهره بانکی نه فقط در حوزه عملیات تجهیز منابع، سپرده‌گیری و اعطای تسهیلات بانک‌ها نقش کلیدی برعهده دارد، بلکه سهم درخور توجهی از عملیات بازار باز بانک مرکزی نیز به علت جذابیت و دافعیت نسبی نرخ‌های بهره ابزارهای مالی، در وضعیت نقدینگی مؤثر خواهد افتاد. به‌عبارت دیگر، با گسترش و تعمیق بازارهای مالی

نقش نرخ‌های بهره در بازارهای مختلف در حوزه‌های وسیع‌تری نسبت به عرصه فعالیت بانکها تأثیر برجای می‌گذارد. این وضعیت به حدی جدی است که امروزه در بسیاری از کشورهای صنعتی جهان، دولت‌ها و بانک‌های مرکزی فقط با اتکاء به مدیریت نرخ بهره کوتاه‌مدت، عملیات پولی و مالی و دخالت‌های خود را در بازارهای مالی تنظیم می‌کنند. طی دو دهه گذشته، قانون عملیات بانکی بدون ربا و مالکیت و مدیریت دولت بر بانکها، تأثیر عمده بر فعالیت بانکها و بازار پول کشور برجای گذاشته است. قانون عملیات بانکی بدون ربا اگرچه به صورت محدود کارکرد سیاست‌گذاری پولی و کلان برای نرخ‌های سود قایل شده است، اما اساساً نگاه قانونگذار در این قانون براساس کارکرد نرخ‌های سود در حوزه عملیات تجاری بانکی و سرمایه‌گذاری شکل گرفته است. لذا طی دو دهه گذشته به‌رغم تلاش وسیعی که برای انتقال سیاست‌گذاری پولی از چارچوب متکی به ابزارهای مستقیم به چارچوب متکی به ابزارهای غیرمستقیم صورت گرفته، پیشرفت در این زمینه محدود بوده است. اگرچه معرفی ابزار اوراق مشارکت (دولت - بانک مرکزی - شرکت‌ها و مؤسسات) پیشرفت عمده‌ای در این زمینه تلقی می‌شود، اما ساز و کار تبیین نرخ این اوراق کماکان اداری، مستقیم و تضمین شده است. این اوراق با برخورداری از ویژگی قابلیت بازخریدی پیش از سررسید و تضمین‌های بانکی، از خصلت انعکاس رفتار قضاوتی فعالان بازار در قیمت و نرخ در بازارهای اولیه و ثانویه برخوردار نیستند. به‌این ترتیب، نه تنها توسعه و ابداع در بازارهای مالی و پولی ایران طی دو دهه قبل محدود بوده، بلکه فرآیند بومی‌سازی این ابزارها و انطباق آن‌ها با مفاهیم بانکداری بدون ربا و قوانین و مقررات داخلی زمان‌گیر، پرهزینه و در بعضی زمینه‌ها بی‌حاصل بوده است.

نسبت سپرده قانونی به عنوان ابزار سیاست‌گذاری پولی به‌طور سنتی در ایران در سطح بالایی قرار داشته و همواره به‌عنوان یک ابزار مؤثر گردآوری نقدینگی مازاد بازار مورد استفاده سیاست‌گذار بوده است. استفاده وسیع از نسبت سپرده قانونی دارای ویژگی اثر راحت<sup>1</sup> است، به‌این معنا که اگرچه افزایش آن برای عقیم‌سازی پولی راحت و وسوسه‌انگیز است، اما کاهش آن به شدت هزینه‌زا و دشوار است. این عدم قرینگی ذاتی

<sup>1</sup> ratchet effect

در حوزه ابزار نسبت سپرده قانونی باعث شده که طی زمان این نسبت بتدریج افزایش یافته، به گونه‌ای که اغلب به سطح حداکثر مجاز قانونی خود رسیده است. همچنین اتکاء وسیع به این ابزار برای جلوگیری از خلق نقدینگی توسط بانکها، منجر به افزایش هزینه واسطه‌گری بانکها و کاهش دامنه بهره‌وری منابع تجهیز شده توسط بانکها شده است. این وضعیت باعث شده است که در فرآیند پویایی تکاملی نظام پولی، استفاده از این ابزار، امروزه مهجور مانده و به دور از توصیه‌های کارشناسی ارزیابی شود. در هر صورت نسبت سپرده قانونی بانکها طی سال‌های برنامه سوم به کرات مورد اصلاح و کاهش قرار گرفته است. این نسبت در سال 1380 از سطح متوسط 22 درصد (با 5 واحد درصد کاهش) به حدود 17 درصد کاهش یافت. در سال 1383 نیز کلیه نسبت‌های سپرده قانونی برای انواع سپرده‌های مختلف بانکها در سطح 17 درصد یکسان گردید. دشواری‌های بانکها در تجهیز منابع و هزینه‌های بالای واسطه‌گری، به‌علاوه کاهش سال‌های اخیر نرخ تسهیلات بانکها (بدون کاهش متناظر در نرخ سپرده‌های بانکی)، باعث شده است که قابلیت اتکاء به این بازار برای جذب منابع مازاد بازار به شدت کاهش یابد.

علاوه بر ابزارهای سه‌گانه سیاست‌گذاری پولی، در اغلب کشورهای در حال توسعه با بازارهای مالی و پولی توسعه نیافته، سپرده‌های دولت نزد بانکها به‌عنوان یک ابزار قوی کنترل نقدینگی مورد استفاده قرار گرفته است. حجم سنگین عملیات مالی و بودجه‌ای دولت و قابل توجه بودن وجوه سپرده‌ای دولت این امکان را فراهم می‌کند تا با استفاده از این سپرده‌ها از طریق جابه‌جایی و الزام ذخیره‌گیری سنگین بدون پرداخت سود، سیاست‌های پولی انبساطی و انقباضی به مرحله اجرا گذاشته شود. بدیهی است که استفاده مؤثر از این ابزار مستلزم آن است که؛ اولاً بودجه دولت وضعیت نسبتاً مناسب داشته باشد و ثانیاً انتقال سپرده‌های دولتی به حساب‌های بانک مرکزی از حمایت قانونی لازم برخوردار باشد. قانون پولی و بانکی مصوب سال 1351 دولت و سازمان‌های دولتی را مکلف کرده که سپرده‌های خود را نزد بانک مرکزی یا در حساب‌هایی نگهداری کنند که از سوی بانک مرکزی مشخص شده است. لذا همواره این امکان فراهم بوده است که با استفاده از سپرده‌های دولت تا حدودی از گسترش بی‌رویه نقدینگی متأثر از افزایش درآمدهای بودجه‌ای ناشی از افزایش قیمت جهانی نفت، جلوگیری شود.

در جمع‌بندی مطالب این بخش، می‌توان گفت که انتقال از چارچوب سیاست‌گذاری پولی متکی به ابزارهای مستقیم به چارچوب‌های سیاستی متکی به ابزارهای غیرمستقیم، مستلزم طراحی و توسعه بازارهای متعددی است که در هر یک از این بازارها براساس تعریف و تعیین اعضای فعال و نیز حجم عرضه و تقاضای ابزار بدهی یک یا چند نرخ قابل استخراج خواهد بود. طراحی و توسعه این بازارها و تعریف ابزارهای قابل معامله در هر بازار از چالش‌های عمده سیاست‌گذاری پولی در اقتصاد ایران تلقی می‌شود. انطباق نوع معاملات و ابزارهای بازار پول با عقود مختلف و مفاهیم قانون بانکداری بدون ربا، از جمله ضرورت‌هایی است که در انتقال سیاست‌گذاری پولی در استفاده از ابزارهای غیرمستقیم باید مورد توجه قرار گیرد.

### نتیجه‌گیری

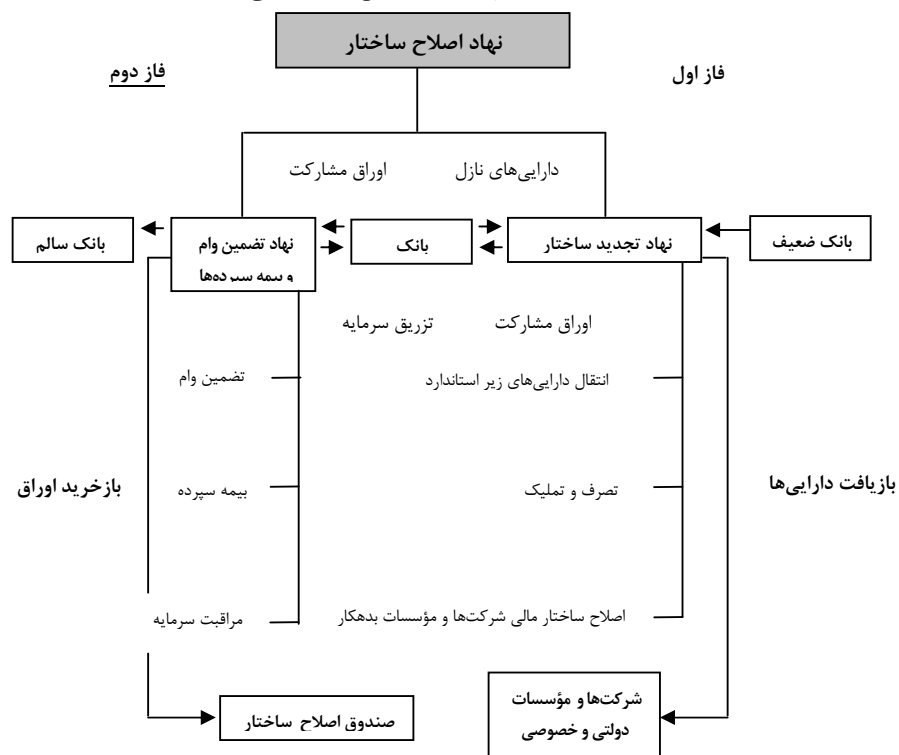
در مباحث این مقاله ابعاد مختلف استفاده از ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی مورد بررسی قرار گرفت. از این مباحث می‌توان نتیجه گرفت که اساساً سیاست‌های پولی به یک مجموعه یا چارچوب سیاستی اشاره می‌کند که از ابعاد مختلف از جمله از نظر ابزارهای مستقیم، ابزارهای غیرمستقیم پولی می‌تواند مورد نظر باشد. همچنین، اشاره شد که انتقال از یک چارچوب سیاست‌گذاری پولی متکی به ابزارهای مستقیم به یک چارچوب سیاست پولی متکی به ابزارهای غیرمستقیم مستلزم طراحی و توسعه بازارهای پولی متعدد است که در هر مورد می‌باید نرخ‌های بازار منعکس‌کننده تعادل نیروهای عرضه و تقاضا در این بازارها باشد. همین‌طور لازم است، طراحی بازارها به‌گونه‌ای صورت پذیرد که طیف وسیعی از ابزارهای یک‌شبه تا چندساله را پوشش دهد، به‌گونه‌ای که منحنی بازدهی اقتصاد ملی با ترسیم کاملی از وضعیت بازارها امکان انعکاس ارزیابی و قضاوت فعالان بازار از سیاست‌ها را فراهم کند.

در حوزه توسعه بازارها نیز اشاره شد که ایجاد، توسعه، بازنگری و انسجام در حداقل چهار بازار ارز، اوراق مشارکت، بین بانکی ریالی و تسویه بین روز نظام پرداخت و تسویه پایان روز لازم و ضروری است. نرخ‌های سود حاکم بر هر یک از این بازارها و ارتباط معنادار این نرخ‌ها با یکدیگر برای جلوگیری از آربیتراژ سودجویانه منجر به تخلیه



ظرفیت و جلوگیری از توسعه بازارهای غیررسمی نیز مورد بحث قرار گرفت. نکته اساسی در این قسمت آن است که بازیگران عمده این بازارها می‌باید با خصلت و کیفیتی تخصصی به ویژه در زمینه ایفای تعهدات در این حوزه‌ها وارد شوند و در این ارتباط خصوصی‌سازی بانکها و ارتقاء سطح مدیریت و کارشناسی بانکها ضروری است. اما برای خصوصی‌سازی بانکها اصلاح ساختار مالی آنها نیز یک امر بایسته تلقی می‌شود. در این مورد ایجاد نهادهای اصلاح ساختار مالی بانکها پیشنهاد شد. چالش مربوط به بومی‌سازی و انطباق مفاهیم جدید با قوانین و مقررات جاری و حاکم نیز از جمله مطالبی بود که به صورت خلاصه بررسی شد.

نمودار 1-1: نهادهای پیشنهادی اصلاح ساختار مالی بانکها



## منابع و مأخذ

Richard Moessner (2005) “*Over the counter interest rate options*”, Bank of England, March.

Pamphlet publications (2005) “*How monetary policy works, Bank of England*”.

Kohn, Doral L. (2000) “*Monetary policy processes and the work of monetary analysis*”, Bank of England, October.

Bank of England and HM treasury publications (2003) “*Changes to gilt market trading conventions*”.

Tucker, P.M. (2004) “*Managing the central bank's balance sheet: where monetary policy meets financial stability*”, Bank of England publication, July.

Cyree, Ken B. & Mark D. Griffiths & Drew B. Winters (2003) “*On the pervasive effects of federal reserve settlement regulations*”, federal reserve Bank of New York, March.

“*Instruments of money market, federal reserve bank of Richmond*” May (2004).

BOE publications (2004) “*Reform of the bank of England's operations in the sterling money markets*”.

“*A new framework by Bank of England*”, April (2005).

BOE publications (1998) “*Securities settlement priorities review*”, March.

Wetherilt, Anne V. (2005) “*Money market operations and volatility in UK money market rates*”, BOE publications.

Mohsin Khan (2003) “*Current issues in the design and conduct of monetary policy*”, IMF working paper, March.

Frederic S. Mishkin (1998) “*International experience with different monetary policy regimes*”, Columbia university, December.

Hooke, A. W. (1983) “*Exchange rate regimes and policy interdependence*”, IMF publications.

Garcia, G. H. (2000) “*Deposit insurance, actual and good practices*”, IMF occasional paper.