

مسائل فراروی اصلاحات اقتصادی ایران در حوزه بانکداری مورد مدیریت ذخایر خارجی

دکتر محمد واعظ^۱

چکیده

بستر فعلی اقتصاد بین‌الملل در برگزیده توده به هم پیچیده‌ای از فرصت‌ها و تهدیدها برای اقتصادهای ملی است. از این رو، به کارگیری یک الگوی مناسب اصلاحات اقتصادی، قابلیت بهره‌برداری از فرصت‌ها را بالا برده و امکان تأثیرگذاری تهدیدها را کاهش می‌دهد. در این ارتباط، از یک طرف ما در جهانی به سر می‌بریم که قادر به جذب سرمایه‌های مالی از خارج برای تحقق بخشیدن و حتی تسریع فرآیند اجرای برنامه‌های توسعه بوده و از طرف دیگر جریانات مزمن خروج سرمایه از کشور فعال هستند. یکی از حوزه‌های مرتبط با حرکت سرمایه، شبکه پولی کشور در حوزه بانکداری بین‌الملل می‌باشد که به طور مشترک سازمان اجرایی ورود سرمایه ارزی، خروج سرمایه ارزی و تخصیص سرمایه ارزی است.

مسائل عمده فراروی اصلاحات اقتصادی کشور در حوزه بانکداری بین‌الملل در زمینه‌های زیر

می‌باشند:

۱. محدودیت روش‌های تأمین مالی که در برگزیده ابعاد نظری و اجرایی است.

۲. مدیریت ساده و سنتی ذخایر خارجی؛

۳. گسترده نبودن وسایل و روش‌های پرداخت نوین بین‌المللی؛

۴. مدیریت زمان‌بندی و تحمیل هزینه‌های تعهدات خارجی.

در این مقاله با توجه به گستردگی بحث و با در نظر گرفتن موضوعات جدیدی که اخیراً در جامعه و در بانک مرکزی ظاهر شده، فقط به موضوع مدیریت ساده و سنتی ذخایر خارجی پرداخته خواهد شد. در این زمینه هر چند طی برنامه سوم توسعه، نیل به مدیریت بهینه خارجی به عنوان یک نگرش نرم‌افزاری طرح شده، اما برای نیل به این هدف، نظام بانکی کشور علی‌الخصوص بانک مرکزی با مسائل مهم ذیل، که معمولاً ناشی از رویه سنتی آنها در این زمینه است، روبرو می‌باشد:

ماهیت پسماند داشتن سطح ذخایر خارجی

- بازدهی کم ذخایر؛

- نوسانات خاص در مدیریت ذخایر خارجی؛

- عدم نوآوری در نهادها و ابزارهای مربوط به ذخایر خارجی.

۱. عضو هیأت علمی گروه اقتصاد دانشگاه اصفهان.

در این مقاله ضمن تبیین تفصیلی مسائل فوق، علل اصلی ایجاد آنها تشریح می‌گردد. آنگاه، در نهایت توصیه‌ها و پیشنهادات سیاستی جهت نیل به مدیریت کمیته ذخایر خارجی ارائه خواهد شد. روش بحث توصیفی - تحلیلی و با استفاده از آمار محدود منتشر شده و یا در دسترس می‌باشد.

۱- مقدمه

آشنایی با مفهوم بانکداری بین‌الملل از طریق مروری بر معنا و مفهوم بانکداری داخلی امکان‌پذیر است. بانکداری داخلی در برگیرنده مجموعه روش‌هایی است که شبکه بانکی جهت عملیات پولی و بانکی در داخل مرزهای بانکی در زمینه تجهیز تخصیص منابع انجام می‌دهد. اگر چه تلقی عمومی این است که مرزهای داخل همان مرزهای جغرافیایی است اما لزوماً این گونه نیست. برای مثال، هرچند مناطق ویژه اقتصادی کشور در داخل مرزهای جغرافیایی کشور است اما چون در داخل مرزهای گمرکی کشور نمی‌باشد، از این رو مبادلات بانکی با مناطق ویژه اقتصادی در حوزه بانکداری بین‌الملل قرار می‌گیرد. پس وقتی عملیات بانکی تجهیز منابع، تخصیص منابع، تسویه‌های مالی و... از طریق شبکه‌ای انجام شود که حداقل یک طرف آن خارجی باشد (به صورت شخص، بنگاه و یا دولت) این عملیات در چارچوب بانکداری بین‌الملل قرار می‌گیرد. از این رو تعامل در زمینه ذخایر خارجی می‌باشد که تغییرات آن در حساب تراز پرداخت‌های خارجی کشور و معمولاً برای دوره‌های سالانه ثبت و ضبط می‌شود.

اولین هدف مقاله، معرفی یکی از مسائل عمده فرایند اصلاحات اقتصادی کشور در حوزه بانکداری بین‌الملل خواهد بود. دومین هدف، ارائه اصول یا رهنمودهای کلی برای تخفیف مسائل فوق می‌باشد. تا از این طریق، قابلیت بازیگری نظام بانکی کشور در صحنه اقتصاد بین‌الملل به صورت کمی و کیفی ارتقاء یابد.

لازم به ذکر است که در مقاله مراد از شبکه بانکی مجموعه بانکهای تجاری، تخصصی و بانک مرکزی است و چون بانک‌های خصوصی جدیداً تأسیس شده یا در حوزه عملیات بانکی بین‌الملل وارد نمی‌شود و یا محدوده عمل آنها بسیار محدود است، از این رو می‌توان پیشاپیش این تصور کلی را کرد که مدیریت موجود در حوزه بانکداری بین‌الملل شبکه بانکی، از نوع دولتی است. نیز سازمان اصلی و تعیین کننده را در این حوزه در کشور ما، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران تشکیل می‌دهد.

۱-۱- اصلاحات اقتصادی

طی دوازده سال اخیر، سه برنامه توسعه تدوین شده که اهداف کلی زیر در ارتباط با حوزه بانکداری بین‌الملل داشته‌اند:

۱. ارتقای کارایی شبکه بانکی از طریق توجه به سودآوری در کارکرد شعبه؛
 ۲. بالا بردن سطح جذب منابع ارزی کشور جهت توسعه سرمایه‌گذاری؛
 ۳. تعادل بلند مدت در تراز پرداخت‌های خارجی کشور.
- اما در رهنمودهای کلی سیاست‌های پولی و ارزی برنامه سوم توسعه، اهداف کلی فوق به شکل مشخص‌تری مطرح شده‌اند. در این زمینه دو رهنمود مصوب ستاد برنامه عبارتند از:

۱. شناسایی اقلام خاص حساب سرمایه و آزادسازی تدریجی مبادلات این اقلام بر اساس برنامه زمان‌بندی شده در جهت ایجاد زمینه‌های لازم برای جلب و حمایت از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و فراهم نمودن زمینه‌های جلوگیری از فرار سرمایه و نیز استفاده از ابزارهای نوین مالی (از جمله اوراق قرضه ارزی و ...) به منظور تأمین منابع ارزی لازم از طریق حضور فعال در بازارهای مالی بین‌المللی مد نظر قرار گیرد.^۲

۲. مدیریت مطلوب بدهی‌ها و دارایی‌های خارجی کشور به تفکیک بانک مرکزی و بانک‌های تجاری با توجه به الزامات بانک مرکزی و سیستم بانکی، تعیین شاخص‌های نسبتاً مطلوب بدهی‌های خارجی، با تولید ناخالص داخلی، بازپرداخت بدهی‌های خارجی به درآمد حاصل از صادرات و ترکیب مطلوب بدهی‌های خارجی کشور طراحی و اعمال می‌گردد.^۳

با توجه به ضرورت‌های طرح شده در قبل، از بین موضوعاتی که در حوزه بانکداری بین‌الملل در برنامه سوم مورد توجه قرار داشته است، موضوع مدیریت ذخایر بررسی خواهد شد. در این بررسی ضمن توضیح علت و محتوای ذخایر خارجی، مهم‌ترین مسائل موجود در مقابل مدیریت بهینه آن، علل آن مسائل و در نهایت توصیه‌های سیاسی برای تقلیل آن ارائه می‌گردد. در این مسیر مهم‌ترین محدودیت، عدم دسترسی به آمار است. زیرا آمار منتشر شده بانک مرکزی راجع به تراز پرداخت‌های خارجی درباره ذخایر خارجی ویژگی کلی و سرجمع را دارد. از طرف دیگر تغییرات در ذخایر - و نه ارزش آنها - را در بردارد. از این رو در این مقاله برآورد کارشناسی و اطلاعات کارشناسی غیر رسمی مورد استفاده قرار خواهد گرفت.

۱-۲- مدیریت ذخایر خارجی کشور

کشورها به خاطر اهداف مشخصی اقدام به تشکیل ذخایر خارجی می‌کنند. قبل از آشنایی با این اهداف باید توجه داشت که انواع متداول ذخایر خارجی عبارتند از:

۱. سند برنامه سوم توسعه (۸۳-۱۳۷۹)؛ ج اول؛ ص ۱۹۶.
۲. سند برنامه سوم توسعه (۸۳-۱۳۷۹)؛ ج اول؛ ص ۱۹۷.

۱- ذخایر پولی (ارزی)؛ ۲- طلا؛ ۳- حق برداشت مخصوص (SDR)؛ ۴- حق عضویت نزد مؤسسات بین‌المللی.

به طور کلی اهداف کشورها در نگهداری ذخایر خارجی عبارتند از:

الف - امنیت: بدین معنا که کشور بتواند دیون و تعهدات خارجی خود را به موقع پرداخت کند. بدیهی است هرچه بدهی کشور بیشتر باشد، تأمین این هدف مستلزم ذخایر خارجی بیشتری است.

ب - نقدینگی: یعنی کشور بتواند از طریق نگهداری ذخایر خارجی، به موقع مبادلات خارجی خود را انجام دهد.

ج - بازدهی: به طور خلاصه به معنای این است که کشور از قبل نگهداری ذخایر خارجی، درآمد کسب کند.

در بین مجموعه متنوع ذخایر خارجی، ذخایر ارزی از نوع سپرده‌های دیداری و سپرده‌های کوتاه مدت و اوراق خزانه عمدتاً با اهداف تأمین امنیت و نقدینگی و ذخایر ارزی از نوع اوراق قرضه ارزی و سپرده‌های بلند مدت، بیشتر با هدف بازدهی نگهداری می‌شوند.

طی سالهای اخیر، با تغییر شرایط در بسیاری از کشورها، جایگاه هدف سوم، یعنی کسب بازدهی بیشتر، در بین مجموعه اهداف نگهداری ذخایر خارجی برجسته شده است. این تغییر شرایط عبارتند از:

۱. گرایش کشورها در تبدیل نظام نرخ ارز ثابت به نظام نرخ ارز شناور؛

۲. به کارگیری ابزارهای نوین مالی در بازارهای پول و سرمایه.

با این وجود تا وقتی اقتصاد ایران تک محصولی و به شدت وابسته به درآمدهای نفتی است، نمی‌توان انتظار داشت که مهم‌ترین هدف در ایجاد ذخایر خارجی، کسب بازدهی باشد. زیرا ذخایر باید قابلیت مقابله با نوسانات مورد انتظار در درآمدهای ارزی را داشته باشد. از این رو به طور اجتناب‌ناپذیری نقدینگی بالا به ساختار ذخایر تحمیل می‌شود.

۱-۳- الزامات خاص مدیریت بهینه ذخایر خارجی

الزامات پرداختن به مقوله مدیریت بهینه ذخایر خارجی برای کشور ما نه تنها به واسطه وجود شرایط خاص اقتصادی کشور هم چون ساختار درآمدهای ارزی کشور است، بلکه شرایط جدید اقتصاد بین‌الملل، الزامات تازه‌ای برای کشور ما و کشورهای دیگر به وجود آورده است که به بعضی از آنها اشاره می‌شود:

۱. ظهور واحد پول اروپایی (یورو) به عنوان جدی‌ترین رقیب دلار طی ۵۰ سال اخیر موجب طرح

این دیدگاه شده که تا وقتی نرخ برابری دلار به یورو به یک سطح تعادلی نرسیده، ترکیب ذخایر

خارجی کشورها به طور مکرر دستخوش تغییرات عمیق خواهد شد.^۴ به خاطر همین ضرورت، این موضوع جدیداً در زمره تحقیقات مالیه بین‌الملل و اقتصاد مالی قرار گرفته است.^۵

۲. تغییر و تنزل نقش طلا در ذخایر خارجی کشورها، حداقل برای کشورهای بزرگ صنعتی GV، و تأثیر آن بر مدیریت ذخایر خارجی کشورهای در حال توسعه موجب ارائه موجهی از تحقیقات جدید شده است.^۶

۳. ابداع نهادهای مالی جدید هم چون بورس‌های نوظهور سرمایه در آسیای جنوب شرقی و ابزارهای مالی جدید هم چون شکل‌های نوین اوراق قرضه و سهام و بیمه باعث تأثیرپذیری ترکیب ذخایر خارجی کشورها از این ابداعات شده است.

۲- مهم‌ترین مسائل مدیریت ذخایر خارجی کشور

با توجه به اهداف سه گانه ترسیم شده برای اصلاحات اقتصادی در حوزه بانکداری بین‌الملل و با در نظر گرفتن وضعیت تاریخی و ساختاری ذخایر کشور، مهم‌ترین مسائل و کاستی‌های مدیریت ذخایر خارجی کشور به شرح ذیل می‌باشند:

۲-۱- ماهیت پسماند داشتن سطح ذخایر خارجی

بدون در نظر داشتن ویژگی‌های کیفی و ترکیب ذخایر خارجی کشور، اگر آن بخش از ارزش ذخایر که معمولاً برای تأمین امنیت ملی به کار می‌رود، کنار گذاشته شود، بقیه به صورت تاریخی ماهیت باقیمانده یا پسماند داشته و دارد. حتی تشکیل صندوق ذخیره ارزی، تغییر اساسی در این وضعیت ایجاد نکرده است. به عبارت ساده این وضعیت را می‌توان در قالب پاسخ به سؤال زیر توضیح داد که اگر به طور عملیاتی سؤال شود: ذخایر خارجی باید چه سطحی داشته باشند؟ پاسخ عملیاتی این بوده و هست که آنچه پس از صرف، خارج ارزی باقی می‌ماند.

1. Eecheengreen B., Mathieson D. (2000);

۲. برای مثال می‌توان به تحقیقات زیر اشاره کرد که همه آنها ضرورت پرداختن دوباره به مدیریت ذخایر را به خاطر ظهور یورو تبیین کرده‌اند:

I. Alogoskoufis and Portes (1997).

II. Frenkel and Sondergaard (1999).

III. European Central Bank (1999).

۳. برای مثال می‌توان به تحقیقات زیر اشاره کرد:

I. Bordo and Eichengreen (1998).

II. Feldstein (1999).

۲-۲- بازدهی کم ذخایر

چون به صورت ساختاری ترکیب ذخایر (پرتفوی ذخایر) بر مبنای نیازهای معاملاتی کوتاه مدت و ملاحظات نقدینگی سازماندهی می‌گردد، از این رو ضرورتاً مدیریت غالب ذخایر به روش مدیریت نقدی^۷ می‌باشد که یا فاقد بازدهی و یا دارای بازدهی پایین در مقایسه با روش مدیریت غیر نقدی است.^۸ به عبارت ساده چون به صورت ساختاری سهم اوراق قرضه و اوراق سهام در ترکیب ذخایر خارجی کم می‌باشد، لذا بازدهی ناشی از ذخایر در مقایسه با وضعیت عکس آن کمتر است. البته این بدان معنا نیست که نرخ بازدهی پرتفوی ذخایر در مقایسه با میانگین بهره سپرده‌های دلاری کمتر باشد.^۹ به خصوص در سال‌های اخیر با ارتقاء جایگاه اوراق قرضه در سبد ذخایر خارجی، پایین بودن نرخ بازدهی پرتفوی ذخایر کاهش یافته؛^{۱۰} هرچند مسئله ساختاری پایین بودن نرخ بازدهی ناشی از ذخایر خارجی به قوت خود باقی است. علی‌الخصوص که در شرایط جدید اقتصاد بین‌الملل به واسطه تغییر جهت‌گیری سرمایه‌گذاری‌ها از بازار پول به بازار سرمایه، که در آن ابزارهایی با میانگین نرخ بازدهی بالاتر مطرح هستند،^{۱۱} این موضوع اهمیت بیشتری یافته است.

۳-۲- نوسانات خاص در ذخایر خارجی

طی سالهای اخیر ذخایر خارجی به اشکال مختلف شاهد نوسان بوده است. این نوسانات حداقل به صورت تغییرات سریع در واحد ارزی نگهداری ذخایر و ترکیب ذخایر خارجی بوده است. برای نمونه طی سال‌های ۷۸ - ۱۳۷۶ سهم دلار در ترکیب ارزی ذخایر کشور در محدوده ۸۰ - ۴۲ درصد و سهم مارک در محدوده ۲۵ - ۱۲ درصد در نوسان بوده است.^{۱۲} در زمینه تغییرات سریع در ترکیب ذخایر خارجی فقط به این نکته بسنده می‌شود که سهم اوراق قرضه در ذخایر خارجی از حدود ۱۵ درصد در سال ۱۳۷۸^{۱۳} به حدود ۴۰ درصد در سال ۱۳۸۱ رسیده است.^{۱۴} این چنین تغییرات نوسانات حاکی از منفعل بودن^{۱۵} و نه فعال بودن مدیریت ذخایر خارجی در مقابل شرایط به وقوع پیوسته در مقاطع مختلف می‌باشد.

1. Working Capital Management.

۲. این روش مدیریت خود مبتنی بر دو نوع ذخایر شبه نقدی و ذخایر استراتژیک است.

۳. برای توضیحات بیشتر به منبع زیر مراجعه شود: علوی، سید رضا؛ ص ۱۴۹.

۴. بر مبنای اطلاعات کارشناسی غیر رسمی.

۵. جهت اطلاعات بیشتر به منبع زیر مراجعه شود:

- Eichengreen, B. & Mateson D. (2000); PP. 1-3.

۶. محمد جعفر مجرد (۱۳۸۰)؛ ص ۳۸.

۷. سید رضا علوی (۱۳۷۹)؛ ص ۱۳۴.

۸. بر مبنای نظرات کارشناسی غیر رسمی.

1. Passive.

۴-۲- عدم ابداع در نهادها و ابزارها

مدیریت ذخایر خارجی به شیوه تاریخی فاقد ابداع و نوآوری در زمینه نهادها و ابزارهای مالی مربوط به ذخایر می‌باشد. یعنی مدیریت ذخایر خارجی، در چارچوب نهادها و ابزارهای موجود، با شیوه‌هایی چون تغییر واحد ارزی ذخایر، ترکیب ذخایر و ریسک اعتباری^{۱۶} صورت می‌گیرد؛ در حالی که بنا به دلایل ذیل این شیوه، خود مسئله آفرین است:

۱. تناقض با اجرای کامل قانون عملیات بانکی بدون ربا: زیرا حتی بدون توجه به روح کلی قانون فوق، بند ۱۱ ماده ۲ قانون مذکور یکی از وظایف نظام بانکی کشور را چنین ذکر می‌کند: «انجام معاملات طلا و نقره و نگهداری و اداره ذخایر خارجی کشور با رعایت قوانین و مقررات مربوط به آن». در اینجا منظور قانون‌گذار از عبارت «با رعایت قوانین و مقررات کشور» این است که آن معاملات در یک چارچوب غیر ربوی انجام شود. در حالی که فعالیت در چارچوب شیوه‌های معمول مدیریت ذخایر خارجی ایجاب می‌کند که بانک مرکزی با مؤسسات و نهادهای مالی خارجی عملیات متنوعی را انجام دهد که فضای حاکم بر آنها ربوی است.

۲. تثبیت جریان موجود حرکت بین‌المللی سرمایه: زیرا حرکت در چارچوب نهادها و ابزارهای موجود، مشروط به پذیرش منافع ناشی از واسطه‌گری‌های مالی و کنترل‌های مدیریت نهادهای حاکم بر جریان بین‌المللی سرمایه است. در حالی که این پذیرش می‌تواند موجب محروم شدن از بخشی از منافع ملی شود.

۳. استفاده نکردن از موقعیت‌های به دست آمده: گسترش ارتباطات، جاذبیت‌های فرهنگی - سیاسی انقلاب اسلامی ایران علی‌الخصوص در منطقه، بالا رفتن اخیر ریسک فعالیتهای اقتصادی سرمایه‌گذاران منطقه خلیج فارس، حداقل در شکل ردانی آن، در بعضی کشورهای غربی به خصوص آمریکا و خلاصه مجموعه گرایش‌های منطقه‌ای، زمینه خلق نهادهای مالی جدید مانند بورس‌های جدید سرمایه و ابزارهای مالی جدید هم چون اوراق مشارکت ارزی را فراهم کرده است؛ به طوری که چنین ابزارهایی بتوانند بخشی از ذخایر کشورهای منطقه را تشکیل دهند. در حالی که حرکت در چارچوب‌های متداول، موجب استفاده نکردن از چنین موقعیت‌هایی شده است.

۳- علل مسائل ایجاد شده در مدیریت ذخایر خارجی

مسائل چهارگانه ذکر شده، جنبه‌های نامناسب مدیریت ذخایر خارجی کشور را با توجه به اهداف اصلاحات اقتصادی ترسیم نمودند. در این بخش، علل مسائل ایجاد شده به شرح ذیل معرفی و تجزیه و تحلیل خواهند شد.

۳-۱- فقدان «معیار پایه»^{۱۷} برای ذخایر خارجی

معیار پایه، یک پرتفوی نظری و فرضی است که در هر دو، مبنای ارزیابی پرتفوی واقعی می‌باشد و شامل ترکیب واحدهای ارزی، ابزارهای مالی و ریسک‌های اصلی قابل قبول^{۱۸} می‌باشد. این پرتفوی نظری، سیاست‌های راهبردی را برای مدیریت ذخایر خارجی در زمینه‌های «ترکیب نقدینگی ذخایر»، «ترکیب سررسیدهای ذخایر»، «ترکیب ایزاری ذخایر»، «سقف سرمایه‌گذاری در کشورهای طرف معامله» و «سقف اعتباری مؤسسات طرف معامله» معلوم می‌کند.

رفتار ساختاری بانک مرکزی در تغییر سریع واحد ارزی ذخایر و تغییر سریع در ترکیب ذخایر، حاکی از فقدان معیار پایه در مدیریت ذخایر خارجی می‌باشد. مورد اول قبلاً توضیح داده شد اما راجع به مورد دوم، یعنی تغییر سریع در ترکیب ذخایر خارجی، لازم به تذکر است در حالی که برای چند سال، منتهی به سال ۱۳۷۹، بین ۹۵ - ۹۰ درصد از ذخایر خارجی را سپرده و ۱۰ - ۵ درصد از آن را اوراق قرضه دولتی به خود اختصاص می‌داد،^{۱۹} طی سال‌های اخیر این نسبت، تغییرات زیادی پیدا کرده به طوری که در اردیبهشت ماه سال جاری (۱۳۸۱)، حدود ۴۵ درصد از ذخایر خارجی را سپرده و حدود ۴۲ درصد از آن را اوراق قرضه به خود اختصاص داده‌اند.^{۲۰} تغییر اخیر اگرچه نشان دهنده فعال شدن، تحت تأثیر درآمدهای جدید ارزی، ناشی از افزایش قیمت نفت بوده است. به عبارت دیگر درآمدهای جدید ارزی و نه وجود «معیار پایه» موجب فعال شدن بانک مرکزی در عملیات ارزی شده است.

در این شرایط فقدان «معیار پایه» از یک طرف باعث به وجود آمدن این نگرانی است که بانک مرکزی با ملاحظه نکردن نظام‌مند ریسک‌های اساسی بازار، در صورت روبرو شدن با ریسک‌های قابل ملاحظه در آینده، به ناگاه موضع انفعالی در عملیات ارزی به خود گرفته و درباره آن رفتار سستی و ساختاری تکرار شود و از طرف دیگر نگرانی مجددی که وجود دارد، این است که در صورت تحمیل تکانه به درآمدهای ارزی ناشی از فروش نفت، مجدداً مدیریت ذخایر ارزی، بر اساس نیازهای معاملاتی و ملاحظاتی نقدینگی با ماهیت کوتاه مدت اعمال شود. نیز به واسطه بالا رفتن سهم سپرده‌های بلند مدت در کل ذخایر ارزی این نگرانی به وجود آمده که ریسک نقدینگی^{۲۱} جایگزین کمی بازدهی از قبل ذخایر شده است.^{۲۲}

عواملی که باعث شده بانک مرکزی فاقد «معیار پایه» در مدیریت ذخایر خارجی باشد، عبارتند از:

1. Benchmark.

۲. ریسک‌های اصلی قابل قبول شامل چهار ریسک زیر می‌باشند:

- الف - ریسک نرخ ارز؛ ب - ریسک نرخ بهره؛ ج - ریسک اعتباری؛ د - ریسک نقدینگی.
۳. سید رضا علوی؛ ۱۳۷۹، ص ۱۳۴.
۴. بر مبنای اطلاعات کارشناسی غیر رسمی.

۱. یعنی ریسک ناشی از عدم امکان انجام به موقع مبادلات با خارج.

۲. سید رضا علوی (۱۳۷۹)؛ ص ۱۴۸.

۲-۳- عدم توانایی در پیش‌بینی منظم بازارهای مالی

مدیریت موجود پرتفوی ذخایر در بانک مرکزی، فاقد قدرت پیش‌بینی مستقل در بازار اوراق قرضه ارزی است. زیرا با ملاحظه گزارشاتی که در ارتباط با تحولات بازارهای مالی در دوره‌های روزانه، هفتگی و ماهانه توسط اداره مطالعات و سازمان‌های بین‌المللی بانک تهیه می‌شود، می‌توان دریافت که یا اصولاً بانک تحلیلی نسبت به آینده بازارهای بین‌المللی سرمایه ندارد و به تحلیل وقایع گذشته بسنده می‌کند و یا پیش‌بینی‌هایش به صورت بازگویی پیش‌بینی‌های مؤسسات مالی خارجی است.

۳-۳- ترکیب ارزی پرتفوی

ترکیب ارزی پرتفوی ذخایر ارزی بانک مرکزی به شکل سنتی و ساختاری به گونه‌ای ملهم از ترکیب ارزی حق برداشت مخصوص (SDR) می‌باشد. اگر ترکیب ارزی حق برداشت مخصوص به شکل زیر در نظر گرفته شود:

$$\text{SDR} = W_2 \cdot 39\% = \text{سهم دلار در SDR}$$

$$\text{SDR} = W_2 \cdot 32\% = \text{سهم یورو در SDR}$$

$$\text{SDR} = W_3 \cdot 18\% = \text{سهم ین در SDR}$$

$$\text{SDR} = W_4 \cdot 11\% = \text{سهم پاوند در SDR}$$

آنگاه سهم دلار در ذخایر خارجی کشور به صورت سنتی دو برابر سهم دلار در SDR و سهم یقیه ارزهای مهم متناسب با سهم هر کدام از باقیمانده سهم دلار، با توجه به وزن هر کدام در SDR، می‌باشد. یعنی:

$$\begin{aligned} \text{سهم دلار در ذخایر} &= 2w_1 = a_1 = 78\% \\ \text{سهم دلار در ذخایر} &= \frac{W_2(1-2W_1)}{(1-a_1)} = \frac{(0/32)(0/22)}{0/61} \approx 11/5\% \\ \text{سهم ین در ذخایر} &= \frac{W_3(1-2W_1)}{(1-a_1)} = \frac{(0/18)(0/22)}{0/61} \approx 6/5\% \\ \text{سهم پاوند در ذخایر} &= \frac{W_4(1-2W_1)}{(1-a_1)} = \frac{(0/11)(0/22)}{0/61} \approx 4\% \end{aligned}$$

جدول ۱-۱ سهم هر کدام از ارزهای عمده را طبق الگوی معرفی شده و آخرین مقادیر واقعی^{۲۴}، به طور مقایسه‌ای نشان می‌دهد و حاکی از انطباق نسبی الگو با واقعیت است.

۱. سهم یقیه ارزها با توجه به مقدار ناچیز آنها روی پاوند محاسبه شده است.
۲. با استفاده از منابع کارشناسی غیر رسمی مربوط به سال جاری (۱۳۸۱).

جدول ۱-۱ سهم هر کدام از ارزشهای عمده در ذخایر خارجی

(ترکیب ارزی پرتفوی)

واحد ارزی	سهم طبق الگوی معرفی شده	سهم طبق مقادیر واقع
دلار آمریکا	٪۷۸	٪۷۵
یورو	٪۱۱/۵	٪۱۶/۵
ین ژاپن	٪۶/۵	٪۴
پاوند	٪۴	٪۵

منبع: برآوردهای کارشناسی

مطلب حائز اهمیت این است که وزنهای مندرج SDR بر اساس ضوابط صندوق بین‌المللی پول می‌باشند که لزوماً منطبق با شرایط کشور ما نیست. بدیهی است در صورتی که ترکیب ارزی بهینه پرتفوی بر مبنای در اختیار داشتن «معیار پایه» تعیین شود، می‌توان شکاف آن را با شکاف ارزی حاصل از خالص جریان منابع ارزی، طبق مجموعه متنوعی از معاملات سلف^{۲۵}، معاملات اختیاری^{۲۶} و معاملات آتی پر کرد.

۳-۴- سازمان متمرکز بانک مرکزی

امکان عملیات در بازار اوراق قرضه و یا به طور کلی بازارهایی که به همراه ریسک بالاتر، بازدهی بیشتر دارند باید به گونه‌ای سریع باشد که امکان استفاده از موقعیت‌های پیش‌آمده فراهم گردد و این مستلزم یک سازمان غیر متمرکز اما هماهنگ است؛ در حالی که مدیریت موجود ذخایر خارجی، مدیریت متمرکزی است که از طریق کمیته ذخایر ارزی در بانک مرکزی اعمال می‌گردد. بدین خاطر است که فقدان «معیار پایه» در مدیریت ذخایر خارجی، مرتبط و همزمان با تمرکز در تصمیم‌گیری‌های مدیریت ذخایر خارجی بانک مرکزی شده است.

۴- پیشنهادات سیاستی جهت نیل به مدیریت بهینه ذخایر خارجی

بر مبنای مباحث ارائه شده و با توجه به سوابق تاریخی می‌توان گفت مدیریت ذخایر خارجی از زمره یکی از مدیریت‌های راهبردی می‌باشد که در دوران پیش از پیروزی انقلاب اسلامی عملاً در اختیار مقامات پولی و ارزی داخل قرار نداشت. پس از پیروزی انقلاب اسلامی و به خصوص با در معرض تنش‌های جدی قرار گرفتن تراز پرداخت‌های خارجی، هرچند این مدیریت راهبردی در اختیار مقامات داخل قرار داشت اما اعمال آن از پیچیدگی‌هایی خاص برخوردار گردید. وجود این پیچیدگی‌هایی باعث شد «معیار پایه» به عنوان شرط ضروری مدیریت بهینه به وجود نیاید. حال با توجه به اینکه مدیریت ذخایر

3. Forward Transactions.
4. Optional Transactions.

خارجی، یکی از ابعاد تأمین کننده امنیت ملی کشور می باشد که لزوماً باید داخلی باشد^{۲۷} و بدیهی است در صورت طی شدن قدم‌های اصلی در استقرار آن که به خصوص مشتمل بر دستیابی به یک معیار پایه مستقل بر مبنای شرایط داخل و خارج، اهداف راهبردی و ارزش‌های تبلور یافته در قانون بانکداری بدون ربا است، آنگاه می توان در بخش‌هایی از مدیریت خارجی ذخایر نیز از آن بهره برد. جهت دستیابی به مدیریت بهینه ذخایر خارجی توصیه‌ها و پیشنهادات سیاسی ذیل ارائه می‌گردد:

۴-۱- اصلاحات سازمانی متناسب

مدیریت بهینه ذخایر خارجی به وسیله بانک مرکزی باید مبتنی بر تنوع‌گرایی در ذخایر، شناخت تحلیلی ریسک و قبول متناسب آن و در نهایت، ورود فعال در نوسانات روزانه اوراق بهادار ارزی است. همه ویژگی‌ها در سایه اصلاحات سازمانی در شبکه بانکی علی‌الخصوص در بانک مرکزی میسر می‌باشد. اصلاحات سازمانی باید دارای ابعاد زیر باشند:

۴-۲- تمرکز زدایی

جهت بالا بردن بازدهی از قبل نگهداری ذخایر خارجی، باید امکان عملیات در بازار اوراق قرضه و یا به طور کلی بازارهایی که همراه با ریسک بالاتر، بازدهی بیشتری دارند به گونه‌ای سریع فراهم باشد که بتوان از موقعیت‌های پیش آمده استفاده کرد. این وضعیت مستلزم سازمانی است که عملیات آن غیر متمرکز اما هماهنگی آن به صورت متمرکز انجام گیرد.

۴-۳- آموزش نیروی انسانی و نوین‌سازی سیستم‌ها و فرآیند عملیات

شبکه بانکی کشور علی‌الخصوص بانک مرکزی در راستای اصلاحات سازمانی لازم است در چارچوب برنامه‌های کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت، به تربیت نیروی انسانی دریافت کننده، پردازش کننده و تحلیل کننده اطلاعات مالی بین‌المللی و به موازات آن نیروی انسانی معامله کننده یا عملیاتی و نیز نیروی انسانی مدیریت کننده فرایند، سیاست‌گذاری، طراحی، اجراء و ارزیابی اقدام کند. جهت ایجاد و تقویت چنین نیروی انسانی باید بستر مناسب از طریق نوین‌سازی سیستم‌ها و فرایند عملیات، اجرایی و عملی گردد.

۴-۴- مدیریت ریسک

جهت مدیریت بهینه ذخایر خارجی و بالا بردن بازده، لازم است مستمراً گزارشات مختلفی در ارتباط با انواع ریسک تهیه شود. از طرف دیگر باید جداول ریسک و بازدهی برای ابزارهای مختلف آماده شود تا در هر زمینه، پوشش مناسب ریسک^{۲۸} میسر شود.

۲۷. هرچند متأسفانه سخن از واگذاری آن به مدیران و متخصصان خارجی می‌رود. اشاره به سخنانی ایراد شده معاونت محترم ارزی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در یازدهمین سمینار سیاست‌های پولی و ارزی، منبع ذکر شده، ص ۲۱.

۲۸. از طریق تعیین ارزش ریسک (Risk at value).

۴-۵- دستیابی به «معیار پایه»

طبق آنچه قبلاً راجع به «معیار پایه» ذکر شد، وجود معیار پایه به عنوان یک پرتفوی نظری و الگویی برای مدیریت ذخایر خارجی، ضرورت اجتناب‌ناپذیر دارد. برای تدوین آن لازم است ریسک اعتباری کشورها و مؤسسات مالی مهم، حداکثر سطح ریسک قابل قبول به خصوص برای عملیات سپرده‌گذاری، ترکیب کلی واحد ارزی ذخایر، ترکیب انواع ابزارهای مالی قابل قبول، دامنه سهم ابزارهای قابل قبول، میانگین زمان‌بندی^{۲۹} (دوره‌بندی) هر ابزار مالی، ریسک قابل قبول و سازگار پوشش انواع ریسک به صورت ایستا و پویا تعیین شوند.

۴-۶- ابداع مالی

جهت رفع مسائل سه گانه ذکر شده موجود به خاطر حرکت در چارچوب نهادها و ابزارهای موجود یعنی مسائل ناشی از تناقض با اجرای کامل قانون بانکداری بودن ربا، تثبیت جریان موجود حرکت بین‌المللی سرمایه و استفاده نکردن از موقعیت‌های به‌دست آمده، لازم است بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در راستای بهینه کردن مدیریت ذخایر خارجی، به ابداعات مالی در حوزه نهادها و ابزارها دست بزند. برای تشریح مناسب‌ترین حوزه ابداع نهادی، حوزه منطقه‌ای و مناسب‌ترین ابداع ابزاری، ابزارهای با ریسک پایین می‌باشند.

فهرست منابع

الف - فارسی

- ۱- برهانی، حمید؛ بانکداری و تأمین مالی بین‌المللی؛ مؤسسه عالی بانکداری ایران، ۱۳۷۹.
- ۲- سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی؛ سند برنامه سوم توسعه (۸۳ - ۱۳۷۹)؛ ج اول، ۱۳۷۹.
- ۳- صادقی، احمد؛ بررسی و تحلیل کاربرد اوراق قرضه بین‌المللی در مدیریت ذخایر خارجی کشور ایران؛ پایان‌نامه کارشناسی ارشد در رشته مدیریت علوم بانکی، مؤسسه عالی بانکداری ایران، سال تحصیلی ۸۰ - ۱۳۷۹.
- ۴- عجم حسنی، محمد؛ عملیات بانکی بین‌المللی؛ مؤسسه عالی بانکداری ایران، ۱۳۷۷.
- ۵- علوی، سید رضا؛ بررسی امکان به‌کارگیری ابزارهای جدید مالی در مدیریت ذخایر ارزی ایران؛ پایان‌نامه کارشناسی ارشد، مؤسسه عالی بانکداری ایران، سال تحصیلی ۷۹ - ۱۳۷۸.
- ۶- مجرد، محمد جعفر؛ "اصلاح ساختار مدیریت ذخایر و بدهی‌های ارزی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران"؛ یازدهمین سمینار سیاست‌های پولی و ارزی؛ مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۸۰.

ب - انگلیسی

- 1- De Leon J.; "The Band of Canada's Management of Foreign Currency Reserves"; Bank of Canada Review; 2001.
- 2- Eichengreen B., Mathieson D.; "The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect"; IMF Working Paper; 2000.
- 3- South Africa Financial Section Forum (FSF); "Management of the Gold and other Foreign Reserves"; FSF; 2002.