



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

گروه آمار و تحلیل ریسک

امکان سنجی راه اندازی بازار پول در ایران



سازمان بورس و اوراق بهادار
مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
گروه آمار و تحلیل ریسک

عنوان: امکان‌سنجی راه‌اندازی بازار پول در ایران

تهیه‌کنندگان:

حسن حکیمیان - زانیار احمدی

کد گزارش: ۱۴۰۰-۰۵-۲۰۲۱

تاریخ انتشار: خردادماه ۱۴۰۰

مطالب و محتوای گزارشات و مطالعات انجام شده، صرفاً نظر کارشناسی نویسندگان یا نویسندگان آن است و لزوماً بیانگر نظر رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار نیست.

حقوق معنوی پدیدآورندگان و حقوق مادی آن، به مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تعلق دارد و استفاده از آن با ذکر مأخذ بلامانع است.

چکیده مدیریتی

بازار پول بازاری برای دادوستد پول و دیگر دارایی‌های مالی جانشین نزدیک پول است که سررسید کمتر از یک سال دارند. همچنین می‌توان از بازار پول به عنوان بازار ابزارهای مالی کوتاه مدت با ویژگی اندک بودن ریسک عدم پرداخت، نقدشوندگی بالا و ارزش اسمی زیاد نام برد. مشارکت‌کنندگان در بازار پول، افراد یا واحدهای دارای مازاد نقدینگی هستند که به عنوان پس‌انداز کننده از طریق مستقیم یا غیرمستقیم منابع خود را با سررسیدهای کوتاه مدت در اختیار واحدهای نیازمند منابع مالی قرار می‌دهند. به عبارتی، مهم‌ترین رسالت بازار پول ایجاد تسهیلات برای واحدهای اقتصادی به منظور تأمین نقدینگی - به معنای کوتاه مدت آن - و نیز تأمین سرمایه در گردش است. یکی از بازارهایی که در کشورمان طی سالیان اخیر با چالش اساسی روبه‌رو بوده، بازار پول و سیستم بانکی کشور می‌باشد که نیازمند توجه ویژه از سوی سیاست‌گذاران کشور است. از مهم‌ترین کارکردهای نظام بانکی، تأمین منابع مالی مورد نیاز بخش حقیقی اقتصاد است. در واقع دستیابی به رشد اقتصادی و تخصیص بهینه منابع مستلزم وجود یک نظام مالی کارآمد می‌باشد که بتواند با کمترین هزینه، بهترین تخصیص منابع مالی را برای بخش‌های مولد اقتصادی که نیازمند تأمین مالی هستند، فراهم آورد. به همین منظور در گزارشی جامع به دنبال این موضوع بوده‌ایم تا با بررسی جامع انواع ابزارهای بازار پول و کارکردهای هر یک از آن‌ها در کشورهای مختلف و همچنین بررسی سازوکار اجرایی، نظارتی و مقرراتی در کشورهای دیگر، الگویی جهت راه‌اندازی یک بازار پول منسجم در کشور باهدف بهره‌مندی دولت، بانک مرکزی و شرکت‌ها از مجموعه‌ای از ابزارهای بازار پول با کارکردهای مختلف شامل آمریکا، مالزی، ترکیه، هند و اروپا از منظر انواع ابزارهای بازار پول، کارکردهای هر یک از ابزارهای مورد استفاده، مشارکت‌کنندگان بازار پول در کشورهای مورد بررسی و همچنین بررسی سازوکار اجرایی، نظارتی و مقرراتی در این کشورها، با هدف پیشنهاد انتشار و استفاده از انواع ابزارهای رایج در بازار پول در کشور، اصلاح زیرساخت‌ها و نقش ارکان و فعالان این بازار در کشور و در نهایت پیشنهاد الگویی جهت راه‌اندازی یک بازار پول منسجم در کشورمان به منظور بهره‌مندی ارکان این بازار از مجموعه‌ای از ابزارهای بازار پول با کارکردهای مختلف، پرداخته شده است. در ادامه پیشنهادات بر اساس مطالعات و بررسی‌های صورت گرفته در کشورهای مورد نظر از منظر اجزا و بخش‌های مختلف بازار پول و همچنین بررسی‌های به عمل آمده در خصوص وضعیت فعلی کشور در حوزه بازار پول، ابزارها و سایر ارکان ارائه شده است.

۱. الگوی راه‌اندازی بازار پول متمرکز در کشور

راه‌اندازی بازار پول به شکل منسجم و از طریق افزایش ابزارهای مالی متنوع می‌تواند به افزایش کارایی سیستم پولی کشور کمک کرده و نیازهای دولت، بانک‌ها و شرکت‌های تجاری را بدون داشتن آثار مخرب پولی و اقتصادی تأمین نماید. هم‌اکنون تنوع ابزارهای بازار پول در کشورهای مختلف بسیار زیاد است و این نهادها می‌توانند بر اساس نوع نیاز خود از این ابزارها استفاده کنند؛ اما در ایران به دلیل پیشینه کم بازار پول و بازار بین بانکی و وجود محدودیت‌های قانونی، حقوقی و شرعی، ابزارهای متنوع و متناسب با نیازهای فعالان این بازار ایجاد نشده است. به طور کلی بازار پول یکی از بازارهای بسیار مهم برای تأمین نقدینگی کوتاه مدت بانک‌ها، بنگاه‌های اقتصادی و نهادهای مالی و پولی است. وقتی این بازار کارایی لازم را دارد که ابزارهای مناسب با توجه به نیازها و شرایط نهادهای مالی آن کشور در آن بازار مورد معامله قرار بگیرد. هرچند بازار بین بانکی ایران از سال ۱۳۸۷ آغاز به کار کرده است، اما به دلیل توسعه نیافتن در حوزه ابزار و ساختارهای نظارتی و اجرایی، نتوانسته کارایی مناسبی داشته باشد. بر اساس مطالعات انجام‌شده و بررسی ساختار، ابزارها و چهارچوب بازار پول در کشورهای مورد بررسی، از جمله مشکلات و آسیب‌های فعلی بازار

پول در کشور می‌توان به عدم انسجام کافی در حوزه ارکان و زیرساخت‌های بازار پول، فعال نبودن بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان متولیان اصلی این بازار در حوزه سیاست‌گذاری، ابزارسازی و نظارت در بازار پول و همچنین تعامل و هماهنگی بسیار پایین بین ارکان و نهادهای تصمیم‌گیر در حوزه سیاست‌گذاری اقتصادی در کشور مانند سازمان برنامه و بودجه، وزارت امور اقتصادی و دارایی، بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار اشاره کرد. از طرفی بررسی کشورهای مختلف در خصوص سیاست‌گذاری‌ها در حوزه بازار پول نشان داد همه کشورها دارای برنامه‌های بلندمدت برای کنترل تورم، حفظ ارزش پول و اجرای سیاست‌های پولی خود هستند، درحالی‌که در کشور ما فقدان رویکرد سیستمی و بلندمدت در این حوزه به شدت احساس شده و همواره در بخش واقعی اقتصاد کشور شاهد تأثیرات این مهم بوده‌ایم. از دیگر مشکلات و کمبودهای ساختار فعلی بازار پول در کشور که با مطالعه و بررسی کشورهای مختلف بیشتر آشکار شد، ضعف سازوکارهای اجرایی و نظارتی کارا و عدم تنوع ابزارهای مورد استفاده در کشور است در حالی است که در تمامی کشورهای مورد بررسی نهادهای قانون‌گذار با به‌کارگیری سیستم‌های معاملاتی یکپارچه و همچنین ایجاد تنوع کافی در حوزه ابزارهای بازار پول برای ناشران و سرمایه‌گذاران با ویژگی‌ها و خصوصیات متفاوت، بازاری پویا و ایمن را برای مشارکت‌کنندگان این بازارها فراهم آورده‌اند.

به طور کلی به دلیل نوپا بودن بازار پول (بین بانکی) در ایران، مشکلات و آسیب‌های یادشده تا حدودی طبیعی است. اما کلید رونق بازار پول کارا در ایران، بازنگری در ساختار بازار پول موجود، طراحی و به‌کارگیری ابزارهای مالی جدید، ایجاد بازار ثانویه فعال و هماهنگی و فعال‌تر شدن بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان مقام قانون‌گذار و ناظر است.

هدف از پیشنهاد تشکیل بازار پول منسجم در کشور، مدیریت نقدینگی بانک‌ها و تسهیل تأمین مالی منابع مورد نیاز بانک‌ها، مؤسسات اعتباری و دیگر شرکت‌های تجاری در کوتاه مدت، تأمین مالی دولت و برقراری انضباط پولی و اجرای مؤثرتر سیاست‌های پولی کشور است. این بازار دست کم دو نقش حیاتی در نظام مالی ایفا می‌کند. نخستین نقش آن مداخله فعالانه و مؤثر بانک مرکزی در اجرای سیاست پولی از طریق راهبری نرخ‌های سود است؛ دوم، نقدینگی را به شکل مطلوبی از سرمایه‌گذاران دارای مازاد وجوه به سرمایه‌پذیران دارای کسری وجوه انتقال می‌دهند. بنابراین، سیاست‌گذاران انگیزه بالایی برای ایجاد یک بازار کارآمد و قوی دارند تا بانک مرکزی بتواند به نرخ سود مطلوب نظر خود دست یابد و بنگاه‌ها و نهادهای سرمایه‌پذیر نیز بتوانند به شکل کارایی به تأمین منابع مورد نیاز خود بپردازند. بدین منظور پیشنهاد می‌شود اقدامات زیر در راستای راه‌اندازی یک بازار پول منسجم و کارآمد نظر قرار گیرد.

۱. فعال‌تر شدن بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان متولیان اصلی این بازار در حوزه سیاست‌گذاری، ابزارسازی و نظارت در بازار پول؛

۲. افزایش تعامل و هماهنگی بین ارکان و نهادهای تصمیم‌گیر در حوزه سیاست‌گذاری اقتصادی در کشور مانند

سازمان برنامه و بودجه، وزارت امور اقتصادی و دارایی، بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار؛

۳. افزایش رویکرد سیستمی، برنامه‌ریزی بلندمدت و پایبندی به این برنامه‌ها با هدف اصلاح ساختار اقتصادی، کنترل تورم، حفظ ارزش پول و اجرای سیاست‌های پولی در کشور؛

۴. طراحی و به‌کارگیری ابزارهای جدید در بازار پول متناسب با نیازهای مشارکت‌کنندگان در این بازار؛

۵. ایجاد بازار ثانویه فعال در بسترهای معاملاتی بازار سرمایه؛

۶. راه‌اندازی بازار خارج از بورس (OTC) به صورت مذاکره‌ای و به شکل مرسوم در دنیا برای معاملات ابزارهای بازار پول در کشور؛

۷. فرهنگ‌سازی و افزایش آگاهی سرمایه‌گذاران و بخش‌های مختلف اقتصادی کشور در خصوص مزایا و کارکردهای ابزارهای مختلف در بازار پول؛

در ادامه الگوی راه‌اندازی بازار پول در کشور بر اساس ارکان اصلی این بازار در قالب پیشنهادات ارائه شده در فلوچارت زیر نشان داده شده است. در فلوچارت زیر الگوی اقدامات و پیشنهادات مطرح شده در راستای راه‌اندازی بازار پول در کشور به تفکیک ارکان سیاست‌گذار اصلی در این حوزه یعنی مجموعه دولت، بانک مرکزی و سازمان بورس به تفکیک و همچنین سیاست‌های مشترک بین این سه نهاد ارائه شده است.



۲. اصلاح ساختار کمیته انتشار اوراق مالی اسلامی در بازارهای پول و سرمایه کشور

همانطور که اشاره شد، در حال حاضر و بر اساس بند ۵ تبصره قانون بودجه کشور در سال ۹۹، کمیته‌ای متشکل از رئیس سازمان برنامه و بودجه کشور، وزیر امور اقتصادی و دارایی و رئیس کل بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، به منظور مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق مالی اسلامی در بازارهای پول و سرمایه کشور و نظارت بر نحوه انتشار اوراق مالی اسلامی، برنامه زمانی و تواتر انتشار اوراق و نرخ‌های سود اسمی اوراق منتشره را تعیین می‌کنند. با توجه به اهمیت رویکرد و نگاه سیستمی در اقتصاد و تأثیر تصمیمات در این حوزه بر سایر بازارهای موازی به خصوص بازار

سرمایه، پیشنهاد می‌شود کمیته‌ای متشکل از رئیس سازمان برنامه و بودجه کشور، وزیر امور اقتصادی و دارایی، رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار و رئیس کل بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، به منظور مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق مالی اسلامی در بازارهای پول و سرمایه کشور و نظارت بر نحوه انتشار اوراق مالی اسلامی، نرخ‌های سود اسمی اوراق منتشره و نرخ حفظ قدرت خرید اسناد خزانه اسلامی تشکیل شود تا ابعاد مختلف برنامه‌ریزی و تصمیم‌گیری در این حوزه از منظر ملاحظات و ظرفیت‌های بازار سرمایه نیز مد نظر قرار گیرد.

۳. افزایش وزن اوراق دولتی در ترانزنامه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری

در حال حاضر و بر اساس بر اساس بخشنامه بانک مرکزی مورخ ۱۳۹۹/۰۶/۱۲، شورای پول و اعتبار با اختیارات مقرر در قانون پولی و بانکی کشور و همچنین اجرای موثر مفاد دستورالعمل حداقل الزامات مدیریت ریسک نقدینگی مؤسسات اعتباری، کلیه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری را مکلف کرده است ظرف مدت ۳ ماه حداقل معادل ۳ درصد از مانده کل سپرده‌های خود را به صورت اوراق مالی اسلامی قابل معامله در بازار سرمایه که توسط خزانه‌داری کل کشور منتشر می‌شود، نگهداری نمایند. در همین راستا و به منظور توسعه هر چه بیشتر بازار بین بانکی در قالب استفاده از قراردادهای بازخرید و همچنین توسعه و تشویق بانک‌ها و مؤسسات اعتباری به استفاده هر چه بیشتر از سایر ابزارهای بازار پول که ظرفیت‌های انتشار آن در کشور موجود می‌باشد، پیشنهاد می‌شود نصاب ۳ درصد از مانده کل سپرده‌ها، بر اساس یک برنامه زمان‌بندی افزایش یابد.

۴. انتشار گواهی سپرده بانکی توسط بانک‌ها

در راستای بهبود مدیریت دارایی و بدهی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری و همچنین کاهش ریسک نقدینگی بانک در اثر برداشت منابع از سپرده‌های نزد بانک‌ها، پیشنهاد می‌شود بانک‌های کشور به جای دریافت منابع از سرمایه‌گذاران در قالب سپرده‌های بانکی، اقدام به انتشار گواهی سپرده بانکی کرده و در این قالب به جمع‌آوری منابع بپردازند. با بهره‌گیری از این ابزار هم نظم و انضباط مالی و ورود و خروج منابع در بانک‌ها بهبود می‌یابد و در نتیجه ریسک نقدینگی آن‌ها کاهش خواهد یافت؛ و هم سرمایه‌گذاران می‌توانند در صورت نیاز به منابع خود، در هر لحظه با فروش اوراق گواهی سپرده خود در بازار معاملات ثانویه، به منابع خود دسترسی داشته باشند.

۵. الزام صندوق سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت به نگهداری اوراق بدهی به جای سپرده

بانکی

طبق مطالعات انجام‌شده صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر اساس ماهیت آن‌ها، از اصلی‌ترین سرمایه‌گذاران و بازیگران در بازار ابزارهای پول (سررسید کمتر از یکسال و نقدشوندگی بسیار بالا) هستند. بر اساس اطلاعات صندوق‌های سرمایه‌گذاری در پایان شهریورماه سال ۱۳۹۹، ارزش مجموع صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت (شامل ۸۴ صندوق)، ۲۵۳۰ هزارمیلیاردریال می‌باشد. طبق بررسی‌های به عمل آمده سهم سپرده‌های بانکی در ترکیب دارایی‌های این صندوق‌ها حدود ۵۰ درصد از کل دارایی‌های تحت مدیریت آن‌ها می‌باشد. این در حالی است که در صندوق‌های با ماهیت مشابه در دنیا این نسبت حدود ۴ تا ۵ درصد می‌باشد. از طرفی سهم انواع اوراق بدهی در ترکیب صندوق‌های با درآمد ثابت کشور ۳۸,۷ درصد از کل دارایی‌های تحت مدیریت آن‌ها می‌باشد. لذا پیشنهاد می‌شود با تغییر حداقل‌ها در نصاب ترکیب دارایی‌ها، این صندوق‌ها ملزم شوند تا بجای سرمایه‌گذاری منابع خود در قالب سپرده‌های بانکی، اقدام به سرمایه‌گذاری در انواع اوراق بدهی (دولتی و غیردولتی) نمایند.

۶. مجوز تأسیس صندوق‌های با درآمد ثابت جدید و صدور مجوز افزایش سقف منوط به رعایت نصاب در سرمایه‌گذاری در اوراق بدهی

در راستای توسعه بازار اوراق بدهی و ایجاد تقاضای نهادی برای اوراق بدهی دولتی پیشنهاد می‌شود مجوز تأسیس صندوق‌های با درآمد ثابت جدید تسهیل شده و مجوز افزایش سقف برای صندوق‌های موجود مشروط به سرمایه‌گذاری در حداقل نصاب تعیین‌شده برای اوراق بدهی صورت گیرد.

۷. الزام انواع شرکت‌های بیمه به نگهداری اوراق بدهی در ترکیب دارایی‌های خود

همانطور که اشاره شد، در اغلب کشورهای مورد بررسی مانند آمریکا و هند شرکت‌های بیمه از اصلی‌ترین بازیگران و خریداران اوراق در بازار پول هستند. این شرکت‌ها می‌توانند منابع مازاد خود را با توجه به سررسیدهای تعهدات خود در انواع ابزارهای بازار پول با سررسیدهای کوتاه سرمایه‌گذاری کنند. به طور کلی در دنیا شرکت‌های بیمه بیشتر از سرمایه‌گذاری در ابزارهای بازار سرمایه در ابزارهای بازار پول سرمایه‌گذاری می‌کنند. لذا پیشنهاد می‌شود با انجام هماهنگی‌های لازم با نهاد قانون‌گذار در حوزه بیمه کشور، تدابیری اتخاذ شود تا شرکت‌های صنعت بیمه در کشور به سرمایه‌گذاری منابع مازاد خود در انواع اوراق بدهی که از نقدشوندگی بالایی در بازار برخوردار هستند، ملزم شوند.

۸. نقش مؤسسات رتبه‌بندی در انتشار انواع ابزارهای بازار پول

بر اساس مطالعات انجام‌شده در فرآیند انتشار برخی از انواع ابزارهای بازار پول مانند اوراق تجاری (CP) که در درجه اول توسط نهادهای شرکتی منتشر می‌شود، برای انتشار این اوراق لازم است که شرکت ناشر دارای رتبه اعتباری مشخص از یک موسسه رتبه‌بندی از بین مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری مورد تأیید نهاد قانون‌گذار باشد. در واقع مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری به رتبه‌بندی شرکت‌ها و نهادها در اساس اندازه، عملیات شرکت‌ها و الزامات قانون‌گذار برای هر اوراق می‌پردازند. در همین راستا پیشنهاد می‌شود به منظور تسهیل فرایند انتشار ابزارهایی مانند اوراق تجاری که می‌تواند مورد توجه بسیاری در شرکت‌ها و نهادها قرار گیرد، از رتبه اعتباری مشخص به جای ضامن و یا اخذ وثایق سنگین که توجیه انتشار این اوراق را برای متقاضیان کاهش می‌دهد، استفاده شود.

۹. انتشار و استفاده از سایر ابزارهای بازار پول

در ادامه پیشنهاد انتشار و استفاده از انواع ابزارهای بازار پول در کشور ارائه شده است:

اوراق تجاری: اوراق تجاری معروف‌ترین و شناخته‌شده‌ترین ابزار بازار پول در جهان محسوب می‌شود. اوراق تجاری اسناد بدون تضمین کوتاه مدتی هستند که به وسیله شرکت‌ها و برای افزایش وجوه نقد در کوتاه مدت و اغلب برای تأمین مالی نیازهای سرمایه در گردش منتشر می‌شود. یکی از دلایلی که در خصوص انتشار حجم بالای اوراق تجاری در کشورهای دنیا می‌توان بیان کرد، این است که در اغلب کشورهای مورد بررسی، شرکت‌های با رتبه اعتباری بالا می‌توانند در یک فرآیند تسهیل شده وجوه مورد نیاز خود را به جای استقراض مستقیم از بانک‌ها، با نرخ بهره کمتر و از راه انتشار اوراق تجاری تأمین کنند. در اغلب کشورهای مورد بررسی مانند آمریکا نرخ اوراق تجاری هر ناشر با توجه به شرایط و رتبه اعتباری ناشر آن تعیین می‌شود که این موضوع باعث افزایش جذابیت بیشتر این اوراق برای ناشران و سرمایه‌گذاران می‌شود. همچنین در اکثر کشورهای مورد دسترسی بازار این اوراق قانونمند است و تنها بنگاه‌هایی که در بورس اوراق بهادار پذیرفته‌شده و از حداقل سرمایه تعیین‌شده‌ای برخوردار باشند، می‌توانند به انتشار اوراق تجاری اقدام کنند. امتیاز مهم این اوراق برای ناشران، کمتر بودن هزینه آن نسبت به استقراض از بانک‌های

تجاری است. همچنین اوراق تجاری به دلیل بازده بالاتر نسبت به اسناد خزانه و همچنین همخوانی سررسید آن با نیازهای سرمایه‌گذاران، از جذابیت خاصی برای مشتریان برخوردار است.

اوراق گواهی سپرده قابل معامله و غیرقابل معامله: به طور کلی گواهی سپرده از مهم‌ترین ابزارهای بازار پول به شمار می‌رود. گواهی سپرده به سپرده‌های مدت‌داری اطلاق می‌شود که به وسیله بانک‌ها منتشر می‌شود و دارای نرخ سود و تاریخ سررسید مشخص هستند. در یک دسته‌بندی کلی، گواهی‌های سپرده در کشورهای مختلف مانند آمریکا به دو بخش قابل انتقال و غیرقابل انتقال تقسیم می‌شوند. دارنده گواهی سپرده قابل معامله می‌تواند آن را قبل از تاریخ سررسید در بازار ثانویه به فروش برساند. به همین دلیل این گواهی‌ها از نقد شوندگی بالایی برخوردار هستند، زیرا دارنده آن در صورت نیاز به پول نقد می‌تواند آن را در بازار ثانویه به فروش برساند. اما گواهی‌های غیرقابل مبادله، قابل فروش مجدد نیستند و دارندگان آن در صورت نیاز به وجه نقد تنها می‌توانند به مؤسسه سپرده‌پذیر مراجعه و با تحمل جریمه در نظر گرفته‌شده، سپرده خود را از مؤسسه خارج کنند. در نتیجه با توجه به احتیاجات ناشر و ناهای سرمایه‌گذاران انتشار هر دو نوع اوراق مذکور پیشنهاد می‌شود.

گواهی ودیعه بانک مرکزی: این ابزار می‌تواند از سوی بانک مرکزی تحت عنوان گواهی نگهداری منابع مالی مازاد بانک‌ها با سررسیدهای متغیر منتشر می‌شود. سازوکار این ابزار به گونه‌ای است که سرمایه‌گذاران، بانک‌ها و مؤسسات اعتباری، مازاد منابع خود را تحت عقد ودیعه در اختیار بانک مرکزی قرار می‌دهند. تحت این قرارداد، بانک مرکزی هیچ تعهدی به پرداخت بازدهی و سود به آن‌ها را نداشته و در عوض مبلغی را به عنوان هبه (هدیه) در سررسید متناسب با متوسط نرخ بین بانکی پرداخت می‌کند. این ابزار در راستای تسهیل عملیات مدیریت نقدینگی بانک مرکزی از طریق جذب مازاد نقدینگی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری کاربرد دارد. در حال حاضر نمونه این اوراق در بازار پول کشور مالزی منتشر و مورد استفاده قرار می‌گیرد. لازم به ذکر است در مردادماه سال جاری شورای پول و اعتبار با انتشار اوراق ودیعه بانک مرکزی با سررسید حداکثر دو ساله بوده و نرخ حداکثر معادل نرخ تورم سالانه موافقت کرد. پرداخت سود این اوراق به صورت سه ماهه و زمان انتشار آن به تشخیص هیئت عامل بانک مرکزی خواهد بود. با توجه به اینکه حداکثر نرخ این اوراق بر مبنای نرخ تورم سالانه اعلامی از سوی بانک مرکزی می‌باشد، نرخ این اوراق بر اساس تورم سالانه (با توجه به نرخ‌های تورم بالای کشور در شرایط فعلی) می‌تواند تعادل نرخ‌ها در بازارهای پول و سرمایه را بر هم زده و مشکلاتی را ایجاد نماید. لذا پیشنهاد می‌شود در اوراق ودیعه به جای نرخ تورم سالانه از میانگین نرخ بین بانکی در مدت انتشار اوراق استفاده شود.

پذیره‌های بانکی: پذیره‌های بانکی، به برات‌های مدت‌دار قابل پرداخت به فروشنده کالاها اطلاق می‌شود که پرداخت آن به وسیله یک بانک تضمین می‌شود. این اوراق در تمام کشورهای مورد بررسی به عنوان یکی از ابزارهای پول رایج مورد استفاده قرار می‌گیرد. معمولاً پذیره‌های بانکی دارای سررسید ۹۰ روزه هستند اما در مواردی اوراق با سررسید ۳۰ روزه و ۱۸۰ روزه نیز منتشر می‌شود. پذیره بانکی که دستور پرداخت مبلغ معینی به حامل آن در تاریخ معینی است، از جمله قدیمی‌ترین و کوچک‌ترین (از نظر حجم و مبلغ) ابزارهای بازار پول به شمار می‌رود. در هر حال این ابزار به منظور تأمین مالی کالاهایی که هنوز از فروشنده به خریدار منتقل نشده است مورد استفاده قرار می‌گیرد. بدین ترتیب که این اوراق توسط یک مؤسسه تجاری و در وجه یک بانک تجاری خصوصی صادر می‌شود و وقتی که بانک مزبور آن را بپذیرد به عنوان یک پذیرش بانکی شناخته می‌شود.

۱۰. ایجاد صندوق‌های بازار پول

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک نهادهای مالی هستند که فعالیت اصلی آن‌ها سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریک هستند. این صندوق‌ها وجوه اشخاص حقیقی و حقوقی را جمع‌آوری می‌کنند و در سبدهای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار متنوع سرمایه‌گذاری می‌کنند. در کشورمان ایران زیرساخت‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری به خوبی تبیین و ایجاد شده‌اند. ساختار حقوقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در کشور ناظر به قانون بازار اوراق بهادار ایران و نیز قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، تعریف شده است.

به طور کلی صندوق‌های بازار پول نوع از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک هستند، که هدف آن‌ها کسب بازدهی مناسب ضمن حفظ اصل سرمایه است. این نوع صندوق‌ها در انواع ابزارها و اوراق بهادار با سررسیدهای کوتاه مانند اسناد خزانه، اوراق تجاری، قراردادهای بازخريد، برات‌های بانکی و گواهی سپرده سرمایه‌گذاری می‌کنند، که علاوه بر نرخ بازده مناسب، ریسک بازار، ریسک اعتباری و ریسک نقدشوندگی پایین، مطمئن و تقریباً بدون ریسک هستند. به طور کلی در صورت توسعه ابزارها و راه‌اندازی سازوکارهای یک بازار پول منسجم در کشور می‌توان با راه‌اندازی صندوق‌های بازار پول تخصصی از مزایای این صندوق‌های سرمایه‌گذاری بهره‌مند شد. از جمله مزایای ایجاد صندوق‌های بازار پول می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- کسب بازدهی مطمئن و بدون ریسک برای مشارکت‌کنندگان؛
- ایجاد بستری برای هدایت نقدینگی از بانک‌های دارای مازاد منابع؛
- تعمیق بازار پول و بین بانکی کشور و افزایش نقش این بازار در سیاست‌های پولی؛
- افزایش قدرت نقدشوندگی دارایی‌های بانک‌ها و مؤسسات اعتباری؛
- گزینه سرمایه‌گذاری مطمئن برای صندوق‌های بازنشستگی کشور؛
- سرمایه‌گذاری منابع مازاد شرکت‌های بیمه‌ای به منظور مدیریت بهتر دارایی‌ها و بدهی‌های این شرکت‌ها.
- گزینه سرمایه‌گذاری مطلوب برای سرمایه‌گذاران خرد و متنوع سازی پرتفوی سرمایه‌گذاری بین دارایی‌های با ریسک‌های مختلف.

فهرست

۱- فصل اول: کلیات تحقیق	۱
۱-۱- مقدمه	۲
۱-۲- بیان مسئله و اهمیت تحقیق	۴
۱-۳- مراحل انجام تحقیق	۵
۱-۴- بازار پول چیست؟	۵
۱-۵- بازار پول و سرمایه در ایران	۷
۲- فصل دوم: انواع ابزارهای بازار پول در دنیا	۱۰
۲-۱- ابزارهای بازار پول در دنیا (معرفی و کارکردها)	۱۱
۲-۱-۱- اوراق خزانه	۱۱
۲-۱-۲- اوراق تجاری	۱۶
۲-۱-۳- قرارداد یا توافق با خرید	۲۱
۲-۱-۴- وجوه فدرال	۲۳
۲-۱-۵- گواهی سپرده قابل معامله	۲۵
۲-۱-۶- گواهی پذیره‌های بانکی (اسناد تأییدشده به وسیله بانک‌ها)	۲۷
۲-۱-۷- پنجره تنزیل	۲۸
۲-۱-۸- دلار اروپایی	۳۰
۲-۱-۹- اسناد شهرداری‌ها	۳۰
۲-۱-۱۰- قراردادهای آتی، اختیار معامله و تاخت	۳۱
۲-۱-۱۱- مقایسه اوراق بهادار بازار پول	۳۱
۲-۲- مشارکت‌کنندگان بازار پول	۳۲
۲-۲-۱- خزانه‌ایالات متحده آمریکا	۳۳
۲-۲-۲- فدرال رزرو	۳۳
۲-۲-۳- بانک‌های تجاری	۳۳
۲-۲-۴- صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری بازار پول	۳۴
۲-۲-۵- کارگزاران و معامله‌گران	۳۴
۲-۲-۶- سایر مؤسسات مالی	۳۵

- ۳۵ ۷-۲-۲- افراد سرمایه‌گذار
- ۳۶ فصل سوم: بررسی بازار پول در کشورهای مختلف
- ۳۷ ۱-۳- بررسی سازوکارهای نظارتی، اجرایی و مکانیزمهای معاملاتی در بازارهای پول کشورهای مختلف
- ۳۷ ۲-۳- آمریکا
- ۳۹ ۱-۲-۳- بازارهای اوراق بدهی و برخی شرایط پذیرش اوراق در آمریکا
- ۴۰ ۲-۲-۳- نهادهای قانون‌گذاری مرتبط در آمریکا
- ۴۱ ۳-۲-۳- الزامات اصلی پذیرش اوراق
- ۴۳ ۴-۲-۳- ساختار انتشار اوراق بدهی
- ۴۳ ۵-۲-۳- ثبت عرضه انواع اوراق بدهی
- ۴۷ ۶-۲-۳- سازوکارهای معاملاتی و اجرایی انواع ابزارهای بازار پول در آمریکا
- ۶۲ ۳-۳- مالزی
- ۶۲ ۱-۳-۳- بازار پول و بانکداری اسلامی در مالزی
- ۶۴ ۲-۳-۳- ابزارهای بازار پول در مالزی
- ۶۹ ۳-۳-۳- مشارکت‌کنندگان اصلی در بازار پول مالزی
- ۷۲ ۴-۳-۳- نهادهای ناظر و نظارت در بازار پول مالزی
- ۷۵ ۵-۳-۳- مکانیزمهای اجرایی در بازار پول مالزی
- ۷۸ ۶-۳-۳- روش‌های عرضه اوراق دولتی در مالزی
- ۸۰ ۴-۳- ترکیه
- ۸۱ ۱-۴-۳- بازارهای مختلف برای ابزارهای بازار پول در ترکیه
- ۸۲ ۲-۴-۳- ابزارهای بازار پول در ترکیه
- ۸۵ ۳-۴-۳- قوانین و نهادهای قانون‌گذار
- ۸۵ ۴-۴-۳- مکانیزمهای معاملاتی و اجرایی
- ۸۶ ۵-۴-۳- روش‌های عرضه انواع اوراق در بازار پول
- ۸۸ ۵-۳- هند
- ۸۸ ۱-۵-۳- بازار اوراق بهادار دولتی
- ۸۹ ۲-۵-۳- نهادهای قانون‌گذاری در هند
- ۹۰ ۳-۵-۳- فعالان بازار پول در هند

۹۱	۳-۵-۴- ابزارهای بازار پول در هند
۹۴	۳-۵-۵- مکانیزم انتشار اوراق بهادار دولتی
۹۶	۳-۵-۶- ثبت و سپرده‌گذاری اوراق
۹۷	۳-۵-۷- معاملات ثانویه در اوراق بهادار دولتی
۹۸	۳-۶-۱- اروپا
۹۸	۳-۶-۱- بازارها و ابزارهای بازار پول در اروپا
۱۰۵	۳-۶-۲- نهادهای قانون‌گذار و نظارتی
۱۰۶	۳-۶-۳- مهم‌ترین قوانین حاکم بر بازار ابزارهای پول و بدهی در اروپا
۱۰۸	۳-۶-۴- صندوق‌های بازار پول اروپا
۱۱۱	۴- فصل چهارم: بازار پول در ایران
۱۱۲	۴-۱- مقدمه
۱۱۳	۴-۲- بازار پول در ایران
۱۱۴	۴-۳- تحولات اخیر در حوزه بازار پول و عملیات بازار باز در کشور
۱۱۵	۴-۳-۱- ابزارهای سیاست‌های پولی در ایران
۱۱۷	۴-۴- انتشار اوراق دولتی اسناد خزانه اسلامی و مباحثه عام دولت
۱۱۷	۴-۴-۱- اوراق اسناد خزانه اسلامی
۱۱۹	۴-۴-۲- اوراق مباحثه عام دولت
۱۲۳	۴-۴-۳- تحولات اخیر در اجرای عملیات بازار باز
۱۲۵	۴-۴-۴- انجام عملیات «ریپو» برای اولین بار در ایران
۱۲۷	۵- فصل پنجم: نتیجه‌گیری و پیشنهادات
۱۲۸	۵-۱- خلاصه کشورهای مورد بررسی
۱۳۳	۵-۲- پیشنهادات
۱۴۵	۶- فهرست منابع فارسی
۱۴۸	۷- فهرست منابع لاتین

فصل اول

کلیات تحقیق

۱-۱- مقدمه

بازارهای مالی^۱ مهم‌ترین جزء نظام مالی بوده و منظور از آن‌ها ساختارهایی است که منابع مالی از طریق آن‌ها به گردش در می‌آیند. ذی‌نفعان در بازارهای مالی عمدتاً به مبادله ابزارها و اوراق مالی با هزینه مبادلاتی بسیار کم و در قیمت‌هایی که بر اساس عرضه و تقاضا تعیین می‌شود، می‌پردازند. (Sunders, 2014) وجود بازارهای مالی پویا با عمق مناسب، منافع گوناگونی برای نظام اقتصادی و مالی هر کشوری ایجاد می‌کند. برخی از مهم‌ترین آن‌ها شامل، «تجهیز منابع خرد و تخصیص آن‌ها به سرمایه‌گذاران، کمک به کشف قیمت منابع به صورت غیر دستوری بر اساس ریسک، بازده و سررسید اوراق و ابزارها، تقویت قابل توجه نقدشوندگی در نظام مالی، ایجاد ارتباط معقول و مشخص بین ریسک و بازده، هدایت نقدینگی به مسیر صحیح و جلوگیری از رشد بازارهای ناسالم رقیب، بهبود شفافیت در فعالیت‌های اقتصادی، کمک به اعمال سیاست‌های مالی توسط دولت و کمک به اعمال سیاست‌های پولی توسط بانک مرکزی» است. (Mirakhor and Iqbal, 2007)

در اقتصادهای جدید، بازارهای مالی شامل انواع گوناگونی می‌شود که برخی از مهم‌ترین آن‌ها عبارت‌اند از: بازار پول^۲، بازار سرمایه^۳، بازار بدهی، بازار سهام، بازار رهنی، بازار ارز خارجی و بازار اوراق بهادار مشتقه. بنا به تعریف، بازار پول بازاری برای دادوستد پول و دیگر دارایی‌های مالی جانشین نزدیک پول است که سررسید کمتر از یک سال دارند. همچنین می‌توان از بازار پول به عنوان بازار ابزارهای مالی کوتاه مدت با ویژگی اندک بودن ریسک عدم پرداخت، نقدشوندگی و ارزش اسمی زیاد نام برد. تمرکز فعالیت این بازار در استفاده از ابزارهایی است که به اشخاص و بنگاه‌های تجاری این امکان را می‌دهند که به سرعت نقدینگی خود را به میزان مطلوب درآورند. دلیل عمده نیاز واحدهای اقتصادی به بازار پول، عدم همزمانی دریافت پول و انجام مخارج است (بت شکن ۱۳۹۲).

هر چند این امکان برای واحدهای اقتصادی وجود دارد که مستقل از دریافت وجوه نقدی، برای انجام مخارج برنامه‌ریزی شده خود، منابع پولی نگهداری کنند. اما این امر متضمن هزینه‌ای به شکل نرخ بهره است و بنگاه‌های اقتصادی باهدف حداقل کردن این هزینه، تلاش می‌کنند که کمترین منابع مالی ممکن را برای انجام دادوستدهای روزانه نگهداری کنند. برای این منظور، آن‌ها ترکیبی از منابع نقد و ابزارهای مالی بازار

^۱ Financial Market

^۲ Money Market

^۳ Capital Market

پول با ویژگی نقدینگی بالا و هزینه و ریسک به نسبت اندک را مورد استفاده قرار خواهند داد (حاجی دولابی ۱۳۹۶).

تنها بخشی از مشکلات در اقتصاد کشور ناشی از تحریم‌ها بوده و قسمت عمده مشکلات مربوط به ساختار بیمار اقتصاد در داخل می‌باشد، نمی‌توان انتظار داشت که با بهبود اوضاع سیاسی به تنهایی، مسیر همواری برای رشد و توسعه اقتصادی پیشرویمان فراهم گردد و تا زمانی که به موازات رفع چالش‌های سیاسی، به دنبال حل سیستماتیک معضلات اقتصادی با رویکرد تولید محوری نباشیم، امکان خروج از شرایط فعلی امکان‌پذیر نخواهد بود. از این رو باز آرای سیستمی در بازار پول و با محور قراردادن بخش تولید و بالا بردن هزینه برای فعالیت‌های غیرمولد از الزامات دستیابی به توسعه است.

یکی از بازارهایی که طی سالیان اخیر با چالش اساسی روبه رو بوده، بازار پول و سیستم بانکی کشور می‌باشد که نیازمند توجه ویژه از سوی سیاست‌گذاران کشور است. از مهم‌ترین کارکردهای نظام بانکی، تأمین منابع مالی مورد نیاز بخش حقیقی اقتصاد است. دستیابی به رشد اقتصادی و تخصیص بهینه منابع مستلزم وجود یک نظام مالی کارآمد می‌باشد که بتواند با کمترین هزینه، بهترین تخصیص منابع مالی را برای بخش‌های مولد اقتصادی که نیازمند تأمین مالی هستند، فراهم آورد. کارایی نظام مالی و یا تخصیص بهینه منابع از عوامل تأثیرگذار بر رشد اقتصادی است. در ایران نیز بانک‌ها همواره نقش مهمی در اقتصاد داشته‌اند و با توجه به اینکه تأمین منابع مالی بنگاه‌های اقتصادی متکی به بانک‌ها بوده و به اصطلاح تأمین مالی در کشور بانک‌محور می‌باشد و نقش بازار سرمایه و سهامداران در مقایسه با بانک‌ها اندک است، حساسیت عملکرد بانک‌ها و کارایی آن‌ها بسیار حائز اهمیت می‌باشد. (گزارش بازار پول در ایران، اتاق بازرگانی، صنایع و معادن ایران، ۱۳۹۷) (حاجیان ۱۳۹۰)

بر اساس نماگرهای اقتصادی و پولی کشور، متأسفانه در سال‌های اخیر همواره با وجود افزایش بی‌رویه حجم نقدینگی، با پدیده‌های به نام معمای نقدینگی روبه رو بوده‌ایم. به عبارتی با وجود رشد بالای نقدینگی طی این سال‌ها، همواره بنگاه‌های تولیدی و فعالان اقتصادی در نظرسنجی‌ها و پیمایش‌های داخلی و خارجی مهم‌ترین مشکل پیشروی خود را مشکل تأمین مالی عنوان کرده‌اند. طی چند سال گذشته اوضاع نابسامان اقتصادی و گرفتاری اقتصاد در رکود تورمی و از طرف دیگر اعمال تحریم‌های چندجانبه بین‌المللی، مشکل دسترسی به منابع مالی را حادث‌تر از گذشته کرده و در این بین سیستم بانکی کشور کارایی لازم را از خود

نشان نداده است. نرخ سود و تسهیلات بانک‌ها نیز همواره از پر مناقشه‌ترین مباحث در بین سیاست‌گذاران، متخصصین پولی و بانکی و اقتصاددانان بوده است.

۱-۲- بیان مسئله و اهمیت تحقیق

در این تحقیق به دنبال این موضوع هستیم تا با بررسی جامع انواع سیاست‌های پولی، ابزارهای بازار پول و کارکردهای هر یک از آن‌ها در کشورهای مختلف و همچنین بررسی سازوکار اجرایی، نظارتی و مقرراتی در کشورهای دیگر، الگویی جهت راه‌اندازی یک بازار پول منسجم در کشور باهدف بهره‌مندی دولت، بانک مرکزی و شرکت‌ها از مجموعه‌ای از ابزارهای بازار پول با کارکردهای مختلف، فراهم آوریم.

به طور کلی بازار پول یک بازار سازمان‌یافته نیست. به عبارت دیگر محل جغرافیایی خاصی برای بازار پول در نظر گرفته نمی‌شود و به طور کلی بانک‌ها، مؤسسات اعتباری غیربانکی و سایر مکان‌هایی که دادوستد ابزارهای مالی بازار پول در آن انجام می‌شود، تشکیل‌دهنده بازار پول هستند. مشارکت‌کنندگان در بازار پول، افراد یا واحدهای دارای مازاد نقدینگی هستند که به عنوان پس‌انداز کننده از طریق مستقیم یا غیرمستقیم منابع خود را با سررسیدهای کوتاه مدت در اختیار واحدهای نیازمند منابع مالی قرار می‌دهند. به عبارتی، مهم‌ترین رسالت بازار پول ایجاد تسهیلات برای واحدهای اقتصادی به منظور تأمین نقدینگی - به معنای کوتاه مدت آن - و نیز تأمین سرمایه در گردش است. (کریمی، ۱۳۸۵)

نتایج بررسی‌ها حاکی از آن است که بازار مالی در ایران بانک محور است. به عبارت دیگر بانک‌ها نقش اصلی در تأمین مالی دارند و نقش بازار سرمایه در این بین اندک است. با این حال طی سال‌های گذشته، کشور همواره با مشکل نقدینگی روبه‌رو بوده، به طوری که با وجود رشدهای بالای نقدینگی، همواره یکی از مشکلات اصلی فعالان اقتصادی، مشکل تأمین مالی و عدم دسترسی آسان به منابع بوده است. بر اساس گزارش رقابت‌پذیری مجمع جهانی اقتصاد و گزارشات فصلی مرکز پژوهش‌های مجلس اصلی‌ترین مشکلات فعالان اقتصادی، مشکل تأمین مالی عنوان شده و در صدر مشکلات قرار دارد.

در واقع می‌توان گفت در سال‌های اخیر کشور با یک تناقض جدی روبه‌رو بوده است؛ از یک سو رشد بالای نقدینگی اقتصاد کشور را در معرض تورم و تنزل ارزش پول ملی قرار داده و بی‌ثباتی‌های اقتصادی را به همراه داشته است و از سوی دیگر فعالان اقتصادی که انتظار داشتند نقدینگی به سمت نیازهای تولید حرکت کند، از محدودیت‌های اعتباری و عدم دسترسی به نقدینگی به عنوان مشکل اصلی خود نام می‌برند. (کریمی، ۱۳۸۵)

در این تحقیق، بررسی و تحلیل چگونگی تشکیل و راه‌اندازی بازار پول از دو بعد عرضه و تقاضای پول بررسی خواهد شد، از طرفی با توجه به افزایش مطالبات غیرجاری بانک‌ها و همچنین افزایش بدهی دولت و شرکت‌های دولتی به سیستم بانکی، لزوم طراحی سازوکار و راه‌اندازی یک بازار پول پویا به منظور اجرا و پیاده‌سازی سیاست‌های پولی دولت و بانک مرکزی امری ضروری به نظر می‌رسد. در واقع در این تحقیق به دنبال پاسخگویی کامل و دقیق به سؤالاتی مانند؛ ابزارهای متعارف در بازار پول کدام‌اند؟ ویژگی‌ها و کارکرد هر یک از آن‌ها چگونه است؟ سازوکار، نحوه انجام معاملات و نظارت در بازار پول در سایر کشورها چگونه است؟ سازوکار و مراحل راه‌اندازی بازار پول در ایران چگونه می‌تواند انجام شود؟

۱-۳- مراحل انجام تحقیق

در این مطالعه به روش کاربردی توصیفی ابتدا مباحث تئوریک و مطالعات تجربی را جمع‌آوری کرده و به بررسی تجارب سایر کشورها در بحث راه‌اندازی بازار پول و مکانیزهای آن خواهیم پرداخت. همچنین در این مطالعه به بررسی جامعی در مورد رویه‌ها و فرآیندهای نظارتی و مقرراتی در بازارهای پول و بحث استفاده و انتخاب انواع ابزارهای این بازار متناسب با هدف و رویکرد ناشر آن خواهیم پرداخت.

گام‌های تحقیق پیشرو به شرح ذیل خواهند بود:

۱. بررسی رویه‌ها و مکانیزم‌های نظارتی در بازارهای مالی در ایران
۲. بررسی انواع ابزارهای بازار پول (کارکردها و مکانیزم به‌کارگیری)
۳. مطالعه و بررسی سازوکار انجام معاملات، مکانیزه‌های نظارتی و اجرایی در بازارهای پول در کشورهای مورد بررسی
۴. امکان‌سنجی و پیشنهاد به‌کارگیری انواع ابزارها و مکانیزم‌های اجرایی و نظارتی در راه‌اندازی بازار پول در ایران

۴-۱- بازار پول چیست؟

همان‌طور که در بخش‌های قبلی اشاره شد، بازارهای پول به منظور انتقال وجوه مالی از افراد، شرکت‌ها، و واحدهای دولتی، که در کوتاه مدت دارای مازاد وجوه مالی هستند (تأمین‌کنندگان وجوه مالی)، به عاملان اقتصادی، که نیازمند وجوه مالی کوتاه مدت هستند (مصرف‌کنندگان وجوه مالی)، استفاده می‌شود. در بازارهای پول ابزارهای بدهی کوتاه مدت (یعنی آن دسته از اوراق بهاداری که سررسید واقعی آن‌ها یک سال یا کمتر است) به وسیله واحدهای اقتصادی که نیاز به وجوه مالی کوتاه مدت دارند، منتشر و به واحدهای

اقتصادی که دارای وجوه مالی مازاد کوتاه هستند، فروخته می‌شود. این اوراق بهادار بازار پول پس از انتشار در بازارهای ثانویه فعال، مورد معامله قرار می‌گیرد. بازارهای ثانویه نیز سازوکار مشابهی را طی می‌کنند با این تفاوت که سررسید اوراق بهادار بازار سرمایه بیش از یک سال است (جلالی و نادریان ۱۳۹۳).

آن دسته از افرادی که در بازارهای سرمایه مشارکت می‌کنند به طور معمول برای تأمین نقدینگی کوتاه مدت خود، در برخی از ابزارهای بازار پول نیز سرمایه‌گذاری می‌کنند. بازارهای ثانویه ابزار بازار پول از اهمیت زیادی برخوردارند، چرا که در هر زمانی باید مقداری از وجوه مالی نقد را به صورت آماده در دسترس داشته باشند. در واقع، رشد ابزارهای بازار پول، به ویژه اوراق تجاری، در طول چند دهه گذشته سبب کاهش نقش مؤسسات مالی به عنوان منبعی برای وجوه مالی مورد نیاز بخش تجاری در هر دو حوزه عرضه و تقاضا شده است.

به طور کلی بازار پول به بازارهایی اطلاق می‌شود که در آن‌ها اوراق بهادار بدهی یا ابزارهایی که سررسید آن‌ها کمتر از یک سال است، معامله می‌شود. علت شکل‌گیری بازارهای پول نیاز فوری افراد، شرکت‌ها، و دولت‌هایی است که وجوه نقدی آن‌ها جوابگوی نیازهای کوتاه مدتشان نیست و به همین دلیل به وجوه نقد فوری نیاز دارند. برای مثال، اگر چه دولت مرکزی اقدام به جمع‌آوری فصلی مالیات‌ها می‌کند، اما واقعیت این است که مخارج عملیاتی و مخارج دیگری دارند که به صورت روزانه به آن نیاز خواهند داشت و از طرف دیگر میزان نیاز روزانه آن‌ها از الگوی مشخصی تبعیت نمی‌کند. از آنجا که نگهداری بیش از حد نقدینگی اغلب هزینه‌هایی با عنوان هزینه فرصت را برای شرکت‌ها به همراه دارد، واحدهای اقتصادی به طور معمول سعی می‌کنند حداقل وجوه نقدی را که جوابگوی نیازهای معاملاتی روزمره آن‌ها باشد، نگهداری کنند. در نتیجه، واحدهای اقتصادی سعی دارند مازاد وجوه نقدی خود را در اوراق بهادار مالی کوتاه مدتی که در صورت نیاز به سرعت و با کمترین هزینه قابل تبدیل به وجوه نقد باشد، سرمایه‌گذاری کنند. بازارهای پول با دارا بودن این ویژگی‌ها این امکان را فراهم می‌کند که مبالغ زیادی در کوتاه مدت و به طور سریع و با کمترین هزینه از تأمین‌کنندگان وجوه مالی به مصرف‌کنندگان وجوه مالی انتقال یابد. ابزارهای بازار پولی ضمن ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری، سبب می‌شود که سرمایه‌گذارها، در مقایسه با نگهداری وجوه در نزد خود (که در عمل فاقد بهره است)، نرخ بهره (بازده) بالایی را از سرمایه‌گذاری خود کسب کنند، به نحوی که با توجه به ماهیت کوتاه مدت ابزارهای بازار پول، سرمایه‌گذاری آن‌ها از قدرت نقدشوندگی بالا برخوردار بوده و به نسبت فاقد ریسک نکول است (سلمانی و محمدی ۱۳۹۵).

با توجه به توضیحات بالا، باید توجه داشت که بازارهای پول و ابزارهای بازار پول دارای سه ویژگی اصلی هستند. اول اینکه، ابزارهای بازار پول اغلب با ارزش اسمی بالا (اغلب در واحدهای ۱ میلیون یا ۱۰ میلیون دلاری) به فروش می‌رسند. بسیاری از کسانی که در بازارهای پول مشارکت می‌کنند، تمایل و یا نیاز دارند وجوه نقد بالایی را استقراض کنند، به همین دلیل هزینه‌های معاملات در مقایسه با بهره پرداختی ناچیز است. حجم این معاملات اولیه مانع از آن می‌شود که بسیاری افراد سرمایه‌گذار بتوانند به صورت مستقیم در اوراق بهادار بازار پول سرمایه‌گذاری کنند. به همین دلیل، افراد اغلب به طور غیرمستقیم و با کمک مؤسسات مالی از قبیل صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول یا صندوق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه مدت، به سرمایه‌گذاری در ابزارهای بازار پول اقدام می‌کنند.

دوم اینکه، ابزارهای بازار پول ریسک نکول یا ریسک ناتوانی در پرداخت اصل و فرع بدهی پایینی دارند. از آنجا که وجوه نقدی که در بازارهای پول وام داده می‌شود، برای عودت سریع به وام‌دهنده باید در دسترس باشد، ابزارهای بازار پول فقط برای آن دسته از وام‌گیرندگانی منتشر می‌شود که رتبه اعتباری بالا و ریسک نکول پایین برخوردار دارند. در نهایت اینکه، سررسید اوراق بهادار بازار پول باید یک سال یا کمتر از یک سال باشد. با توجه به مطالب گفته‌شده در فصل سوم به یاد داشته باشید که هر چه سررسید اوراق بهادار بدهی طولانی‌تر باشد، ریسک نرخ بهره و حداقل بازده مورد انتظار آن بیشتر خواهد بود. با توجه به رابطه معکوس میان نرخ بهره و قیمت اوراق بهادار، می‌توان گفت که اوراق بهادار کوتاه مدت تغییرات نرخ بهره کمتر و در نتیجه ریسک کمتر دارند و همین تأثیر قابل توجهی بر ارزش و قیمت بازار اوراق بهادار خواهد داشت.

۱-۵- بازار پول و سرمایه در ایران

در ایران بازار پول سازمان نیافته (غیرمتشکل) وسیع‌تر از بازار پول رسمی و سازمان‌یافته است. تا قبل از تأسیس بانک‌های خصوصی در ایران در سال ۱۳۸۲ به دلیل دولتی بودن شبکه بانکی کشور، عملاً نظام بانکی اعم از تجاری و تخصصی در دست دولت بود. در بخش رسمی بازار پول، تعداد زیادی نهاد مالی تحت عنوان انواع قرض‌الحسنه‌ها و نهادهای مالی و اعتباری در ایران وجود دارد که بخش قابل توجهی از آن تحت نظارت بانک مرکزی نیستند. بنابراین از ابتدای انقلاب تاکنون، نهادهای مالی و اعتباری کشور در بخش بازار سازمان‌یافته یا طبق مقررات و تحت نظر بانک مرکزی عمل می‌کنند و یا تعدادی از آن‌ها مجوز تأسیس خود را از سایر سازمان‌ها مانند سازمان اقتصاد اسلامی، نهادهای نظامی و انتظامی، وزارت کشور و غیره دریافت کرده‌اند (خوانساری ۱۳۹۰).

با این حال گستردگی بازارهای پولی و اعتباری غیررسمی و سازمان نیافته در ایران، بسیار وسیع‌تر از بازار پول رسمی کشور است. همین مسئله باعث ایجاد تفاوت زیاد بین نرخ بهره وام‌ها در بازار پول رسمی و غیررسمی ایران شده است. ضمناً حجم زیاد نقدینگی در بازار غیررسمی که توسط سیاست‌های پولی بانک مرکزی و سیاست‌های مالی دولت قابل هدایت نیست، توانسته به افزایش نرخ تورم در کشور کمک کند. برای رفع این مسایل، مجلس شورای اسلامی در تاریخ ۸۳/۱۰/۲۳ قانون تنظیم بازار غیرمتشکل پولی را به تصویب رساند. طبق ماده ۱ این قانون، اشتغال به عملیات بانکی توسط اشخاص حقیقی و حقوقی تحت هر عنوان و تأسیس و ثبت هرگونه نهاد مالی و اعتباری بدون دریافت مجوز از بانک مرکزی ممنوع است. (گزارش آسیب شناسی نظام بانکی، معاونت پژوهش‌های اقتصادی وزارت اقتصاد)

طبق تبصره ۲ این ماده، اشخاصی که بدون دریافت مجوز اقدام به عملیات بانکی می‌کنند، موظف‌اند ظرف یک‌ماه از اجرای این قانون اقدام به اخذ مجوز از بانک مرکزی نمایند. در غیر این صورت فعالیت پولی آن‌ها توسط نیروی انتظامی متوقف می‌شود. طبق ماده ۲ این قانون، نظارت بر حسن اجرای سیاست‌های پولی و اعتباری مصوبات شورای پول و اعتبار بر عهده بانک مرکزی است. در ایران بانک‌های تجاری، مؤسسات پولی و اعتباری غیربانکی، انواع مؤسسات قرض‌الحسنه و اتحادیه‌های اعتباری، نهادهای بازار پول را تشکیل می‌دهند.

تفاوت عمده‌های بین بانک‌های تجاری کشور ما با بانک‌های تجاری سایر کشورها از جمله ایالات متحده آمریکا وجود دارد. بانک‌های تجاری کشور ما علاوه بر انجام عملیات سنتی بانکداری خود، سرمایه‌گذاری‌های عمده‌ای نیز انجام می‌دهند. بانک‌های تجاری در کشورهای صنعتی پیشرفته اجازه سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تولیدی و بازرگانی را ندارند. زیرا اگر بانک تجاری در شرکتی سرمایه‌گذاری کند، نمی‌تواند از پرداخت وام و اعتبار به آن شرکت اجتناب کند. در این شرایط پرداخت وام و اعتبارات بر اساس اصل تخصیص بهینه منابع انجام نخواهد شد (نیلی و محمودزاده ۱۳۹۳). ممکن است بانک‌های تجاری اعتباری به شرکت‌های ذینفع خود بدهند که اگر در آن شرکت سرمایه‌گذاری نمی‌کردند، حاضر به پرداخت تسهیلات بانکی به آن نبودند. در کشورهای پیشرفته بانک‌های تجاری وظایف خود را در تأمین مالی دارایی‌های جاری اشخاص حقیقی و حقوقی متمرکز می‌کنند. از طرف دیگر وظیفه اصلی بانک‌های تخصصی، تأمین مالی دارایی‌های ثابت شرکت‌های تولیدی، کشاورزی و ساختمانی است (عسکری فیروزجانی و اسکندری ۱۳۹۵)

نظام مالی حاکم بر داد و ستدهای مالی ایران به دلیل نوع نهادهای مالی موجود، قدمت و حجم فعالیت آن‌ها، مبتنی بر شبکه بانکی است. حاکمیت قانون عملیات بانکی بدون ربا، نظام بانکی و بازارهای مالی رسمی

کشور را از ویژگی‌های خاصی برخوردار ساخته است. این ویژگی یکی تضعیف وظایف سنتی بانکداری و دیگری تضعیف مرزها و حوزه‌های فعالیت بانک‌های تجاری و تخصصی در چارچوب عملیات بانکداری بدون رباست. با اجرای قانون عملیات بانکی بدون ربا، تعریف سنتی بانکداری یعنی واسطه‌گری مالی بین پس‌انداز کنندگان و سرمایه‌گذاران در مورد بانک‌های کشور ما مصداق ندارد (موسویان و الهی ۱۳۸۹) (موسویان و کاوند ۱۳۸۹). البته آن‌گونه که پیشرفت‌های فناوری مالی در برخی از کشورها توسعه یافته ایجاب می‌کند، بانک‌ها به عنوان مؤسسات مالی علاوه بر انجام نقش واسطه‌گری مالی در بازار پول، اقدام به تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه در قالب قراردادهای مشارکتی و یا به صورت مستقل در بخش‌های مختلف اقتصادی و غیردولتی می‌نمایند. پیشرفت‌های فناوری مالی و تداخل روزافزون فعالیت‌ها در بازارهای پول و سرمایه مسئولان مالی و اقتصادی کشورهایی مانند ژاپن، سوئیس و سنگاپور را بر آن داشته است که دیدگاه سنتی یعنی دوگانگی بازارهای پول و سرمایه را کنار گذاشته و به منظور هماهنگی بیشتر، وظیفه نظارت بر بازارهای پول و سرمایه را بر عهده یک مقام ناظر (هیئت بازار سرمایه) واگذار نمایند. طبق قانون عملیات بانکی بدون ربا در ایران، بانک‌ها در چارچوب عقود پیش‌بینی شده می‌توانند در بازار پول و بازار سرمایه، در عقود تجاری و غیرتجاری به صورت مشارکتی و غیر مشارکتی اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند (میثمی و دیگران ۱۳۹۶).

فصل دوم

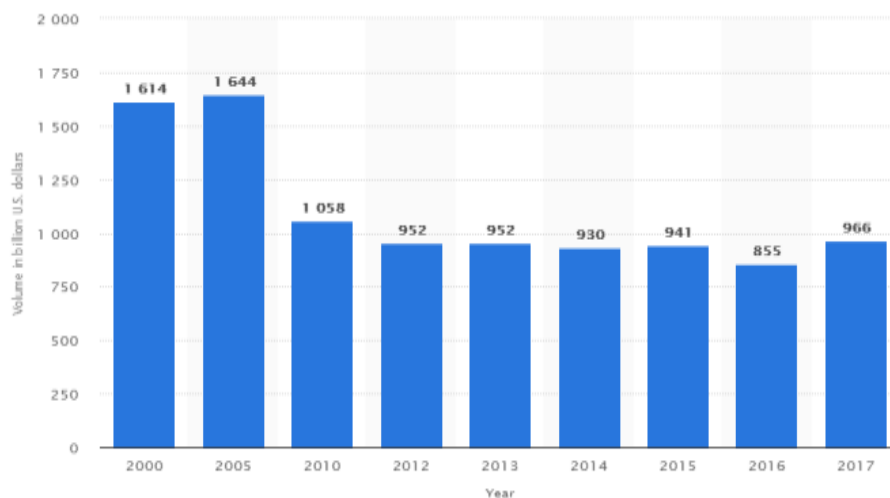
انواع ابزارهای بازار پول در دنیا

۲-۱- ابزارهای بازار پول در دنیا (معرفی و کارکردها)

به طور کلی شرکت‌ها و واحدهای دولتی برای کسب وجوه مالی کوتاه مدت، اوراق بهادار مختلفی را در بازار پول منتشر می‌کنند. شناخته‌شده‌ترین این اوراق بهادار عبارت‌اند از: اوراق خزانه، وجوه فدرال، قرارداد یا توافق بازخرید اوراق بهادار، اوراق تجاری، گواهی سپرده قابل معامله، و پذیره‌های بانکی. در این بخش، ویژگی‌های هر یک از این اوراق بهادار را بررسی خواهیم کرد.

در نمودار زیر ارزش مانده مجموع انواع ابزارهای بازار پول در کشور آمریکا در بازه زمانی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۷ میلادی نشان داده شده است. در سال ۲۰۱۷ میلادی ارزش مانده مجموع ابزارهای بازار پول در آمریکا تقریباً ۰٫۹۷ تریلیون دلار بوده است. بر اساس آمار ارائه‌شده ارزش دارایی‌های مالی در صندوق‌های مشترک بازار پول (به عنوان در دسترس‌ترین ابزار بازار پول برای سرمایه‌گذاری اشخاص) در سال ۲۰۱۷ حدود ۲٫۸۵ تریلیون دلار بوده است.

شکل ۱- ارزش مانده مجموع انواع ابزارهای بازار پول در کشور آمریکا



<https://www.statista.com/>

۲-۱-۱- اوراق خزانه^۱

اوراق‌های خزانه‌داری آمریکا:

^۱ Treasury Bills

یکی از بزرگترین و نقد شونده ترین بازارهای اوراق قرضه در دنیا شامل اوراق بدهی است که توسط وزارت خزانه داری آمریکا، سازمانهای دولتی آمریکا و شرکت های تحت نظر دولت آمریکا منتشر می شود. اوراق بدهی خزانه داری آمریکا که به عنوان اوراق تأمین مالی بدهی دولت فدرال از آن استفاده می شود، به عنوان کم ریسک ترین اوراق بدهی در بورس آمریکا محسوب می گردد. پرداخت این اوراق به طور کامل توسط دولت آمریکا تضمین شده است. دولت فدرال آمریکا به منظور تأمین مالی عملیات خود، سه دسته اصلی اوراق بهادار با درآمد ثابت را به سرمایه گذاران ارائه می دهد که شامل موارد ذیل است:

- اوراق قرضه خزانه (Treasury Bond)

- اسناد خزانه (Treasury Note)

- اوراق خزانه (Treasury Bill)

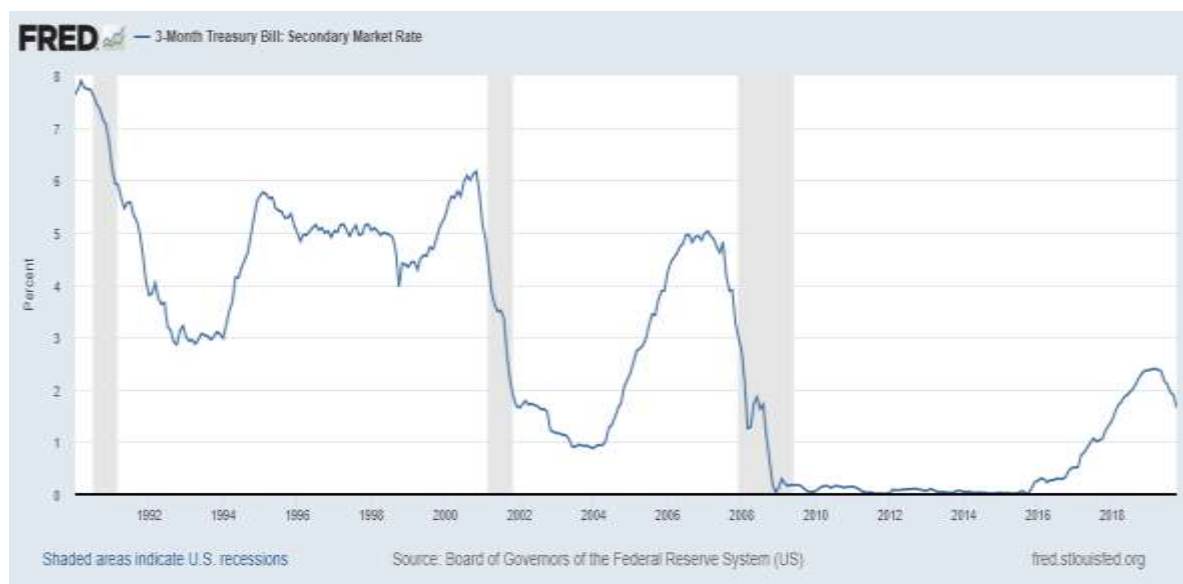
علاوه بر اینکه اوراق خزانه داری آمریکا با یکدیگر از لحاظ نرخ بهره و شیوه پرداخت سود متفاوت می باشد، ساختار عملیاتی و معاملاتی هر یک تفاوت هایی دارد. لذا ابتدا به بررسی نحوه حراج انواع اوراق خزانه داری آمریکا در بازار اولیه پرداخته خواهد شد و سپس انواع اوراق با درآمد ثابت در آمریکا مورد بررسی قرار خواهد گرفت. اوراق خزانه (T-Bill) به تعهدات کوتاه مدت دولت ایالات متحده آمریکا اطلاق می شود که برای جبران کسری بودجه جاری دولت و تأمین مالی مجدد بدهی های سررسید شده دولتی، منتشر می شود. خرید و فروش اوراق خزانه یکی از ابزارهای مهمی است که به وسیله دولت آمریکا برای اجرای سیاست های پولی استفاده می شود. این اسناد هنگام فروش به صورت تنزیل شده (به مبلغی کمتر از مبلغ اسمی) به فروش می رسند و در تاریخ سررسید، دارنده آن مبلغ اسمی سند را دریافت می کند. پس در ردیف ابزارهای تنزیل شده بازار پول قرار می گیرند. اوراق خزانه معمولاً با ارزش ۱۰۰۰ دلار فروخته می شود. با این وجود، برخی از سرمایه گذاران می توانند در روش پیشنهاد خرید غیررقابتی، اوراقی به ارزش حداکثر ۵ میلیون دلار نیز خریداری نمایند. اوراق خزانه کمترین تاریخ سررسید را نسبت به سایر اوراق بدهی دارد. این اوراق در سررسیدهای ۴، ۱۳، ۲۶ و ۵۲ هفته منتشر می شود.

انتشار و بازخرید این اوراق توسط بانک مرکزی و به نمایندگی از دولت انجام می شود. مهم ترین ویژگی اسناد خزانه، ریسک اندک آن است. سرمایه گذاری که وجوه خود را در اسناد خزانه سرمایه گذاری می کند مایل به پذیرش کمترین ریسک ممکن است. به همین دلیل این اسناد از بازده نسبتاً پایینی برخوردارند. اوراق خزانه عمدتاً توسط مؤسسات سرمایه گذاری که به دنبال سرمایه گذاری موقت در مکانی مطمئن هستند، خریداری می شود. اوراق خزانه بر اساس کسر نسبت به ارزش اسمی به سرمایه گذاران فروخته می شود. بازدهی

سرمایه‌گذار حاصل تفاوت ارزش اسمی اوراق و قیمت کسری است که اوراق را خریداری نموده است. این اوراق هفتگی به صورت الکترونیکی از طریق حراج منتشر می‌شود. وزارت خزانه‌داری آمریکا، اوراق خزانه را از طریق حراج با استفاده از فرآیند پیشنهاد خرید رقابتی یا غیررقابتی به فروش می‌رساند. پیشنهاد خرید غیررقابتی که به آن مناقصه غیررقابتی نیز گفته می‌شود، قیمت حراج را بر اساس میانگین قیمت تمام سفارشات مربوط به پیشنهاد خرید رقابتی تعیین می‌کند.

در نمودار زیر روند بازدهی اوراق خزانه ۳ ماهه در بازه زمانی سال‌های ۱۹۹۰ تا ماه سپتامبر سال ۲۰۱۹ میلادی نشان داده شده است. همان طور که مشاهده می‌شود پس از وقوع بحرانی مالی سال ۲۰۰۷ میلادی، نرخ این نوع اوراق به شدت کاهش یافته اما از اواخر سال ۲۰۱۵ میلادی مجدداً افزایش یافته است. با شروع سال ۲۰۱۹ میلادی بازدهی این اوراق مجدداً روند نزولی داشته به طوری که در سپتامبر ۲۰۱۹ نرخ بازدهی اوراق خزانه ۳ ماهه آمریکا به ۱٫۸۹ درصد رسیده است.

شکل ۲- روند بازدهی اوراق خزانه ۳ ماهه در بازه زمانی سال‌های ۱۹۹۰ تا ماه سپتامبر سال ۲۰۱۹ میلادی



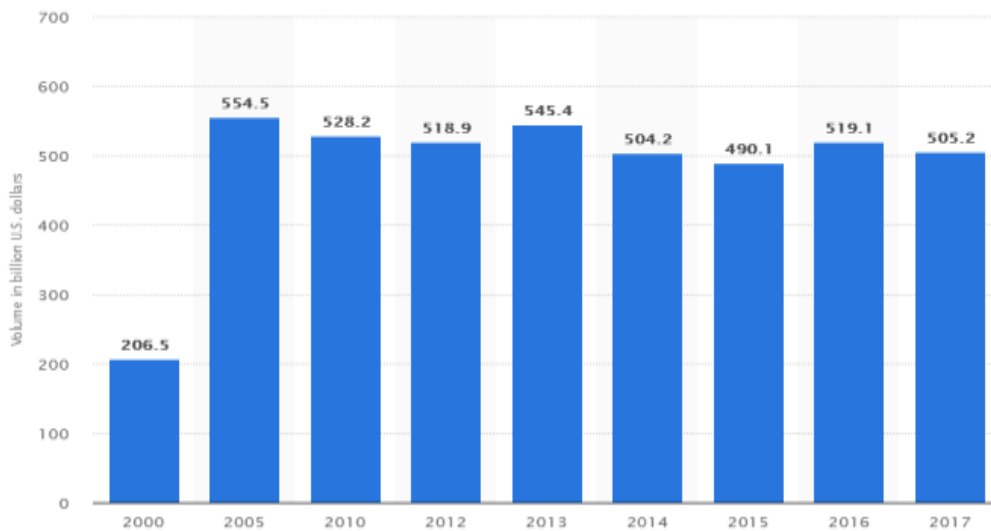
www.fred.stlouisfed.org

اوراق خزانه از طریق یک فرایند حراج به فروش می‌رسد. سررسید اولیه این اوراق بهادار ۱۳ تا ۲۶ هفته است و در ارزش اسمی به ضرایب ۱۰۰۰ دلاری منتشر می‌شود. حداقل ارزش اسمی مجاز برای انتشار اوراق قرضه ۱۰۰۰ دلار است. خرید متداول در بازار اوراق خزانه تازه منتشرشده، در معاملات ۵ میلیون دلاری صورت می‌گیرد. با این حال، اوراق قرضه موجود (که در گذشته منتشرشده است) را می‌توان در بازار ثانویه

فعال و از راه معامله گران اوراق بهادار دولتی، که اقدام به خرید اوراق خزانه از دولت ایالات‌متحده آمریکا و فروش مجدد آن به سرمایه‌گذارها می‌کنند، خرید و فروش کرد. بنابراین، سرمایه‌گذارهایی که تمایل به خرید اوراق خزانه در حجم پایین دارند، می‌توانند از راه معامله گران به خرید اقدام کنند (Kenneth, 2004).

از آنجا که اوراق خزانه از پشتوانه دولت ایالات‌متحده آمریکا برخوردار است، به همین دلیل این اوراق به تقریب فاقد ریسک نکول است. در واقع، در ایالات‌متحده آمریکا به اوراق خزانه، دارایی بدون ریسک اطلاق می‌شود. به علاوه، به دلیل ماهیت کوتاه مدت این اوراق بهادار و وجود بازار ثانویه فعال، ریسک نرخ بهره و ریسک نقدینگی این اوراق بهادار پایین است. در نمودار زیر میانگین حجم معاملات روزانه اوراق بهادار خزانه در آمریکا در بازه زمانی بین سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۷ میلادی نشان داده شده است. این بدان معنی است که در سال ۲۰۱۷ میلادی، روزانه به طور متوسط ۵۰۵ میلیارد دلار اوراق بهادار خزانه‌داری (شامل اوراق خزانه و اوراق بدهی دولتی) در بازار مورد معامله قرار گرفته است.

شکل ۳- میانگین حجم معاملات روزانه اوراق بهادار خزانه در آمریکا



<https://www.statista.com/>

سرمایه‌گذاران می‌توانند اوراق خزانه‌هایی که قبلاً منتشر شده است را در بازار ثانویه از طریق کارگزار خریداری نمایند. با این وجود، خرید اوراق قرضه‌ای که توسط دولت برای اولین بار منتشر می‌شود از طریق تارنمای Treasury Direct می‌باشد. خرید اوراق خزانه از طریق حراج و بر اساس قیمتی است که در فرآیند خرید کشف می‌شود. سفارشات خرید یا از طریق خرید رقابتی و یا غیررقابتی رخ می‌دهد. علاوه بر این

خریداران اوراق می توانند به عنوان خریداران غیرمستقیم مطرح باشند و از طریق بانک و یا دلال ها اوراق خزانه را خریداری نمایند. همچنین خریداران می توانند به عنوان خریداران مستقیم مطرح باشند و از طرف خود به معامله و خرید اوراق خزانه بپردازند. خریداران اوراق شامل سرمایه گذاران حقیقی، صندوق های پوششی، بانک ها و دلال های بازار اولیه است. در پیشنهاد خرید رقابتی به سرمایه گذاران این اختیار داده می شود که قیمتی را برای اوراق خزانه (قیمت تنزیل شده) را نسبت به ارزش اسمی اوراق مشخص کرده و بازده تا سررسید مد نظر خود را که از اوراق خزانه انتظار دارند، مشخص نمایند. سرمایه گذارانی که از خرید غیررقابتی استفاده می کنند، به آنان این اختیار داده می شود که حجم مورد نظر خود را بر اساس میانگین بازدهی که در حراج بین تمام خریداران کشف شده است، خریداری نمایند. پیشنهاد خرید رقابتی از طریق بانک های محلی و یا کارگزاری های مجاز ارسال می گردد. همچنین سرمایه گذاران حقیقی می توانند پیشنهاد خرید غیررقابتی خود را از طریق تارنمای Treasury Direct ارسال نمایند.

برای خرید اوراق خزانه، دو راه وجود دارد:

- با استفاده از پیشنهاد خرید غیررقابتی، شما به عنوان سرمایه گذار نرخ تنزیلی را که در حراج کشف می شود، قبول می نمایید. با استفاده از این گزینه، این ضمانت وجود دارد که تمام حجم سفارش شما برای خرید اوراق خزانه انجام گردد.
 - با استفاده از پیشنهاد خرید رقابتی، سرمایه گذاران نرخ تنزیل مورد نظر خود را مشخص می نماید. در این صورت حالات ذیل رخ خواهد داد:
 - (۱) مقدار اوراق قابل درخواست تماماً با نرخ تنزیلی که توسط سرمایه گذار مشخص شده است به وی تخصیص داده می شود. (چنانچه نرخ تنزیل پیشنهادی از نرخ کشف شده در حراج کمتر باشد)
 - (۲) مقدار اوراق تخصیص داده شده کمتر از مقدار مورد نظر سرمایه گذار است (زمانی که نرخ تنزیلی پیشنهادی سرمایه گذار برابر یا بالاترین نرخ تنزیل باشد).
 - (۳) اوراقی به سرمایه گذار تخصیص داده نمی شود چنانچه نرخ پیشنهادی سرمایه گذار بیشتر از نرخ کشف شده در حراج باشد.
- چنانچه سرمایه گذاران برای اوراق خزانه بخواهند از سفارش خرید غیررقابتی استفاده نمایند می توانند از تارنمای Treasury Direct و یا بانک ها و دلال ها استفاده نمایند. همچنین به منظور ارسال سفارش بر اساس

پیشنهاد خرید رقابتی، سرمایه‌گذاران باید از طریق بانک و یا دلال اقدام نمایند. اوراق خزانه به مضربی از \$۱۰۰ به فروش خواهد رفت. حداقل مقدار خرید نیز \$۱۰۰ خواهد بود.

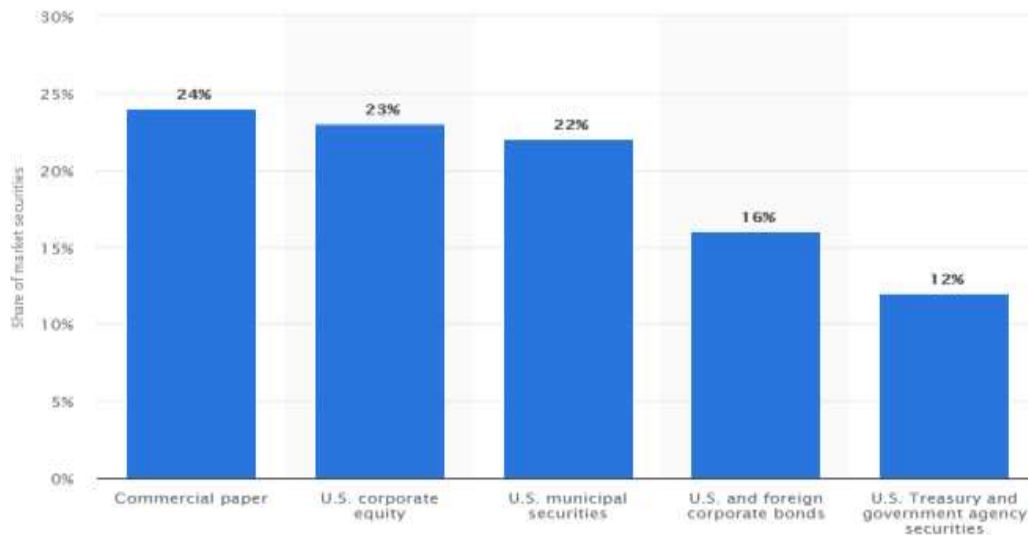
۲-۱-۲- اوراق تجاری^۱

اوراق تجاری معروف‌ترین و شناخته‌شده‌ترین ابزار بازار پول در جهان محسوب می‌شود که ارزش انتشار این اوراق در جهان بر اساس آمار بانک تسویه بین‌المللی بیش از ۵۲۱ میلیارد دلار بوده است. اوراق تجاری اسناد بدون تضمین کوتاه مدتی هستند که به وسیله شرکت‌ها و برای افزایش وجوه نقد در کوتاه مدت و اغلب برای تأمین مالی نیازهای سرمایه در گردش منتشر می‌شود. یکی از دلایلی که در خصوص انتشار حجم بالای اوراق تجاری می‌توان بیان کرد، این است که شرکت‌های با رتبه اعتباری بالا اغلب می‌توانند وجوه مورد نیاز خود را به جای استقراض مستقیم از بانک‌ها، با نرخ بهره کمتر و از راه انتشار اوراق تجاری تأمین کنند.

در سال‌های اخیر بازار اوراق تجاری به طور فزاینده توسط بانک‌های تجاری به عنوان منبع وجوه قابل استقراض مورد استفاده قرار گرفته است. اوراق تجاری بدون پشتوانه هستند و معمولاً بازپرداخت آن‌ها به وسیله دارایی خاصی تضمین نمی‌شود. هر چند که بنگاه‌های فروشنده این اوراق، می‌بایست دارای خطوط پشتیبانی‌کننده از طرف بانک‌های تجاری باشند. در اکثر کشورها دسترسی به این بازار قانونمند است و تنها بنگاه‌هایی که در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و از حداقل سرمایه تعیین‌شده‌ای برخوردار باشند، می‌توانند به انتشار اوراق تجاری اقدام کنند. اوراق تجاری همانند اسناد خزانه، به صورت تنزیل شده به فروش می‌رسند و بازده آن‌ها به روش نرخ تنزیل محاسبه می‌شود. در نمودار زیر سهم هر یک از انواع اوراق بهادار نگهداری شده توسط صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری در سال ۲۰۱۸ میلادی در کشور آمریکا را نشان داده شده است. همان طور که در نمودار زیر مشاهده می‌شود، ۲۴ درصد از کل دارایی‌های صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری در آمریکا به اوراق تجاری اختصاص دارد.

^۱ Commercial paper

شکل ۴- سهم هر یک از انواع اوراق بهادار نگهداری شده توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سال ۲۰۱۸ در کشور آمریکا



<https://www.statista.com/>

انتشار اوراق تجاری به طور معمول توسط یک فروشنده خاص، برای مثال شعبه یک بانک تجاری، انجام می‌شود و بازخرید آن هم اغلب به عهده فروشنده است. اوراق تجاری مزیت‌های عمده‌ای برای فروشندگان و خریداران به همراه دارند و به همین دلیل بازار آن در سال‌های اخیر رشد سریعی را شاهد بوده است. امتیاز مهم این اوراق برای فروشندگان، کمتر بودن هزینه آن نسبت به استقراض از بانک‌های تجاری است. همچنین اوراق تجاری به دلیل بازده بالاتر نسبت به اسناد خزانه و همچنین هم‌خوانی سررسید آن با نیازهای سرمایه‌گذاران، از جذابیت خاصی برای مشتریان برخوردار است.

بزرگ‌ترین بازار اوراق تجاری در جهان مربوط به ایالات متحده آمریکا است. به طوری که حجم دادوستد در آن نزدیک به ۸۰ درصد مبادلات جهان را تشکیل می‌دهد. پس از آن، بازار کشورهای اروپایی قرار دارند که به رغم جوان بودن، طی سال‌های اخیر رشد قابل ملاحظه‌ای داشته‌اند. سررسید اوراق تجاری بر اساس قانون کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) به این دلیل بیشتر از ۲۷۰ روز نیست که اوراق بهاداری که سررسید آن‌ها بیشتر از ۲۷۰ روز باشد، فرایند زمان بر و پرهزینه‌ای دارند. در نتیجه، بیشتر اوراق تجاری در زمان سررسید به اوراق تجاری جدیدی تبدیل می‌شوند تا به این وسیله از طی کردن مجدد فرایند کمیسیون بورس و اوراق بهادار اجتناب کنند. ناشران اوراق تجاری می‌توانند آن را به صورت مستقیم به خریدارانی از قبیل صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری بفروشند و یا اینکه آن را در بازار اوراق تجاری، به طور غیرمستقیم و از راه معامله گران به فروش برسانند.

۲-۱-۲-۱- رتبه اعتباری ناشر اوراق تجاری

به طور معمول سرمایه‌گذارها، اوراق تجاری را از زمان انتشار تا موعد سررسید آن نگهداری می‌کنند. به همین دلیل بازار ثانویه فعالی برای اوراق تجاری وجود ندارد. از آنجا که اوراق تجاری به طور فعالانه معامله نمی‌شود و به دلیل اینکه این اوراق یک بدهی تضمین نشده محسوب می‌شود، رتبه اعتباری شرکت منتشرکننده اوراق تجاری نقش بسزایی در تعیین قابلیت خرید و فروش اوراق تجاری ایفا می‌کند. رتبه اعتباری می‌تواند حاوی اطلاعاتی از قبیل توانایی شرکت ناشر در بازپرداخت وجوه استقراض شده و قابلیت مقایسه اوراق تجاری شرکت‌های مختلف، برای سرمایه‌گذارهای بالقوه باشد.

مؤسسات متعددی از قبیل استاندارد و پورز، مودی، و فیچ آی بی سی ای به رتبه‌بندی اعتبار شرکت‌های ناشر اوراق تجاری اقدام می‌کنند. مؤسسه استاندارد و پورز، اوراق تجاری را از A-1 برای اوراق تجاری با بالاترین کیفیت، تا D، برای اوراق تجاری با کمترین کیفیت، رتبه‌بندی می‌کند. درحالی‌که مؤسسه مودی، اوراق تجاری را از P-1، برای اوراق تجاری با بالاترین کیفیت، تا «فاقد رتبه»، برای کمترین کیفیت، رتبه‌بندی می‌کند. به تقریب همه شرکت‌هایی که اقدام به انتشار اوراق تجاری می‌کنند به وسیله ده شرکت رتبه‌بندی کننده اعتبار، ارزیابی می‌شوند. در اوایل دهه ۲۰۰۰ میلادی، رکود اقتصادی در اقتصاد ایالات متحده آمریکا سبب شد رتبه اعتباری بسیاری از بزرگ‌ترین ناشران اوراق تجاری افت کند. برای مثال، تنزل رتبه اعتباری جنرال موتورز از ناشر درجه ۱ به ناشر درجه ۲، تأثیر شدیدی بر بازارهای اوراق تجاری گذاشت. شرکت تایکو انترنشنال^۱ از دیگر ناشران اوراق تجاری بود که با تنزل رتبه اعتباری آن از ناشر درجه ۱ به ناشر درجه ۲، سبب شد تقاضا برای اوراق تجاری آن بسیار کاهش یابد. این شرایط سبب شد شرکت‌ها برای تأمین و دسترسی به وجود مورد نیاز خود به سمت بازارهای بدهی بلندمدت حرکت کنند.

بنابراین، کاهش تعداد ناشران معتبر اوراق تجاری در اوایل دهه ۲۰۰۰ میلادی، برای اولین بار سبب کاهش حجم اوراق تجاری در ۴۰ سال گذشته شد. در تابستان سال ۲۰۰۷ میلادی، بازار اوراق تجاری با بحران اعتبار شدیدی مواجه شد. در این شرایط ناشران برای یافتن خریدارانی برای اوراق تجاری سررسیدشده خود با مشکل مواجه شدند. از آنجا که بخشی از عواید مورد استفاده برای خرید سرمایه‌گذاری‌ها، مربوط به وام‌های رهنی پرداختی به افراد کم اعتبار بوده، میلیاردها دلار از اوراق تجاری با پشتوانه دارایی‌ها با ضرر و زیان مواجه شدند. نتیجه این شرایط، سبب افت شدید دیگری در ارزش دلاری بازارهای اوراق تجاری شد.

^۱ Tyco International

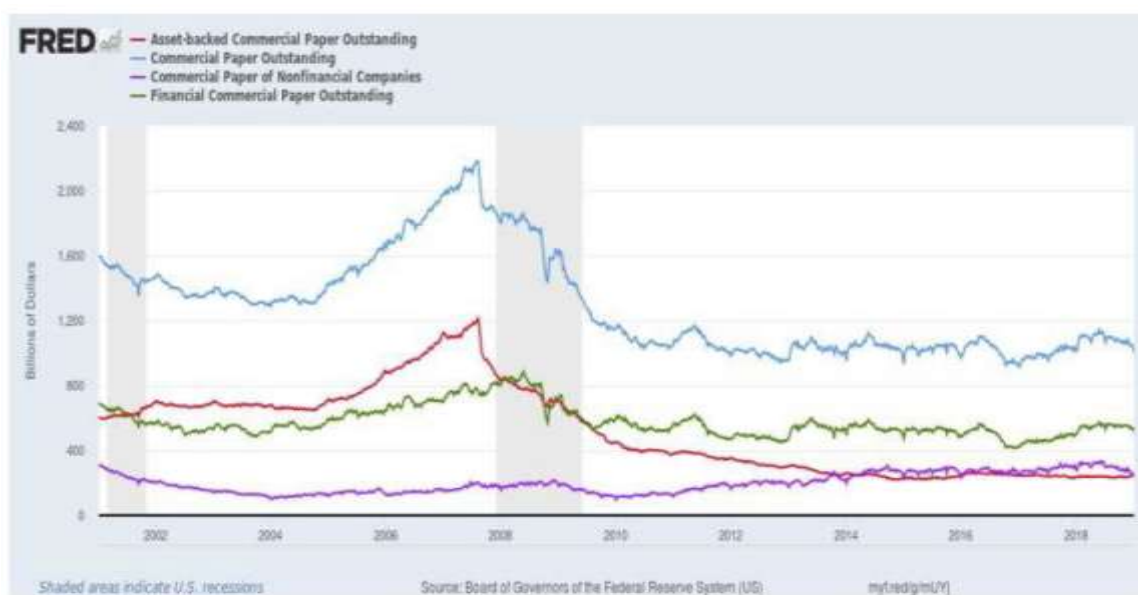
هر چه رتبه اعتباری ناشر اوراق تجاری وضعیت بهتری داشته باشد، نرخ بهره آن نیز کمتر خواهد بود. در طول دهه ۱۹۹۰ میلادی، میزان شکاف سالانه به طور متوسط ۰,۲۲ درصد (۲۲ صدم درصد) بوده است. از ماه ژوئن ۲۰۰۱ تا ماه ژوئن ۲۰۰۳ میلادی، با پیدایش رکود اقتصادی، متوسط شکاف بین این دو نرخ افزایش یافته و به ۰,۳۸ درصد سالانه رسید. در اواسط دهه ۲۰۰۰ میلادی، شکاف به تقریب به صفر نزدیک شد. اما، با وخیم تر شدن شرایط در تابستان ۲۰۰۷، شکاف بین این دو نرخ دوباره رو به افزایش گذاشت. برای مثال، در آگوست ۲۰۰۷ میلادی، شکاف بین این دو نرخ به ۱,۲۵ درصد افزایش یافت. ناشران اوراق تجاری که رتبه اعتباری آن‌ها کمتر از رتبه اعتباری ممتاز است، اغلب اوراق تجاری خود را به خط اعتباری که از یک بانک تجاری دریافت کرده‌اند، ارجاع می‌دهند. در این حالت، چنانچه ناشر قادر به پرداخت بدهی در موعد سررسید نباشد، بانک توافق می‌کند تا مبلغ تعهدشده را پرداخت کند. این کار موجب کاهش ریسک خریدار اوراق تجاری و کاهش نرخ بهره و افزایش رتبه اعتباری آن می‌شود. در سایر شرایط، ناشر، خط اعتباری را با یک بانک تنظیم کرده و چنانچه وجوه موجود در سررسید جوابگوی بازپرداخت اوراق تجاری منتشرشده نباشد، ناشر به برداشت از خط اعتباری اقدام می‌کند. با این حال، با شروع رکود اقتصادی در اوایل و اواسط دهه ۲۰۰۰ میلادی و کاهش رتبه اعتباری ناشران اوراق تجاری، وجود خط اعتباری در نزد بانک‌ها، اثربخشی چندانی نداشت. به طوری که بانک‌ها زمانی حاضر به اعطای خط اعتباری می‌شوند که مشتریان از سایر خدمات بانکی (مانند وام) استفاده کنند.

۲-۱-۲-۲- انواع اوراق تجاری

اوراق تجاری بر خلاف اسناد خزانه، بازار دست دوم قابل توجهی ندارند و این عامل باعث کاهش قدرت نقدشوندگی آن شده است. این اوراق به دو دسته عمده تقسیم می‌شوند: دسته اول، اوراقی هستند که توسط شرکت‌های بزرگ و معتبر منتشر می‌شوند. که به طور مستقیم و بدون نیاز به کارگزاران و معامله‌گران به خریداران ابزارهای مالی فروخته می‌شوند. دسته دوم، که توسط شرکت‌های کوچک‌تر اما خوش‌نام و معتبر منتشر می‌شوند و از طریق کارگزار معامله‌گر به مشتریان فروخته می‌شوند. نرخ بهره این دسته از اوراق معمولاً بیشتر از اوراق منتشرشده توسط شرکت‌های بزرگ است که علت آن ریسک بیشتر و همچنین وجود هزینه‌های دادوستد توسط معامله‌گران است.

در نمودار زیر روند ارزش انتشار انواع اوراق جاری شامل اوراق تجاری با پشتوانه دارایی^۱، اوراق تجاری شرکت‌های غیرمالی^۲ و اوراق تجاری شرکت‌های مالی^۳ در بازه زمانی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۹ میلادی نشان داده شده است. رایج‌ترین و معمول‌ترین نوع اوراق تجاری، اوراق با پشتوانه دارایی است که بر اساس نمودار زیر نیز تا قبل از بحران مالی سال ۲۰۰۷ میلادی، بخش قابل‌توجهی از ارزش انتشار اوراق تجاری در جهان را به خود اختصاص داده است. اما طی سالیان اخیر اوراق تجاری مالی بیش از انواع دیگر مورد توجه قرار گرفته است.

شکل ۵- روند ارزش انتشار انواع اوراق جاری شامل اوراق تجاری در کشور آمریکا



www.fred.stlouisfed.org

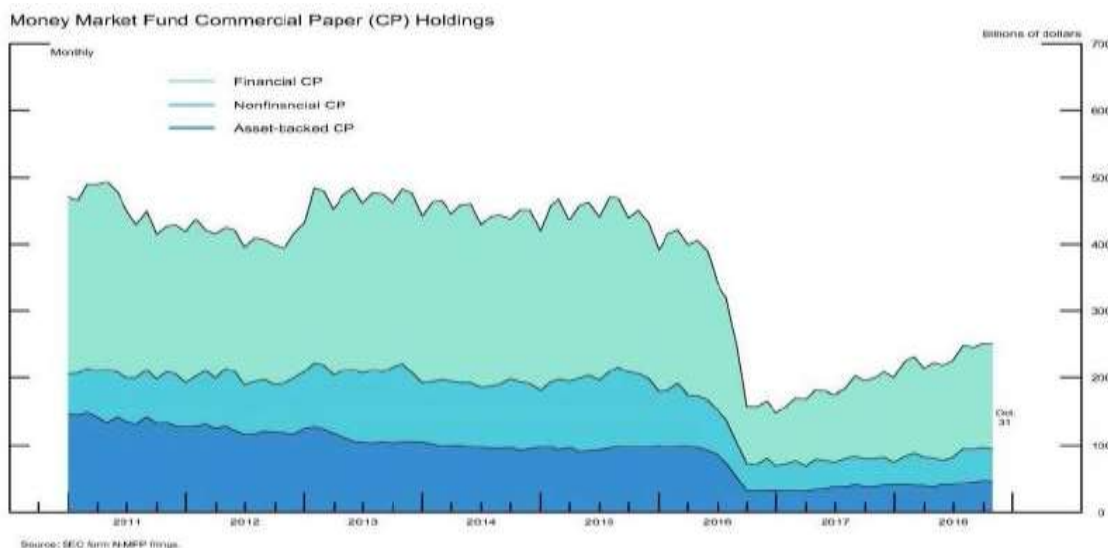
در نمودار زیر نیز روند ارزش انواع اوراق تجاری نگهداری شده توسط صندوق‌های بازار پول طی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۸ میلادی نشان داده شده است. همان‌طور که در نمودار زیر مشاهده می‌شود، اوراق تجاری مالی سهم بیشتری را در مقایسه با انواع دیگر در ترکیب دارایی‌های صندوق‌ها به خود اختصاص داده است.

^۱ Asset-backed commercial paper

^۲ commercial paper of Nonfinancial companies

^۳ commercial paper of financial companies

شکل ۶- روند ارزش انواع اوراق تجاری نگهداری شده توسط صندوق‌های بازار پول طی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۸ میلادی



Source: SEC Form N-MFP filings
www.fred.stlouisfed.org

۲-۱-۳- قرارداد یا توافق بازخرید^۱

قرارداد یا توافق بازخرید توافقی است که شامل فروش اوراق بهادار به وسیله یک طرف به طرف مقابل است که فروشنده تعهد می‌کند که اوراق بهادار فروخته‌شده را با قیمت معین و در تاریخ مشخص بازخرید کند. به همین دلیل توافق یا قرارداد بازخرید، یک وام با وثیقه وجوه فدرال است و وثیقه آن همان اوراق بهاداری است که باید در موعد مقرر عودت داده شود. اوراق بهاداری که اغلب در قراردادهای بازخرید استفاده می‌شود، شامل اوراق بهادار خزانه‌ایالات متحده آمریکا (مانند اوراق خزانه) و اوراق بهادار نهادهای دولتی است. توافق یا قرارداد بازخرید معکوس^۲ توافقی است که شامل خرید اوراق بهادار به وسیله یک طرف از طرف دیگر است، به نحوی که خریدار متعهد می‌شود در موعد مقرر اوراق بهادار خریداری‌شده را به طرف مقابل بفروشد (باز فروش کند). از آنجا که در هر قرارداد بازخرید، طرفین رویکردها و مواضع متقابلی دارند، عنوان قرارداد بازخرید و قرارداد بازخرید معکوس را می‌توان به طور یکسان برای هر دوی این قراردادهای به کار برد. به این معنا که یک معامله از نقطه نظر فروشنده اوراق بهادار، قرارداد بازخرید و از نقطه نظر خریدار اوراق بهادار، قرارداد بازخرید معکوس است. در هر حال، اطلاق قرارداد بازخرید یا قرارداد بازخرید معکوس به این بستگی

^۱ Repurchase Agreements

^۲ Reverse repurchase agreement

دارد که کدام یک از طرفین آغازگر معامله باشند. موعد سررسید بیشتر قراردادهای بازخريد، بسيار کوتاه مدت (اغلب از ۱ تا ۱۴ روز) است، درحالی‌که برخی ديگر از قراردادهای بازخريد، بلندمدت و مدت آن‌ها از ۱ تا ۳ ماه را شامل می‌شود. به طور معمول ارزش اسمی آن دسته از قراردادهای بازخريد که سررسید آن‌ها کمتر از یک هفته است، ۲۵ ميليون دلار يا بیشتر است. همچنين ارزش اسمی قراردادهای بازخريد بلندمدت، اغلب ۱۰ ميليون دلار است.

بسیاری از شرکت‌های تجاری، که در حساب‌های بانکی خود سپرده‌های راکدی دارند، تا زمانی که به سپرده‌های خود نیازی ندارند، از قراردادهای بازخريد برای کسب بازده اندک استفاده می‌کنند. در این حالت شرکت از وجوه راكد خود برای خريد اوراق خزانه از بانک خودش، استفاده می‌کند. سپس بانک موافقت می‌کند اوراق خزانه را در زمان آتی و با قيمت بالاتر بازخريد کند. در مبادلات وجوه فدرال، بانکی که دارای مازاد ذخاير است به صورت یک روزه به فروش وجوه فدرال خود به بانک خريدار اقدام می‌کند. در روز بعد، بانک خريدار، وجوه فدرال را به اضافه بهره یک روزه‌ای که بيانگر نرخ وجوه فدرال است را به فروشنده عودت می‌دهد. از آنجا که بانک فروشنده با ريسک اعتبار و عدم توان بانک خريدار برای بازپرداخت وجوه فدرال در روز بعد، مواجه است، احتمال دارد بانک فروشنده به دنبال وثيقه، برای پوشش وام یک روزه وجوه فدرال باشد. در مبادلات قراردادهای بازخريد، بانک فروشنده وجوه، اوراق بهادار دولتی را به عنوان وثيقه از بانک خريدار وجوه دریافت می‌کند. یعنی بانک خريدار، به طور موقت، اوراق بهادار را در مقابل وجه نقد مبادله می‌کند. در روز بعد، این معامله حالت معکوس به خود گرفته و بانک خريدار، وجوه فدرال استقراض شده را به همراه بهره (نرخ قرارداد بازخريد) عودت داده و در مقابل اوراق بهاداری را که در معامله از آن به عنوان وثيقه استفاده شده بود، دریافت می‌کند (بازخريد می‌کند).

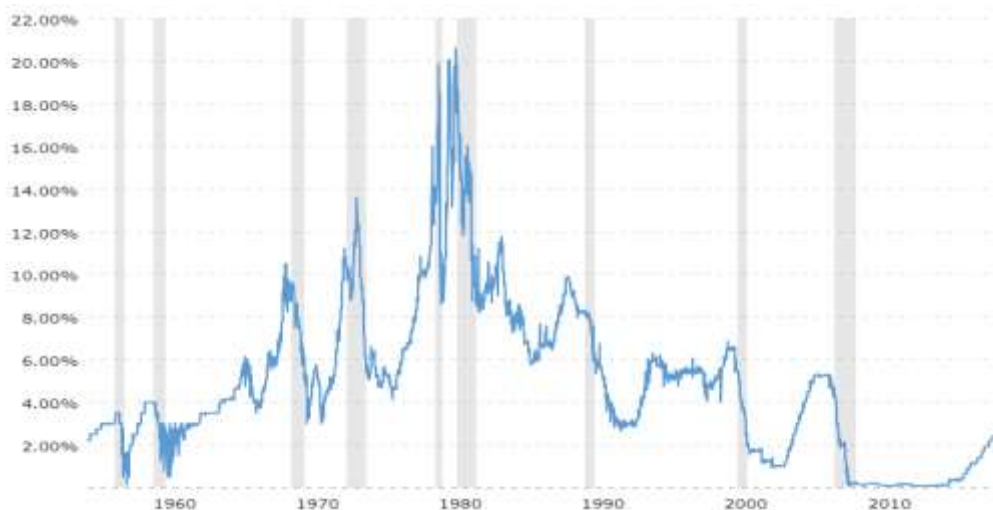
۱-۳-۱-۲- بازده قراردادهای بازخريد

از آنجا که اوراق بهادار خزانه اقدام به عودت قراردادهای بازخريد می‌کنند، اغلب ريسک اعتباری کمتری داشته و نسبت به وجوه فدرال فاقد وثيقه، نرخ بهره کمتری دارد. تفاوت میان نرخ قراردادهای بازخريد دارای وثيقه و نرخ وجوه فدرال فاقد وثيقه اغلب در حدود ۰,۲۵ درصد يا ۲۵ صدم درصد است. بازده قراردادهای بازخريد به صورت تفاوت درصد سالانه میان قيمت اولیه فروش اوراق بهادار و قيمت خريد توافق شده (قيمت فروش به اضافه بهره پرداختی بر روی قرارداد بازخريد) و با استفاده از ۳۶۰ روز هر سال، محاسبه می‌شود.

۲-۱-۴- وجوه فدرال^۱

وجوه فدرال به وجوه کوتاه مدتی اطلاق می‌شود که اغلب برای دوره زمانی یک روزه، بین مؤسسات مالی مبادله می‌شود. برای مثال، بانک‌های تجاری، وجوه فدرال را در قالب ذخایر مازادی که در بانک فدرال رزرو محلی آن‌ها نگهداری می‌شود، معامله می‌کنند. به این معنا که بانک تجاری ممکن است با کسری اندوخته مواجه شود و بخواهد این کسری را از راه استقراض ذخایر مازاد بانک دیگری که با مازاد اندوخته مواجه است، جبران کند. مؤسسه مالی که اقدام به استقراض وجوه فدرال می‌کند در سمت چپ ترازنامه خود یک نوع بدهی با عنوان "وجوه فدرال خریداری‌شده" را ثبت می‌کند، درحالی‌که مؤسسه مالی که به اعطای وجوه فدرال اقدام کرده است، در سمت راست ترازنامه خود، یک نوع دارایی با عنوان "وجوه فدرال فروخته‌شده" را ثبت می‌کند. به نرخ بهره یک شبه (یا یک روزه) ناشی از استقراض وجوه فدرال، نرخ وجوه فدرال^۲ اطلاق می‌شود. نرخ وجوه فدرال تابعی است از عرضه و تقاضا برای وجوه فدرال در میان مؤسسات مالی و اثرات معاملات فدرال رزرو از راه کمیته بازار آزاد فدرال (FOMC). در ادامه و در شکل زیر نرخ وجوه فدرال در بازه زمانی ۶۲ سال اخیر در آمریکا نشان داده شده است. همان طور که مشاهده می‌شود پس از وقوع بحران مالی سال ۲۰۰۷، این نرخ از حدود ۵ درصد به کمتر از ۰٫۲ درصد کاهش یافت. در ادامه و تا اوایل سال ۲۰۱۹ میلادی تا ۲٫۴ درصد نیز رشد کرد. نرخ وجوه فدرال در ابتدای دسامبر ۲۰۱۹ میلادی ۱٫۵۵ درصد می‌باشد.

شکل ۷- نرخ وجوه فدرال در بازه زمانی ۶۲ سال اخیر در آمریکا



^۱ Federal Funds (or Fed Funds)

^۲ Federal funds rate

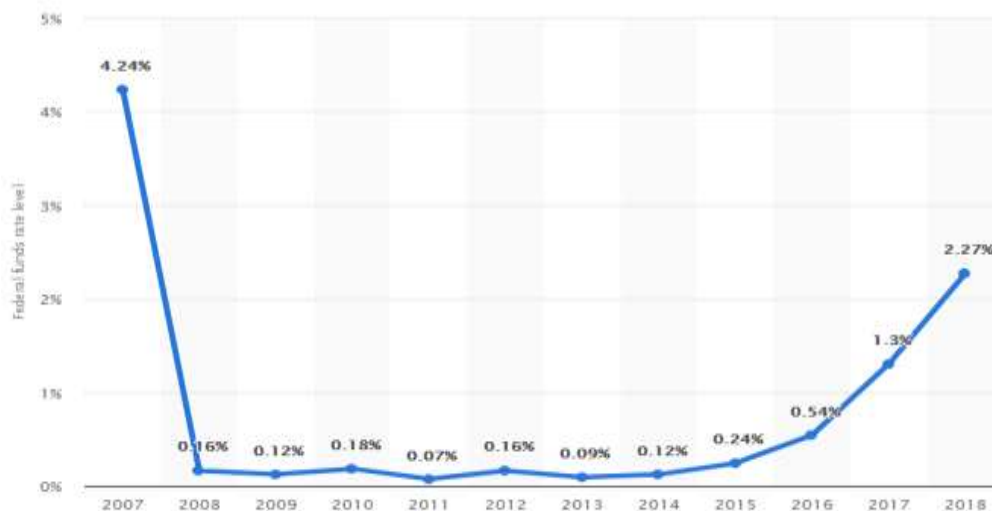
www.fred.stlouisfed.org

۲-۱-۴-۱ بازده وجوه فدرال

وجوه فدرال، وام‌هایی با پرداخت یکجا هستند که بهره آن‌ها به صورت یکجا و در یک مرحله، در موعد سررسید پرداخت می‌شود. به علاوه، مبادلات وجوه فدرال در قالب وام‌های بدون تضمین کوتاه مدت (یک شبه) صورت می‌گیرد. نرخ بهره‌ای که برای وجوه فدرال اعلام می‌شود بر اساس ۳۶۰ روز در سال محاسبه می‌شود. بنابراین برای مقایسه نرخ بهره وجوه فدرال با نرخ بهره اوراق بهادار دیگری مانند اوراق خزانه، نرخ بهره اعلام‌شده برای وجوه فدرال، باید به بازده یا نرخ معادل اوراق قرضه، تبدیل شود. با وجود هزینه‌های عدم تضمین، یک شبه بودن و استقراض بین‌بانکی، باز هم نرخ وجوه فدرال از اهمیت بسزایی برخوردار است، چرا که نرخ وجوه فدرال در هدایت سیاست پولی، نرخ هدف یا اصلی محسوب می‌شود.

در نمودار زیر روند نرخ وجوه فدرال در بازه زمانی سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۸ میلادی نشان داده شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود این نرخ با وقوع بحران در بازارهای مالی به شدت کاهش یافت، اما رفته‌رفته و از سال ۲۰۱۴ میلادی به بعد به رشد محسوسی همراه شد.

شکل ۸- روند نرخ وجوه فدرال در بازه زمانی سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۸ میلادی



<https://www.statista.com/>

۲-۱-۵- گواهی سپرده قابل معامله^۱

گواهی سپرده جوان‌ترین و درعین‌حال از مهم‌ترین ابزارهای بازار پول به شمار می‌رود. این گواهی از اوایل دهه ۱۹۶۰ میلادی مطرح شد و به دلیل انعطاف‌پذیری، تنوع و بازار ثانویه سازمان‌یافته، به سرعت گسترش یافت. به گونه‌ای که هم اکنون از مهم‌ترین منابع تأمین مالی بانک‌های تجاری و همچنین از اجزاء مهم پرتفوی سرمایه‌گذاران به شمار می‌رود. گواهی سپرده قابل معامله (CD) به سپرده‌های مدت‌داری اطلاق می‌شود که به وسیله بانک‌ها منتشر می‌شود و دارای نرخ بهره و تاریخ سررسید بوده و در بازارهای ثانویه قابل معامله (قابل فروش) است. این نوع سرمایه‌گذاری در واقع دو مزیت عمده دارد، نخست این‌که سرمایه‌گذار می‌تواند به دقت بازده پول خود را محاسبه کند. دوم، زمان سررسید اصل و بهره گواهی نیز مشخص است.

۱-۵-۲- انواع گواهی‌های سپرده

در یک دسته‌بندی کلی، گواهی‌های سپرده به دو بخش قابل انتقال و غیرقابل انتقال تقسیم می‌شوند. دارنده گواهی سپرده قابل معامله می‌تواند آن را قبل از تاریخ سررسید در بازار ثانویه به فروش برساند. به همین دلیل این گواهی‌ها از نقد شوندگی بالایی برخوردار هستند، زیرا دارنده آن در صورت نیاز به پول نقد می‌تواند آن را در بازار ثانویه به فروش برساند. اما گواهی‌های غیرقابل مبادله، قابل فروش مجدد نیستند و دارندگان آن در صورت نیاز به وجه نقد تنها می‌توانند به مؤسسه سپرده‌پذیر مراجعه و با تحمل جریمه در نظر گرفته‌شده، سپرده خود را از مؤسسه خارج کنند.

گواهی‌های سپرده قابل معامله بر اساس ارزش اسمی به دو دسته گواهی‌های بزرگ و گواهی‌های کوچک تقسیم می‌شوند. برای نمونه در آمریکا ارزش اسمی گواهی سپرده‌ی بزرگ بیشتر از یک میلیون دلار و ارزش اسمی گواهی سپرده کوچک کمتر از یک میلیون دلار است. گواهی‌های سپرده بزرگ اغلب به وسیله بانک‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران نهادی (مؤسسات سرمایه‌گذاری) و صندوق‌های بازار پول خریداری می‌شوند، درحالی‌که اغلب مشتریان گواهی‌های سپرده کوچک، اشخاص هستند. همچنین نرخ بهره گواهی سپرده کوچک، کمتر از گواهی سپرده بزرگ است.

به طور معمول گواهی سپرده قابل معامله، بر اساس بازار در نظر گرفته‌شده برای فروش، به دو دسته داخلی و خارجی تقسیم می‌شود. نوع داخلی این گواهی‌ها برای فروش در داخل کشور و نوع خارجی آن برای فروش در کشورهای دیگر به صورت ارزی منتشر می‌شوند. گواهی‌های سپرده ارزی خود به دو دسته بانکی و یورو

^۱ Negotiable certificate of deposits (CD)

تقسیم می‌شوند که این امر به دلیل اهمیت و جایگاه بازار ایالات متحده آمریکا و اروپا در بازار پول جهان است. گواهی‌های سپرده ارزی که به قصد فروش در آمریکا منتشر می‌شوند به نام گواهی‌های سپرده بانکی و گواهی‌های سپرده‌ای که برای فروش در اروپا منتشر می‌شوند به گواهی‌های سپرده یورو معروف‌اند. بدیهی است که این گواهی‌ها برای فروش در مناطق دیگر جهان نیز منتشر می‌شوند که به دلیل اهمیت کمتر، نام استاندارد برای آن‌ها وجود ندارد. همچنین نوع دیگری از گواهی‌های سپرده وجود دارند که توسط مؤسسات اعتباری غیربانکی منتشر می‌شوند و به نام گواهی‌های سپرده اعتباری معروف هستند.

گواهی سپرده قابل معامله ابزاری بی‌نام است که دارنده آن در موعد سررسید می‌تواند اصل و فرع (بهره) آن را دریافت کند. گواهی سپرده قابل معامله در هر زمانی در بازارهای ثانویه قابل معامله است؛ به همین دلیل، خریدار اولیه در موعد سررسید می‌تواند دارنده آن اوراق بهادار نباشد. ارزش اسمی گواهی سپرده قابل معامله در آمریکا از ۱۰۰,۰۰۰ دلار تا ۱۰ میلیون دلار متغیر بوده؛ اگر چه گواهی سپرده قابل معامله ۱ میلیون دلاری بیشتر متداول است. وقتی ارزش اسمی گواهی سپرده قابل معامله خیلی بالا باشد از قدرت خرید آن به وسیله افراد کاسته می‌شود. با این حال، گواهی سپرده قابل معامله از راه صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری بازار پول خریداری می‌شود. این صندوق‌های سرمایه‌گذاری وجوه مالی سرمایه‌گذارها را جمع‌آوری و یک کاسه کرده و این امکان را به افراد می‌دهد تا به طور غیرمستقیم اقدام به خرید گواهی سپرده قابل معامله کنند. سررسید گواهی سپرده قابل معامله نیز از دو هفته تا یک سال متغیر بوده؛ اگر چه سررسید ۱ تا ۴ ماه بیشتر متداول است.

در حالی که گواهی سپرده از اوایل دهه ۱۹۰۰ میلادی به وسیله بانک‌ها استفاده می‌شده است، اما این اوراق تا دهه ۱۹۶۰ میلادی در قالب (گواهی سپرده) قابل معامله منتشر نمی‌شدند. با افزایش نرخ بهره در دهه ۱۹۵۰ و به دلیل جریمه‌های سنگین در صورت برداشت زودتر از موعد وجوه سرمایه‌گذاری شده در قالب گواهی سپرده، در عمل از جذابیت سپرده‌هایی که دارای ارزش اسمی بالا بودند، کاسته شد. نتیجه این رخدادها، کاهش شدید سپرده‌های بانکی و واسطه زدایی بود. در سال ۱۹۶۱ میلادی، بانک نشنال سیتی نیویورک^۱ (که در حال حاضر به بانک سیتی گروپ^۲ مشهور است) اولین گواهی سپرده قابل معامله را منتشر کرد و معامله گران بازار پول برای ایجاد بازار ثانویه برای آن به توافق رسیدند. انتشار گواهی سپرده قابل

^۱ National City Bank of New York

^۲ Citigroup

معامله با استقبال مواجه شد و بانک‌ها بسیاری از سپرده‌های خود را، که از دست داده بودند، دوباره به دست آوردند. در واقع، موفقیت گواهی سپرده قابل معامله به بانک‌ها کمک کرد، تا بتوانند به صورت فعالانه بر مدیریت بخش بدهی‌های پرتفوی خود متمرکز شوند.

۲-۱-۵-۲- بازده گواهی سپرده قابل معامله

نرخ گواهی سپرده قابل معامله به وسیله مذاکراتی که بین بانک و خریدار این اوراق صورت می‌گیرد، تعیین می‌شود. بانک‌های بزرگ و معروف می‌توانند نرخ گواهی سپرده قابل معامله خود را نسبت به بانک‌های کوچک‌تر و شناخته‌نشده، کمی پایین‌تر تعیین کنند، چرا که همواره عقیده بر این است که ریسک نکول این بانک‌ها کمتر بوده و قابلیت خرید و فروش اوراق منتشرشده به وسیله آن‌ها نیز بالا است. نرخ بهره گواهی سپرده قابل معامله اغلب با توجه به ۳۶۰ روز در سال محاسبه و تعیین می‌شود.

۲-۱-۶- گواهی پذیره‌های بانکی^۱ (اسناد تأییدشده به وسیله بانک‌ها)

پذیره‌های بانکی، به برات‌های مدت‌دار قابل پرداخت به فروشنده کالاها اطلاق می‌شود که پرداخت آن به وسیله یک بانک تضمین می‌شود. پذیره بانکی که دستور پرداخت مبلغ معینی به حامل آن در تاریخ معینی است، از جمله قدیمی‌ترین و کوچک‌ترین (از نظر حجم و مبلغ) ابزارهای بازار پول به شمار می‌رود. اگر چه این ابزار مالی از قرن دوازدهم مورد استفاده واقع شده است، اما تا سال‌های دهه شصت که حجم تجارت بین‌الملل افزایش فوق‌العاده‌ای یافت، یک ابزار مهم در بازار پول به شمار نمی‌رفت. در هر حال این ابزار به منظور تأمین مالی کالاهایی که هنوز از فروشنده به خریدار منتقل نشده است مورد استفاده قرار می‌گیرد. بدین ترتیب که این اوراق توسط یک مؤسسه تجاری و در وجه یک بانک تجاری خصوصی کشیده می‌شود و وقتی که بانک مزبور آن را مهر نماید (یعنی بپذیرد) به عنوان یک پذیرش بانکی شناخته می‌شود.

به عنوان مثال، فرض کنید که شرکت "الف" در ایران می‌خواهد کالایی را از شرکت "ب" در ژاپن خریداری نماید. شرکت ژاپنی از آن‌جا که شناختی نسبت به شرکت ایرانی طرف قرارداد خود ندارد، لذا تمایلی به ارسال کالا پیش از دریافت پول نخواهد داشت. از طرف دیگر، شرکت ایرانی نیز تمایلی به پرداخت پول قبل از دریافت کالا را ندارد.

^۱ Banker's acceptance

در چنین شرایطی، این شرکت تجاری می‌تواند با انتشار اوراق پذیرش بانکی موجبات تحقق معامله را فراهم سازد. اگر چه پذیرش بانکی، در ابتدا به منظور تأمین مالی محموله کالای انتقال‌یافته در سطح بین‌الملل مورد استفاده قرار می‌گرفت، اما امروزه از این ابزار به منظور تأمین مالی محموله کالاهای داخلی، ذخیره‌سازی اقلام اصلی کالاهای داخلی و خارجی قابل عرضه در بازار و تهیه اعتبار به منظور مبادله دلار برای بانک‌های کشورهای معین نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد. پذیرش بانکی منافع مستقیمی برای بانک‌ها نیز ایجاد می‌کند. به این ترتیب که بانک بدون استفاده از ظرفیت‌های خلق اعتباری‌اش، قادر به حمایت از نیازهای اعتباری مشتریان خود خواهد بود. پذیرش بانکی از بازار ثانویه بسیار مناسبی برخوردار است، که دلالتان، بانک‌های مرکزی خارجی و بانک‌های داخلی از مهم‌ترین فعالان آن هستند.

سایر ابزارهای بازار پول:

مهم‌ترین ابزارهای بازار پول در بالا معرفی و بحث شد، در ادامه سایر ابزارهای بازار پول که کمتر از موارد ذکر شده بکار گرفته می‌شود معرفی و بحث خواهند شد.

۲-۱-۷- پنجره تنزیل^۱

این ابزار مربوط است به وام‌گیری کوتاه‌مدت و موقتی برخی مؤسسات سپرده‌پذیر از بانک مرکزی در ازای ارائه وثایق (اوراق بهادار)، که می‌توان آن را همان تنزیل موقتی اوراق بهادار این مؤسسات در نرخ مشخص توسط فدرال رزرو دانست. منابعی که بانک به این طریق از بانک مرکزی اخذ می‌کند به «ذخایر قرضی^۲» موسوم است که نقطه مقابل عنوان «ذخایر غیرقرضی^۳» است که به ذخایر کسب‌شده از فروش اوراق قرضه به بانک مرکزی در عملیات بازار باز اطلاق می‌شود. نرخ این نوع تسهیلات (موسوم به نرخ تنزیل) یکی از نرخ‌هایی است که می‌تواند نقش خط‌دهندگی به نرخ‌های بهره بازار را عهده‌دار باشد. انواع اعتباراتی که در قالب پنجره تنزیل به مؤسسات سپرده‌پذیر اعطا می‌شود شامل اعتبار اولیه^۴، اعتبار ثانویه^۵ و اعتبار فصلی^۶ است.

^۱ Discount Window

^۲ Borrowed Reserves

^۳ Non- Borrowed Reserves

^۴ Primary Credit

^۵ Secondary Credit

^۶ Seasonal Credit

اعتبار اولیه منابعی با مهلت حداکثر چند هفته‌ای برای بازپرداخت است. اعتبار ثانویه مربوط به مؤسساتی است که واجد صلاحیت برای دریافت اعتبار اولیه نیستند. نرخ این اعتبار بالاتر از اولی است. اعتبار فصلی برای کمک به مؤسسات سپرده‌پذیری است که بتوانند یک الگوی تکرارشونده از نیاز به منابع را در عملیات خود در درون یک سال به بانک مرکزی اثبات کنند (معمولاً این اعتبار مربوط است به بخش‌های کشاورزی و توریسم). در مواقع اضطراری نیز فدرال رزرو به بانک‌های ایالتی اجازه اعطای اعتبار اورژانسی به افراد و شرکت‌هایی که مؤسسه سپرده‌پذیر نیستند را می‌دهد که نرخ بهره مشخصی ندارد. با توسعه عملیات بازار باز و نقش آن در سیاست پولی، سهم پنجره تنزیل در عملیات بانک مرکزی بسیار افت کرده است. واقعیت آن است که چند دهه است که بانک مرکزی نرخ این منابع را کمتر از نرخ منابع فدرال قرار داده است یعنی در واقع از نرخ این اعتبارات به‌عنوان یک متغیر سیاستی در اثرگذاری بر نرخ بهره استفاده نمی‌کند. با وجود کمتر بودن نرخ این اعتبارات از نرخ منابع فدرال، مؤسسات سپرده‌پذیر به چند دلیل رجوع گسترده‌ای برای کسب این اعتبارات انجام نمی‌دهند. توزیع این منابع به‌صورت اداری صورت می‌گیرد و لذا بانک مرکزی از اعطای این منابع در خارج از موارد محدود و اورژانسی اجتناب می‌کند.

همچنین استفاده وسیع برخی مؤسسات اعتباری در معرض ورشکستگی در دهه ۹۰ از این نوع اعتبارات موجب دور شدن بانک‌ها و مؤسسات اعتباری از این نوع اعتبار شد تا در اثر استفاده از این منابع وجهه و اعتبار آن مؤسسه به‌عنوان نهادی که مجبور به دریافت وام اضطراری شده تنزل پیدا نکند. در مجموع می‌توان گفت نرخ بهره اصلی که وضعیت آن بیانگر هدف‌گذاری و سیاست‌گذاری پولی بانک مرکزی است، همان نرخ منابع فدرال است که تابع وضعیت عملیات بازار باز است و نرخ تنزیل در مقایسه با آن از جایگاه و اهمیتی در علامت‌دهی به انواع نرخ بهره رایج بازار برخوردار نیست. در نهایت باید گفت عملیات پنجره تنزیل به لحاظ توالی و تکرار بسیار کمتر از توالی و تکرار عملیات بازار باز است و در واقع تغییر نرخ تنزیل و رجوع بانک‌ها برای استفاده از منابع آن به ندرت صورت می‌گیرد.

در نهایت باید خاطرنشان کرد که پرداخت بهره به ذخایر ابزاری است که پس از بحران مالی ۲۰۰۸ و بعد از رشد شدید پایه پولی توسط بانک مرکزی آمریکا به منظور جلوگیری از عملکرد مکانیزم ضریب فزاینده و کنترل نقدینگی معرفی شد. این ابزار پیش از این موضوعیتی در بین ابزارهای مرسوم و متعارف سیاست‌گذاری پولی فدرال رزرو نداشت.

۲-۱-۸- دلار اروپایی^۱

این ابزار مالی بر مبنای سپرده‌های دلاری که در بانک‌های کشورهای مختلف یا شعبه‌های خارجی بانک‌های آمریکایی وجود دارد، صادر می‌شود. در واقع نوعی گواهی سپرده است که نرخ‌های بهره کشورهای مختلف را به هم مرتبط می‌کند. این گواهی‌های سپرده ابتدا در اروپا ابداع شدند و اکنون در خیلی از کشورها، از جمله کشورهای آسیایی معامله می‌شوند. سررسید این ابزار مالی معمولاً زیر ۶ ماه بوده و به علت محدودیت‌های کمتر آن نسبت به دیگر ابزارهای مالی، معمولاً بازده بیشتری دارد. این اوراق در بانک‌های یادشده عرضه می‌شوند.

۲-۱-۹- اسناد شهرداری‌ها^۲

اسناد شهرداری‌ها نوعی اوراق بدهی است که توسط ایالت‌ها و دولت‌های محلی با هدف تأمین مالی طرح‌ها و پروژه‌ها مانند پروژه‌های ساخت‌وساز منتشر می‌شود. سررسید این اوراق معمولاً یک سال یا کمتر بوده و با توجه به اینکه معافیت مالیاتی در سطح ایالت‌ها را دارا هستند، برای سرمایه‌گذاران گزینه جذابی برای سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود. برخلاف اوراق شهرداری‌ها که معمولاً کوپن‌هایی به صورت شش ماهه برای پرداخت سود دارند، در اسناد شهرداری‌ها تمایل بر این است که تنها یک پرداخت و در سررسید (اصل و سود) صورت پذیرد. اسناد شهرداری‌ها معمولاً بازده کمتری در مقایسه با اوراق شرکتی با سررسید مشابه پرداخت می‌کنند. اما بازده اسناد شهرداری‌ها معاف از مالیات بوده و پس از کسر مالیات بازدهی بیشتری در قیاس با اوراق شهرداری‌ها دارند. اسناد شهرداری‌ها از مالیات بر درآمد فدرال و در مواردی هم از مالیات ایالت و دولت محلی معاف هستند.

مهم‌ترین انواع اسناد شهرداری‌ها عبارت‌اند از:

Bond anticipation notes (BAN)

Tax Anticipation Notes (TAN)

Revenue Anticipation Notes (RAN)

^۱ Eurodollars

^۲ Municipal Note

۲-۱-۱۰- قراردادهای آتی^۱، اختیار معامله^۲ و تاخت^۳

قراردادهای آتی معامله گر را متعهد به خرید یا فروش اوراق بهادار بازار پول با شرایط معین و در زمان مشخص در آینده می‌نماید. معمولاً برای این منظور چهار مورد از ابزارهای بازار پول مورد استفاده قرار می‌گیرند. اوراق خزانه‌های ۱۳ هفته‌ای، گواهی سپرده‌های یورو دلار سه ماهه، گواهی سپرده‌های یورو دلار یک ماهه و میانگین ۳۰ روزه نرخ وجوه فدرال.

قراردادهای اختیار معامله این اختیار را به معامله گر می‌دهد تا در آینده و با شرایط معین اقدام به خرید یا فروش اوراقی نماید. این قراردادها در بازار پول بر روی سه ابزار قراردادهای آتی اوراق خزانه‌های ۱۳ هفته‌ای، قراردادهای آتی گواهی سپرده‌های یورو دلار سه ماهه و قراردادهای آتی گواهی سپرده‌های یورو دلار یک ماهه انجام می‌شود.

۲-۱-۱۱- مقایسه اوراق بهادار بازار پول

با مروری که بر انواع اوراق بهادار پول داشتیم، می‌توان گفت که این اوراق بهادار دارای ویژگی‌های مشابهی هستند. برخی از این ویژگی‌های مشابه عبارت‌اند از: داشتن ارزش اسمی بالا، ریسک نکول پایین، و داشتن سررسید کوتاه مدت. این اوراق همچنین با توجه به قابلیت نقدشوندگی، به طور کامل باهم متفاوت هستند. برای مثال، بازار ثانویه اوراق خزانه بسیار گسترده است. بنابراین، این اوراق بهادار بازار پول را می‌توان با حداقل زیان در ارزش آن‌ها، به سرعت به وجه نقد تبدیل کرد. از طرف دیگر، اوراق تجاری، فاقد هر گونه بازار ثانویه ساختارمند هستند. به همین دلیل، این اوراق بهادار را نمی‌توان به سرعت به وجه نقد تبدیل کرد، مگر اینکه با صرف هزینه به نسبت بالا، دوباره فروخته شوند.

وجوه فدرال نیز از آنجا که به صورت یک شبه (یک روزه معامله می‌شوند فاقد معاملات بازار ثانویه هستند. در واقع، دارندگان این گونه اوراق بهادار، قادر نخواهند بود در صورت نیاز به نقدینگی، آن‌ها را به سرعت به وجه نقد تبدیل کنند. گواهی سپرده قابل معامله بانکی اگر چه در بازارهای ثانویه معامله می‌شوند، ولی از آنجا که در سال‌های اخیر بسیاری از صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری بازار پول، با توجه به استراتژی «خرید و

^۱ Futures Contracts

^۲ Futures Options

^۳ Swaps

نگهداری» به خرید این اوراق بهادار و نگهداری بلندمدت آن اقدام می‌کنند بازار ثانویه آن‌ها نیز تا حدودی فعالیت خود را از دست داده‌اند.

۲-۲- مشارکت‌کنندگان بازار پول

عمده‌ترین مشارکت‌کنندگان بازار پول در کشور آمریکا، خزانه‌ایالات‌متحده آمریکا، فدرال رزرو، بانک‌های تجاری، کارگزاران و معامله‌گران بازار پول، شرکت‌ها، سایر مؤسسات مالی مانند صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، و افراد سرمایه‌گذار هستند. در جدول زیر، نقشی که هر یک از این مشارکت‌کنندگان در اوراق بهادار بازار پول ایفا می‌کنند، نشان داده شده است.

جدول ۱ - مشارکت‌کنندگان بازار پول

ردیف	ابزار	ناشر اولیه	سرمایه‌گذاری اولیه
۱	اوراق خزانه	خزانه‌ایالات‌متحده آمریکا	فدرال رزرو بانک‌های تجاری صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری کارگزاران و معامله‌گران سایر مؤسسات مالی شرکت‌ها افراد سرمایه‌گذار
۲	اوراق تجاری	بانک‌های تجاری سایر مؤسسات مالی شرکت‌ها	صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری کارگزاران و معامله‌گران سایر مؤسسات مالی شرکت‌ها افراد سرمایه‌گذار
۳	وجوه فدرال	بانک‌های تجاری	بانک‌های تجاری
۴	قراردادهای بازخرید	فدرال رزرو بانک‌های تجاری کارگزاران و معامله‌گران سایر مؤسسات مالی	فدرال رزرو بانک‌های تجاری صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری کارگزاران و معامله‌گران سایر مؤسسات مالی

شرکت‌ها			
صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری کارگزاران و معامله‌گران سایر مؤسسات مالی شرکت‌ها افراد سرمایه‌گذار	بانک‌های تجاری	گواهی سپرده قابل معامله	۵
بانک‌های تجاری کارگزاران و معامله‌گران شرکت‌ها	بانک‌های تجاری	پذیره‌های بانکی	۶

۲-۲-۱- خزانه‌ایالات متحده آمریکا

خزانه‌ایالات متحده آمریکا با انتشار اوراق خزانه، به افزایش حجم هنگفتی از وجوه نقد در بازارهای پول اقدام می‌کند. انتشار اوراق خزانه این امکان را برای دولت ایالات متحده آمریکا فراهم می‌آورد که بتواند قبل از وصول مالیات‌ها، وجوه نقد مورد نیاز خود برای جبران هزینه‌های غیرقابل اجتناب کوتاه مدت را تأمین کند. به طور معمول مالیات‌ها به صورت فصلی دریافت می‌شود، اما مخارج دولتی در طول سال وجود دارد.

۲-۲-۲- فدرال رزرو

فدرال رزرو یکی از مشارکت‌کنندگان اصلی و به طور منطقی مهم‌ترین مشارکت‌کننده بازار پول محسوب می‌شود. فدرال رزرو برای هدایت معاملات بازار آزاد از اوراق خزانه استفاده می‌کند و برای افزایش عرضه پول به خرید اوراق خزانه، و برای کاهش عرضه پول به فروش اوراق خزانه اقدام می‌کند. فدرال رزرو همچنین برای تعدیل موقت نرخ بهره و عرضه پول از قراردادهای بازخرید و قراردادهای بازخرید معکوس استفاده می‌کند. به علاوه، فدرال رزرو به عنوان بخشی از سیاست‌های پولی خود، نرخ وجوه فدرال را تحت نظر دارد، این نرخ می‌تواند بر سایر نرخ‌های بازار پول تأثیر بگذارد.

۲-۲-۳- بانک‌های تجاری

بانک‌های تجاری یکی دیگر از گروه‌هایی هستند که با به‌کارگیری ابزارهای متنوعی، در این بازار مشارکت دارند. همان‌طور که در جدول فوق نشان داده شده است، بانک‌های تجاری در بیشتر ابزارهای بالا مشارکت دارند. برای مثال، بانک‌ها اصلی‌ترین ناشران گواهی سپرده قابل معامله، پذیره‌های بانکی، وجوه فدرال و قراردادهای بازخرید محسوب می‌شوند. اهمیت بانک‌ها در بازار پول تا حدی ناشی از نیاز آن‌ها برای تأمین

ذخایر قانونی است که بر اساس قانون ملزم به تأمین آن هستند. برای مثال، در طول دوران توسعه اقتصادی، تقاضای بیش از حد برای وام می‌تواند کمبود ذخایر بانکی را جبران کند. بخش دیگر ذخایر مورد نیاز بانک‌ها می‌تواند از راه اخذ وام وجوه فدرال از سایر بانک‌ها، قراردادهای بازخرید، فروش گواهی سپرده قابل معامله، یا فروش اوراق تجاری تأمین شود. از طرف دیگر، در طول دوران رکود اقتصادی، بسیاری از بانک‌ها با مازاد ذخایری مواجه هستند که از آن می‌توانند برای خرید اوراق بهادار خزانه، معاملات وجوه فدرال، و واردشدن به قراردادهای بازخرید معکوس استفاده کنند.

۲-۲-۴- صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری بازار پول^۱

صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری بازار پول برای خرید حجم بالایی از اوراق بهادار بازار پول اقدام کرده و با توجه به ارزش این اوراق بهادار، دست به فروش آن می‌زنند. در این فرایند، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری بازار پول، امکان سرمایه‌گذاری در ابزارهای بازار پول را برای خرده سرمایه‌گذارها فراهم می‌کنند. در سال ۲۰۰۷ میلادی، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری بازار پول در حدود ۲,۵ تریلیون دلار در اوراق بهادار مالی کوتاه مدت، از قبیل قراردادهای بازخرید، گواهی سپرده قابل معامله، اوراق بازار آزاد (اغلب اوراق تجاری)، و اوراق بهادار دولتی آمریکا، سرمایه‌گذاری کرده بودند. صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری بازار پول سبب ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری مختلفی برای سپرده‌های با بهره در بانک‌های تجاری می‌شوند.

۲-۲-۵- کارگزاران و معامله گران

خدمات کارگزار معامله‌گر در تسهیل وظایف بازارهای پولی نقش بسزایی دارند. پیش از این به گروه‌های مختلفی از کارگزاران و معامله گران اشاره کردیم. اولین گروه، معامله گران اوراق بهادار دولتی هستند. این گروه از مشارکت‌کنندگان در بازار پول، نقش کلیدی در بازاریابی برای اوراق خزانه جدید (و سایر اوراق بهادار خزانه) ایفا می‌کنند. معامله گران اوراق بهادار دولتی همچنین در زمان انتشار و فروش اوراق بهادار دولتی به بازارسازی برای اوراق خزانه و خرید اوراق بهادار از فدرال رزرو اقدام می‌کنند. معاملات بازار ثانویه مربوط به اوراق خزانه در اتاق معاملات این معامله گران صورت می‌گیرد. همچنین وقتی که فدرال رزرو از بازار قراردادهای بازخرید برای کاهش یا افزایش موقت عرضه اندوخته‌های موجود بانکی استفاده می‌کند، معامله گران به کمک فدرال رزرو می‌شتابند.

^۱ Money market mutual funds

گروه دوم کارگزار معامله‌گر، کارگزاران پول و اوراق بهادار هستند. در ایالات متحده آمریکا پنج کارگزار اصلی در این گروه فعالیت می‌کنند. وقتی معامله‌گران اوراق بهادار دولتی با همدیگر به معامله مشغول هستند، از این گروه کارگزاران به عنوان واسطه استفاده می‌کنند که نقش مهمی در ایجاد ارتباط بین خریداران و فروشندگان در بازار وجوه فدرال ایفا خواهند کرد. این کارگزاران هرگز با استفاده از حساب خود معامله نمی‌کنند و نام معامله‌گرانی را که با آن‌ها همکاری می‌کنند، به صورت محرمانه نگهداری می‌کنند. گروه سوم کارگزاران و معامله‌گران، هزاران کارگزار و معامله‌گری هستند که از راه ایجاد ارتباط بین خریداران و فروشندگان اوراق بهادار بازار پول، به عنوان واسطه عمل می‌کنند. این گروه از کارگزار معامله‌گران اغلب به عنوان واسطه برای خرده سرمایه‌گذارهایی که توان سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار بازار پولی را ندارند، یا کسانی که قصد سرمایه‌گذاری در بازارهای پولی را دارند، عمل می‌کنند.

۲-۲-۶- سایر مؤسسات مالی

از آنجا که پرداخت‌های بدهی مؤسسات مالی به نسبت غیرقابل پیش‌بینی است، شرکت‌های بیمه سوانح مربوط به دارایی‌ها و تا حدودی شرکت‌های بیمه عمر، باید دارایی‌های زیادی را که از قابلیت نقدشوندگی بالایی برخوردار باشند، نگهداری کنند. برای نیل به این هدف، شرکت‌های بیمه سرمایه‌گذاری‌های هنگفتی را بر روی اوراق بهادار بازار پولی از قبیل اوراق خزانه، قراردادهای بازخرید، اوراق تجاری، و گواهی سپرده قابل معامله، که قابلیت نقدشوندگی بالایی دارند، انجام می‌دهند. لازم به ذکر است از آنجا که شرکت‌های مالی امکان انتشار گواهی سپرده را ندارند، عمده وجوه مورد نیاز خود را از راه بازار پول و از راه انتشار اوراق تجاری تأمین می‌کنند.

۲-۲-۷- افراد سرمایه‌گذار

افراد سرمایه‌گذار از راه انجام سرمایه‌گذاری مستقیم در اوراق بهادار بازار پول (مانند گواهی سپرده قابل معامله) یا از راه سرمایه‌گذاری در صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری بازار پول، که شامل پرتفویی از اوراق بهادار بازار پول هستند، در بازارهای پول مشارکت می‌کنند.

فصل سوم

بررسی بازار پول در کشورهای مختلف

۳-۱- بررسی سازوکارهای نظارتی، اجرایی و مکانیزم‌های معاملاتی در بازارهای پول کشورهای مختلف

۳-۲- آمریکا

بازار بدهی آمریکا، به عنوان یکی از فعال‌ترین بازارهای دنیا شناخته می‌شود. اوراق بدهی در آمریکا به طور معمول به صورت کلاسیک با بهره ثابت^۱، با نرخ بهره بالا^۲، قابل تبدیل^۳، با پشتوانه دارایی^۴ و یا ساختاریافته^۵ منتشر می‌شود. نوع اوراقی که ناشر برای عرضه انتخاب می‌نماید به عواملی همچون نیاز ناشر، پیش‌زمینه اعتباری ناشر، نرخ بهره بازار، دسته‌بندی سرمایه‌گذار و الزامات قانونی که ناشر باید رعایت نماید، بستگی دارد. علی‌رغم اینکه دولت‌های غیرآمریکایی و شرکت‌ها، تأمین مالی خود را از طریق بازارهای مالی آمریکا انجام می‌دهند، سه گروه بزرگ عرضه‌کننده اوراق بدهی در آمریکا شامل شرکت‌ها، شهرداری‌ها و دولت فدرال و شرکت‌های وابسته به آنان هستند. هر یک از عرضه‌کنندگان مذکور، تفاوت‌های قابل‌توجهی با یکدیگر دارند. یکی از ویژگی‌های مهم اوراق بدهی، طبیعت ناشرین آن می‌باشد. علیرغم اینکه دولت‌های غیرآمریکایی و شرکت‌ها، تأمین مالی خود را از طریق بازارهای مالی آمریکا انجام می‌دهند، ۳ گروه بزرگ ناشرین اوراق بدهی در آمریکا شامل شرکت‌ها، شهرداری‌ها و دولت فدرال و شرکت‌های وابسته به آنان هستند. هر یک از گروه‌های ناشرین مذکور، تفاوت‌های قابل‌توجهی با یکدیگر دارند.

برای مثال شرکت‌های داخلی، می‌توانند انواع مختلفی از اوراق بدهی را به فروش برسانند. انتشار برخی از این اوراق می‌تواند به صورت عمومی باشد و این در حالی است که سایر اوراق بدهی ممکن است به صورت مستقیم به یک و یا چندین خریدار فروخته شود (اصطلاحاً به آن عرضه خصوصی گفته می‌شود). برخی از اوراق بدهی توسط دارایی‌های شرکت وثیقه شده‌اند و این در حالی است که برخی دیگر از اوراق بدهی ممکن است از وثیقه کافی برخوردار نباشد. اوراق بدهی شهرداری‌ها نیز انواع مختلفی دارد. اوراق قرضه با تعهد عمومی (GOS)^۶ با تمام اعتبار و قدرت ناشر (یعنی قدرت اخذ مالیات) حمایت‌شده و این در حالی است که

^۱ Straight Bond

^۲ High-Yield Bond

^۳ Convertible Bond

^۴ Asset-Backed Bond

^۵ Structured Bond

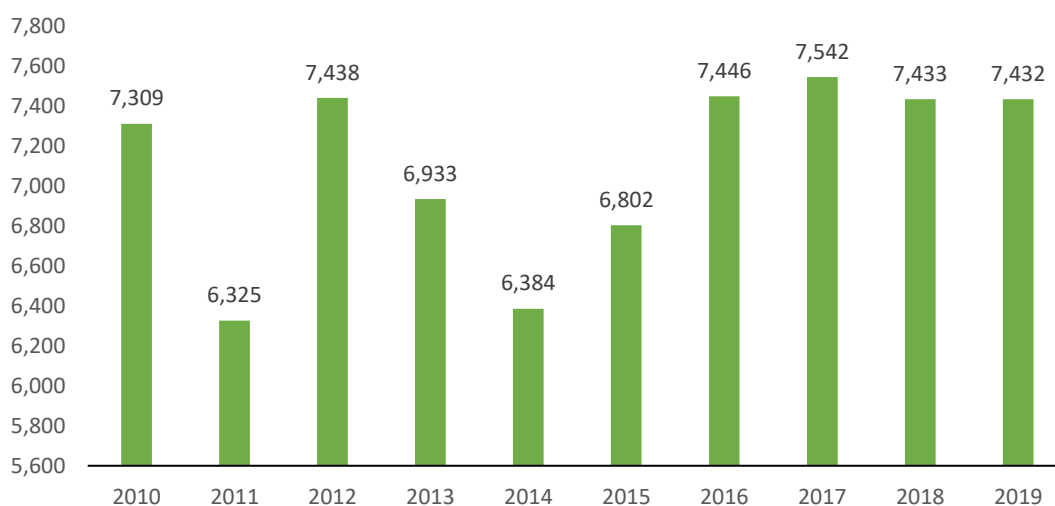
^۶ General obligation" bonds

قرضه درآمدی^۱ که برای تأمین مالی پروژه‌های خاص منتشر می‌شود و درآمدهای آن پروژه و یا نهاد شهرداری که در حال اجرای پروژه است، از این اوراق حمایت می‌کند. خزانه‌داری آمریکا بالاترین اشتها را برای انتشار اوراق بدهی دارد و این در حالی است که نمایندگی‌های دولتی نیازمند انتشار اوراق هستند. سازمان‌های دولت فدرال شامل مؤسسات مرتبط با دولت فدرال و شرکت‌های تحت حمایت دولت (GSE)^۲ هستند.

برای سرمایه‌گذاران مهم است که درک نمایند، طبق قانون و یا رویه و یا هردو، وام‌گیرندگان مختلف روش‌های متفاوتی را برای تأمین مالی در طول سال‌ها گذشته ایجاد نموده‌اند. در نتیجه، تمایز میان انواع ناشرین بستگی به تفاوت‌های موجود در بازدهی، ایمنی اصل پول، سررسید، وضعیت مالیاتی و ... دارد. با این وجود بازار بدهی در آمریکا نقش مهمی را در تأمین مالی ایفا می‌نماید.

در نمودار ذیل میزان انتشار انواع اوراق بدهی آمریکا در طی سال‌های ۲۰۱۰ - ۲۰۱۹ آورده شده است. اطلاعات ذیل از پایگاه داده انجمن صنایع اوراق بهادار و بازارهای مالی آمریکا (SIFMA) استخراج شده است.

شکل ۹- میزان انتشار انواع اوراق بدهی (میلیارد دلار)

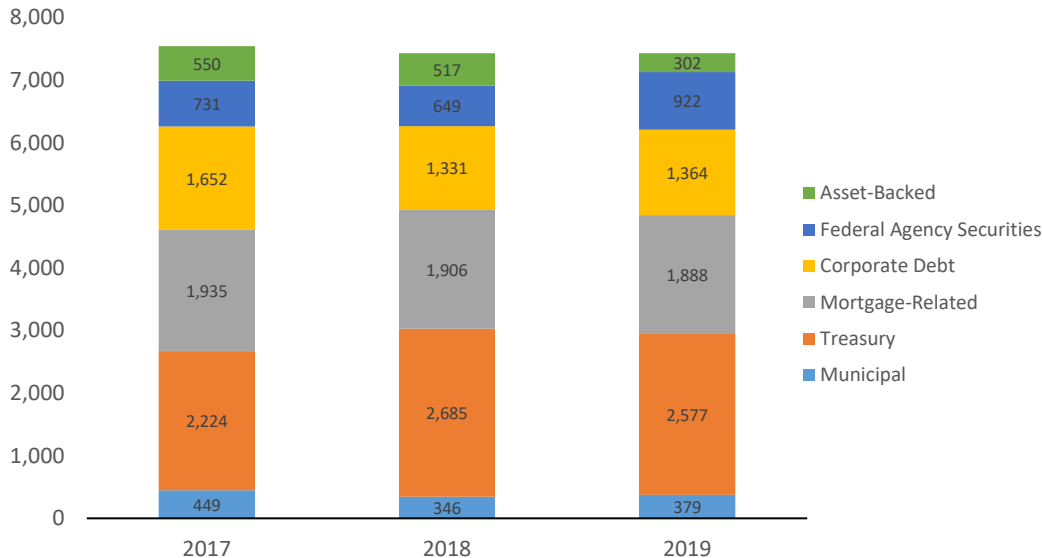


همچنین در نمودار ذیل، ترکیب انواع اوراق بدهی در آمریکا آورده شده است. در بخش‌های پس از ارائه مطالبی پیرامون نحوه پذیرش، انواع اوراق بدهی مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

^۱ revenue bonds

^۲ government-sponsored enterprises (GSEs)

شکل ۱۰- ترکیب انواع اوراق بدهی در آمریکا



۳-۲-۱- بازارهای اوراق بدهی و برخی شرایط پذیرش اوراق در آمریکا

برخی ملاحظات در فرآیندها و الزامات پذیرش اوراق بدهی در آمریکا:

- معمولاً ناشران، اوراق بدهی با رتبه اعتباری^۱ را در عرضه‌های عمومی ثبت‌شده ارائه می‌دهند.
- ناشران خصوصی خارجی^۲ می‌توانند اوراق بدهی را در عرضه‌های ثبت‌شده به بازار (اوراق قرضه یانکی^۳) و یا بر اساس قانون 144A عرضه نمایند.
- عرضه اوراق بهادار با بازدهی بالا^۴ به طور معمول از طریق عرضه خصوصی و یا عرضه بر اساس قانون 144A صورت می‌پذیرد.
- ناشرین بانکی که شامل بانک‌های خارجی با شعبه‌ها و نمایندگی در آمریکا می‌باشند، این امکان را دارند که اوراق بدهی منتشر نمایند که از ثبت بر اساس قانون اوراق بهادار - بخش 3(a)(2) مستثنی شده باشد.

^۱ investment grade debt

^۲ foreign private issuers (FPI)

^۳ Yankee bonds

^۴ high yield debt securities

— اوراق بهادار با رتبه اعتباری به طور معمول در بورس پذیرش نمی‌شوند.^۱
بر اساس آمار تا ۳۱ دسامبر سال ۲۰۱۸، ۸۶۷۴ اوراق بدهی (که شامل اسناد قابل معامله^۲ نیز می‌شود) در بورس NYSE، NYSE Arc و NYSE America پذیرفته‌شده‌اند. بورس نزدیک اخیراً پذیرش اوراق بدهی را شروع نموده و سهم اندکی از بازار اوراق بدهی پذیرفته‌شده را دارا است.

۳-۲-۲- نهادهای قانون‌گذاری مرتبط در آمریکا

مهم‌ترین نهاد قانون‌گذار اوراق بهادار در ایالات متحده آمریکا، کمیسیون بورس اوراق بهادار (SEC) است. مأموریت سه گانه کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا شامل محافظت از سرمایه‌گذاران، حفظ وضعیت بازار در حالت منصفانه و کارآمد و تشویق تشکیل سرمایه است. کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا یک نماینده دولتی مستقل است که موارد ذیل را بر عهده دارد:

- ملزم نمودن شرکت‌های سهامی عام به افشا اطلاعات مالی و سایر اطلاعات به عموم سرمایه‌گذاران.
- نظارت بر بورس‌های اوراق بهادار، معامله‌گران و کارگزاران اوراق بهادار، مشاوران سرمایه‌گذاری و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک.
- دارای صلاحیت و قدرت قانونی در برابر نقض قوانین اوراق بهادار.

همچنین مرجع نظارتی صنعت مالی (FINRA)^۳ به عنوان بزرگ‌ترین ناظر غیردولتی اوراق بهادار در آمریکا می‌باشد که به حمایت از سرمایه‌گذاران پرداخته و از طریق قوانین موثر و کارآمد، به خصوص از طریق فرآیند عرضه، به دنبال یکپارچگی بازار می‌باشد.

^۱ طبق قوانین اوراق بهادار آمریکا، گروهی از اوراق بهادار از ثبت معاف می‌باشند. این اوراق شامل اسناد کوتاه مدت (با سررسید ۲۷۰ روز و کمتر) و همچنین اوراق تجاری می‌باشد.

^۲ exchange traded notes: مطابق تعریف کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا (SEC) این اسناد، اوراق بدهی بدون تضمین، ممتاز و با سررسید مشخص هستند که در بورس‌های اوراق بهادار معامله می‌شوند. بیشتر اسناد قابل معامله منتشر شده در بورس‌های ایالات متحده آمریکا بدون اخذ وثیقه منتشر می‌شوند ولی در بورس‌های اروپایی غالباً برای انتشار این اسناد وثیقه دریافت می‌شود. همچنین بازدهی این اسناد به بازدهی شاخص مینا (ETN's underlying index or Reference index) وابسته است. این اسناد عموماً به دارندگان آنها بهره پرداخت نمی‌کنند. به عبارت دیگر این اسناد مانند اوراق قرضه سنتی دارای نرخ بهره معین نیستند بلکه بازدهی آنها مطابق عملکرد یک شاخص پایه (مینا) تعیین می‌شود. ناشران اسناد قابل معامله در ازای دریافت منابع از سرمایه‌گذاران، پرداخت بازدهی به میزانی برابر، اهرمی یا معکوس شاخصی معین را متعهد می‌شوند. شاخص‌های مورد استفاده در اسناد قابل معامله بسیار گوناگون هستند و می‌توانند یک یا ترکیبی از شاخص‌های اوراق بهادار، ارزها، کالاها و قراردادهای آتی باشند.

^۳ The Financial Industry Regulatory Authority

۳-۲-۳- الزامات اصلی پذیرش اوراق

عرضه اوراق بهادار آمریکایی، از جمله عرضه اوراق بدهی، می‌بایست بر اساس قانون اوراق بهادار^۱ ثبت گردد، مگر اینکه نسبت به ثبت آن نیز معافیت وجود داشته باشد. عرضه‌های ثبت‌شده اوراق بدهی لزوماً به معنای پذیرش در بورس نمی‌باشد، اگرچه ناشر برای مدتی ملزم باشد که گزارشات دوره‌ای خود را به کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا ارسال نماید. معمولاً اوراق بدهی با رتبه اعتباری در بورس پذیرش نشده‌اند.

به منظور معامله در بورس آمریکا، اوراق بهادار باید دو شرط ذیل را داشته باشد:

(۱) بر اساس قانون اوراق بهادار ثبت‌شده باشد و یا اینکه از ثبت معاف باشند.

(۲) پذیرش اوراق در بورس تأییدشده باشد.

بورس نیویورک (NYSE) استانداردهای مجزایی برای پذیرش شرکت‌ها دارد. شرکت‌ها می‌بایست از معیارهای مالی به خصوصی به منظور پذیرش برخوردار باشند. علاوه بر این، ناشر نمی‌تواند برای اوراق بدهی با ارزش بازار کمتر از ۵ میلیون دلار پذیرش گیرد.

۳-۲-۳-۱- الزامات سابقه معاملات و حساب‌ها

برای شرکت‌ها و شرکت‌های وابسته به شرکت اصلی که در بورس پذیرفته‌نشده‌اند، اوراق بدهی می‌بایست یا:

- حداقل رتبه اعتباری B را بر اساس نهاد رتبه‌بندی اس‌ان‌د پی داشته باشد (یا بر اساس دیگر نهاد مربوط به سازمان رتبه‌بندی اوراق بهادار شناخته‌شده ملی (NRSRO)^۲ رتبه اعتباری مشابه داشته باشد).
- توسط یک شرکت پذیرفته‌شده تضمین شود.

چنانچه اوراق بدهی رتبه‌بندی نشده باشد، اوراق اولیه^۳ منتشرشده شرکت باید دارای رتبه اعتباری بوده و همچنین اوراق ثانویه^۴ شرکت بر اساس رتبه‌بندی اس‌ان‌د پی دارای رتبه اعتباری B باشد.

^۱ Securities Act

^۲ nationally recognized securities rating organization (NRSRO)

^۳ Senior issue: به اوراقی انتشار یافته ای گفته می‌شود که در صورت برشکست شدن شرکت و یا تسویه آن، ابتدا باید به صاحبان آن پرداخت شود.

به عنوان اصطلاح Senior Debt به اوراق بدهی گفته می‌شود که در صورت برشکست شدن ناشر اولویت پرداخت را نسبت به سایر بستانکاران دارند.

^۴ junior issue: به بدهی گویند که فاقد وثیقه بوده و یا چنانچه شامل وثیقه‌ای باشد، در مقابل سایر بدهی‌های با وثیقه یکسان از اولویت پایین‌تری برخوردار است

۳-۲-۳-۲ الزامات اصلی در عرضه و فروش اوراق بهادار بدهی

عرضه اوراق بدهی بر اساس بخش ۵ قانون اوراق بهادار آمریکا در سال ۱۹۳۳ و همچنین اصلاحیه‌های بعدی آن، یا باید نزد کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا (SEC) ثبت‌شده باشد و یا اینکه واجد شرایط معافیت از ثبت گردد. مفاد قوانین مربوط به معافیت از ثبت شامل موارد ذیل می‌باشد:

(۱) بخش 4(a)(2) از قانون اوراق بهادار آمریکا (بخش 4(a)(2))

(۲) قانون D ذیل قانون اوراق بهادار آمریکا (قانون D)

(۳) قانون 144A ذیل قانون اوراق بهادار آمریکا (قانون 144A)

(۴) قانون S ذیل قانون اوراق بهادار آمریکا (قانون S)

(۵) بخش 3(a)(2) از قانون اوراق بهادار آمریکا (بخش 3(a)(2))

هر یک استثنای از ثبت، دارای الزامات خاص خود می‌باشد که با توجه به تعداد و نوع سرمایه‌گذاران مجاز، حجم عرضه، ناشرین مجاز، تبلیغات و محدودیت‌های ارتباطی و سایر شرایط معافیت که در ادامه توضیح داده خواهد شد، تعیین می‌شود. علاوه بر این در مورد شرایط عرضه در بخش 3(a)(2)، ثبت عرضه از طریق دفتر کنترل‌کننده ارز (Comptroller of the Currency)^۱ الزامی بوده مگر اینکه معافیت از ثبت بر اساس الزامات موجود در قانون 144A، آیین‌نامه S، آیین‌نامه D وجود داشته باشد. چنانچه اوراق بدهی نزد SEC ثبت‌شده باشد، بیانیه ثبت که شامل امید نامه برای عرضه است باید تکمیل‌شده و توسط SEC بررسی شود. علاوه بر این، چنانچه اوراق بدهی در یک بورس پذیرفته‌شده باشد (همانند بورس نیویورک و یا نزدک)، عرضه اوراق باید الزامات قابل‌اجرا مربوط به بورس را در نظر گرفته باشد.

۳-۲-۳-۳ الزامات و محدودیت عرضه برای عموم و یا سرمایه‌گذاران حرفه‌ای

سرمایه‌گذاران در بخش 4(a)(2) و یا قانون D که مربوط به عرضه اوراق می‌شود، به طور معمول جز سرمایه‌گذاران معتبر^۲ می‌باشند. سرمایه‌گذاران در بخش 144A می‌بایست به عنوان سرمایه‌گذاران نهادی واجد شرایط باشند (QIBs) و یا سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ که به طور معمول حداقل ۱۰۰ میلیون دلار

^۱ یک دفتر مستقل در وزارت خزانه داری آمریکا است که براساس قانون ارز ملی (National Currency Act) تاسیس شد و وظیفه نظارت بر تمام بانک‌های ملی و موسسات و شعب نمایندگی‌های بانک‌های خارجی در آمریکا را برعهده دارد. از وظایف اصلی این نهاد می‌توان به ایجاد ایمنی و سلامت در سیستم بانکی ملی و ایجاد رقابت و مجاز نمودن بانک‌ها برای ارائه محصولات و خدمات جدید به مشتریان است.

^۲ accredited investors

اوراق بهادار تحت مدیریت داشته باشند. سرمایه‌گذاران در آیین‌نامه S، می‌بایست اشخاص غیر آمریکایی باشند. همچنین سرمایه‌گذاران در بخش 3(a)(2) عموماً سرمایه‌گذاران معتبر نهادی هستند.

۳-۲-۴- ساختار انتشار اوراق بدهی

به طور معمول، شرکت‌های بزرگ سهامی عام عملیات خود را از طریق عرضه اوراق بدهی تأمین مالی می‌نمایند که شامل اوراق بهادار اولیه و ثانویه^۱ نیز می‌شود. این اوراق می‌توانند به صورت مستقل و یا بر اساس یک برنامه عرضه مدام نیز عرضه گردد. عموماً، تنها ناشرین بزرگ انتشار مداوم اوراق بهادار را به صرفه می‌بینند. علاوه بر این:

- اوراق بدهی به طور معمول به سرمایه‌گذاران نهادی عرضه و فروخته می‌شود. با این وجود، برخی از ناشرین اوراق بهادار خود را به سرمایه‌گذاران خرد و از طریق اوراق قرضه کم ارزش^۲ و یا اوراق قرضه‌ای که ارزش اسمی معادل ۲۵ دلار یا ۱۰۰۰ دلار دارند عرضه می‌نمایند.
- ناشرین بزرگ، به خصوص مؤسسات مالی، اوراق بدهی ساختار یافته^۳ را نیز عرضه می‌نمایند.
- همچنین مؤسسات مالی اوراق قرضه پوششی نیز عرضه می‌نمایند. در زمان نکول اوراق، اوراق قرضه پوششی با منبعی از وثایق نیز تضمین شده است که این منابع از سایر دارایی‌های ناشر می‌باشد.
- ناشرین کوچک‌تر و یا آن‌هایی که اوراق بدهی آنان از رتبه اعتباری پایین برخوردار هستند ممکن است که اوراق بدهی را یا جزئیات پیچیده‌تر شامل قابل تبدیل شدن و غیره منتشر نمایند. این اوراق ممکن است که بر اساس معاملات ثبت شده عرضه شود و یا ممکن است معافیت از ثبت داشته باشند و میان خریداران نهادی واجد شرایط مورد معامله قرار گیرند.

۳-۲-۵- ثبت عرضه انواع اوراق بدهی

۱-۳-۲-۵- عرضه‌های ثبت شده

دو راه اصلی انتشار اوراق بدهی به شرح ذیل می‌باشد:

- عرضه ثبت شده
- عرضه ثبت نشده (بر اساس بخش 4(a)(2)، قانون 144A و بخش 3(a)(2))

^۱ senior or subordinated debt securities

^۲ baby bonds

^۳ structured debt securities

در ادامه به بررسی ثبت عرضه‌های اوراق و آن‌هایی که از ثبت معاف هستند پرداخته می‌شود. روش‌های ثبت نزد SEC شامل موارد ذیل است:

- **ثبت بر اساس فرم S-1:** ناشری که پرونده‌ای را تشکیل نداده است، و یا اخیراً شروع به تشکیل پرونده نزد SEC کرده است، به منظور ثبت انتشار اوراق بدهی خود باید از فرم های S-1 بر اساس قانون بورس استفاده نماید (فرم F-1 برای ناشرین خصوصی خارجی (FPIs) می‌باشد). محتوای امیدنامه مشابه بیانیه ثبت بر روی فرم S-1 برای عرضه سهام می‌باشد، علاوه بر این، شرایط اوراق بدهی و چارچوب قرارداد و همچنین امین نیز بیان می‌شود.
 - **انتشار در دامنه زمانی مجاز:** ناشر چنانچه موارد ذیل را داشته باشد امکان استفاده از فرم S-3 (برای عرضه‌کنندگان خارجی فرم F-3) را دارا هستند:
 - (۱) گزارشات دوره‌ای را بر اساس قانون بورس حداقل برای ۱۲ ماه ارائه کرده باشد.
 - (۲) حداقل ۷۵ میلیون دلار سهام شناور در سراسر جهان نزد سرمایه‌گذاران غیر وابسته داشته باشد.
 - (۳) در گزارش دوره‌ای خود به موقع عمل کرده باشد.
- فرم S-3 به عنوان یک بیانیه ثبت می‌باشد. عرضه خاص اوراق و دسته‌ای اوراق بدهی توسط یک امید نامه تکمیلی^۱ علاوه بر امیدنامه پایه انجام می‌شود. مکمل امید نامه شامل اطلاعات به خصوص در مورد شرایط عرضه و اوراق بدهی است.

۳-۲-۵- عرضه‌های ثبت نشده

اوراق بدهی با اتکا به معافیت‌های ذیل می‌توانند از ثبت نزد SEC معاف باشند:

- **بخش 4(a)(2) مربوط به عرضه اوراق:** ناشر می‌تواند اوراق بهادار را به صورت مستقیم به سرمایه‌گذاران از طریق عرضه خصوصی بر اساس بخش 4(a)(2) عرضه نماید. بخش 4(a)(2) معافیت از ثبت را برای «معاملات توسط ناشر که شامل هیچ عرضه عمومی نمی‌باشد» در نظر گرفته است. بسیاری از عرضه‌های خصوصی مؤسسات بر اساس بخش 4(a)(2) صورت می‌پذیرد. اوراق بهاداری که ذیل بخش 4(a)(2) فروخته می‌شود، اوراق بهادار محدود بوده که نمی‌تواند به طور آزادانه مجدداً فروخته شود.

^۱ Prospectus Supplement

- **آیین‌نامه D مربوط به بخش عرضه اوراق:** آیین‌نامه D سه جایگاه ایمن را با توجه به عرضه‌های غیرعمومی فراهم می‌نماید که شامل قانون 504، قانون 506(b) و 506(c) از آیین‌نامه D می‌باشد. قانون 504، به ناشرین اجازه می‌دهد که تا مبلغ ۵ میلیون دلار از اوراق بهادار در دوره زمانی ۱۲ ماهه عرضه و بفروش برسانند. محبوب‌ترین جایگاه ایمن، قانون 506(b) از آیین‌نامه D است که فروش اوراق بهادار را به تعداد نامحدودی از سرمایه‌گذاران معتبر و حداکثر ۳۵ سرمایه‌گذار غیر معتبر اجازه می‌دهد مشروط بر اینکه هیچ‌گونه درخواست عمومی و یا تبلیغی برای فروش اوراق بهادار وجود نداشته باشد. قانون 506(c) از آیین‌نامه D، استفاده از درخواست عمومی یا تبلیغ برای فروش اوراق بهادار به شرطی که عرضه و فروش به تنهایی به سرمایه‌گذاران معتبر باشد و ناشر گام‌های معقولی را برای تأیید اینکه خریداران، سرمایه‌گذاران معتبر هستند مجاز دانسته است. در نهایت می‌توان گفت که بخش عرضه آیین‌نامه D، برای شرکت‌های خصوصی یا کارآفرینان که الزامات آن را برآورده می‌کنند مناسب بوده چرا که تأمین مالی می‌تواند سریع تر و با هزینه کمتر نسبت به عرضه عمومی صورت پذیرد. به طور معمول این آیین‌نامه توسط شرکت‌های کوچک مورد استفاده قرار گرفته و منجر به این امر خواهد شد که تأمین مالی خود را از طریق عرضه اوراق بدون نیاز به ثبت اوراق نزد SEC انجام دهند.
- **قانون 144A مربوط به عرضه اوراق:** برخلاف بخش 4(a)(2) و آیین‌نامه D که معافیت‌های عرضه خصوصی را برای ناشرین فراهم می‌آورد، قانون 144A و آیین‌نامه S به عنوان یک جایگاه امن برای فروش مجدد هست که در اختیار اشخاصی غیر از ناشرین می‌باشد. این افراد شامل معامله‌گران – کارگزاران^۱ و یا خریداران اولیه^۲ می‌باشد. از این رو، ناشر می‌تواند ذیل بخش 4(a)(2) اوراق بهادار را در عرضه خصوصی با واسطه بفروش برساند، و برای فروش مجدد بعدی تحت قانون 144A اقدام نماید. در قانون 144A، اوراق بهادار را می‌توانند برای سرمایه‌گذاران نهادی واجد شرایط^۳ عرضه و فروخت. اوراق بهاداری که ذیل قانون 144A فروخته شده‌اند به عنوان اوراق بهادار محدود بوده که نمی‌توان به صورت آزاد بفروش مجدد برسد. فروش مجدد اوراق محدود به سایر

^۱ broker-dealers^۲ initial purchasers

^۳ qualified institutional investors (QIBs): سرمایه‌گذاران نهادی واجد شرایط شرکت‌هایی هستند که قانون ۵۰۱ آیین‌نامه D کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا آنان را به عنوان یک سرمایه‌گذار معتبر، بانک‌ها، صندوقهای تراست، صندوق‌های بازنشستگی و هر نهادی که شامل سرمایه‌گذاران پیچیده (sophisticated investors) می‌شود، دسته‌بندی می‌نماید.

سرمایه‌گذاران نهادی واجد شرایط بوده و معاملات به کلی در بازار خارج از بورس صورت می‌پذیرد. قانون 144A همچنین الزام نموده است که اوراق بهادار عرضه‌شده از طبقه اوراق بهاداری که در بورس های ملی پذیرش شده‌اند (مثل اوراق قابل تبدیل)، نباشد. علاوه بر این، درخواست و تبلیغات عمومی و سایر شکل‌های تبلیغاتی در ایالات متحده، ذیل قانون 144A به شرطی که اوراق بهادار تنها به سرمایه‌گذاران نهادی واجد شرایط عرضه و فروخته شود، مجاز می‌باشد. به طور کلی قانون 144A محدودیت‌های کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا (SEC) را در معاملات اوراق بهادار که به صورت خصوصی عرضه می‌شوند را تعدیل نموده و بنابراین این سرمایه‌گذاری‌ها می‌توانند بین خریداران نهادی واجد شرایط معامله شوند.

- **آیین‌نامه S مربوط به عرضه اوراق:** آیین‌نامه S که در سال ۱۹۹۰ توسط کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا (SEC) تصویب شد، بیان می‌کند که عرضه اوراق بهادار که در خارج از ایالات متحده اتفاق می‌افتد از الزامات ثبت نزد SEC معاف می‌باشد. آیین‌نامه S به طور کلی برای تسهیل دو سناریوی تأمین سرمایه در نظر گرفته شده است: (۱) یک شرکت آمریکایی که اوراق بهادار خود را تنها به خارجی‌ها عرضه می‌نماید، (۲) یک سرمایه‌گذار آمریکایی که وارد یک بازار خارجی شده تا اوراق بهادار خارجی را خریداری نماید. در اصل، آیین‌نامه S اجازه می‌دهد این نوع معاملات بین سایرین بدون ثبت نزد SEC رخ دهد. تأمین مالی بدون ثبت نزد SEC به معنای به دست آوردن سریع تر وجوه مالی به صورت ارزان تر نسبت به حالی است که نیازمند ثبت نزد SEC دارد.
- **بخش (a)(2) مربوط به عرضه اوراق:** بر اساس بخش (a)(2) بانک‌های آمریکایی چنانچه به عنوان ناشر اوراق بهاداری را عرضه نمایند نیازی به ثبت اوراق ندارند. بانک‌های خارجی نیز می‌توانند از بخش (a)(2) استفاده نمایند در صورتی که بانک خارجی مذکور دارای شعبه در آمریکا و یا نمایندگی (معمولاً در نیویورک قرار خواهند گرفت) که اوراق بهادار را مستقیماً عرضه نموده یا اوراق بهادار منتشره توسط شرکت مادر در خارج را تضمین نماید. اوراق بهاداری که ذیل بخش (a)(2) عرضه می‌گردد عموماً به سرمایه‌گذاران نهادی معتبر با حداقل مبلغ اسمی بالا (۲۵۰,۰۰۰ دلار یا بالاتر) فروخته می‌شود.

۳-۲-۶- سازوکارهای معاملاتی و اجرایی انواع ابزارهای بازار پول در آمریکا

۳-۲-۶-۱- فرایند معامله اوراق خزانه در بازار اولیه و بازار ثانویه.

خزانه ایالات متحده آمریکا دارای یک فرایند رسمی است که از راه آن اقدام به انتشار اوراق خزانه تازه منتشرشده از راه بازارهای حراج (مزایده) اوراق خزانه می کند. هر هفته (و به طور معمول در روز پنجشنبه)، اوراق خزانه های ۱۳ هفته ای و ۲۶ هفته ای برای فروش عرضه می شود. معامله گران اوراق بهادار دولتی، شرکت های مالی و غیرمالی، و افراد باید درخواست خرید خود را از راه اینترنت، تلفن، و یا به شکل نامه مکتوب) تا ساعت ۱ بعدازظهر اولین دوشنبه بعد از اعلام حراج به بانک فدرال رزرو ارائه کنند. درخواست ها و قیمت ها در روز بعد (سه شنبه) بررسی شده و اوراق خزانه در اولین پنجشنبه بعد از اعلام حراج به خریداران تحویل داده می شود.

این امکان برای سرمایه گذاران فراهم شده است که اوراق بدهی خزانه داری آمریکا را در بازار ثانویه معامله کرده و یا از طریق فدرال رزرو به صورت مستقیم خریداری نمایند. چنانچه سرمایه گذاران تمایل به سرمایه گذاری از طریق فدرال رزرو دارند، تنها می توانند اوراق قرضه جدیدالانتشار را خریداری نمایند. با خرید اوراق مذکور از فدرال رزرو، نیازی به پرداخت کارمزد برای کارگزار نیست. خزانه داری آمریکا بر اساس جدول زمانی مشخص، اوراق بدهی خود را برای عرضه به عموم سرمایه گذاران به حراج می گذارد. خرید اوراق بدهی خزانه داری آمریکا می تواند بر اساس پیشنهاد خرید رقابتی^۱ و یا غیررقابتی^۲ صورت پذیرد^۳.

اوراق قرضه هایی که قبلاً منتشرشده است، از طریق کارگزار در بازار ثانویه به فروش می روند. بازار ثانویه شامل بازار خارج از بورس (OTC)، بورس نزدک (NASDAQ)^۴ و بورس نیویورک (NYSE)^۵ است. اکثر مواقع معاملات اوراق قرضه در بازار خارج از بورس (OTC) رقم می خورد. بازار خارج از بورس، شامل صدها

^۱ Competitive Bids

^۲ Non-competitive Bids

^۳ همچنین سرمایه گذاران به منظور سرمایه گذاری در اوراق قرضه شرکتی، می توانند اوراق مذکور را که برای اولین بار منتشر می شوند را از طریق دلال های اوراق قرضه خریداری نمایند. به طور کلی اوراق قرضه شرکتی توسط شرکت های خدمات عمومی، شرکت های خصوصی همانند شرکت های حمل و نقل، شرکت های خدمات مالی و شرکت های صنعتی منتشر می شود. از خصوصیات اوراق قرضه شرکتی می توان به حجم معاملات بالای آن اشاره نمود.

^۴ نزدک (NASDAQ): بورس نزدک در سال ۱۹۷۱ تأسیس شد تا معامله گران بتوانند اوراق بهادار را با استفاده از یک سیستم کامپیوتری سریع و شفاف مورد معامله قرار دهند. در سال ۲۰۰۶، بورس نزدک از انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار جدا گردید. در حال حاضر بورس نزدک در آمریکا بوده و شامل بازارهای مختلف از جمله بازار سهام، آپشن، اوراق با درآمد ثابت، مشتقات و کامودیتی است.

^۵ بورس نیویورک (NYSE): بورس نیویورک در سال ۱۷۹۲ راه اندازی گردید. مرکز اصلی این بورس در نیویورک بوده و به عنوان بزرگترین بورس سهام در دنیا شناخته می شود.

موسسه مالی و کارگزار هست که از طریق تلفن و یا شبکه اینترنت به خرید و فروش اوراق می‌پردازند. اوراق قرضه فروخته‌شده در بازار خارج از بورس، معمولاً به مبلغی بیش از ۵۰۰۰ دلار فروخته می‌شود. از طرفی نشریات مالی همانند وال‌استریت ژورنال، قیمت اوراق قرضه‌های مختلف را به صورت روزانه منتشر می‌کنند. با این وجود، تعداد اندکی از اوراق مذکور معامله روزانه خواهند داشت.^۱ در بازار خارج از بورس کارگزاران و نمایندگی آنان به خرید و فروش اوراق قرضه از طرف مشتریان می‌پردازند. در این بازار، دلال‌های اوراق قرضه همواره موجودی مناسبی از اوراق قرضه را برای خرید و فروش نزد نگهداری می‌کنند. دسترسی به حراج انواع اوراق خزانه‌داری آمریکا برای عموم سرمایه‌گذاران فراهم است. سرمایه‌گذاران می‌توانند از طریق تارنمای Treasury Direct و یا سیستم TAAPS اقدام به خرید انواع اوراق خزانه‌داری آمریکا در بازار اولیه نمایند. در ادامه به بررسی هر یک از روش‌های دسترسی به بازار اولیه اوراق خزانه‌داری آمریکا پرداخته خواهد شد.

۳-۲-۶-۲- سیستم خودکار حراج اوراق خزانه (TAAPS)

سیستم پردازش خودکار حراج اوراق خزانه‌داری (TAAPS) سیستمی کامپیوتری است که توسط فدرال رزرو ایجاد شده است. این سیستم به منظور تسهیل پردازش پیشنهادات خرید دریافتی در فرآیند حراج اوراق خزانه‌داری می‌باشد. اوراق خزانه از طریق فرآیند حراج در بازار اولیه معامله می‌گردد. این سیستم سفارشات را از کارگزاری‌ها به منظور خرید اوراق قابل معامله دریافت می‌نماید. سیستم TAAPS بدین منظور طراحی گردید که به عنوان قلب عملیاتی حراج اوراق خزانه‌داری آمریکا نقش ایفا نماید. این سیستم وظایف زیر را بر عهده دارد:

- دریافت پیشنهادات خرید از سرمایه‌گذاران
- جداسازی سفارشات خرید رقابتی و غیررقابتی
- مرتب‌سازی سفارشات خرید رقابتی بر اساس بازده تا سررسید^۳ و نرخ تنزیل^۴
- آماده‌سازی خلاصه‌ای از نتایج مربوط به حراج

^۱ علاوه بر این موضوع که اکثر معاملات اوراق قرضه در بازار خارج از بورس رقم می‌خورد، برخی از اوراق قرضه‌های شرکتی در بورس نیویورک پذیرش شده و معاملات آنان از طریق بورس امکان پذیر می‌باشد.

^۲ Treasury Automated Auction Processing System

^۳ Yield

^۴ Discount Rate

همان‌طور که پیش‌تر بیان شد، دولت آمریکا از طریق خزانه‌داری و فدرال رزرو به منظور تأمین مالی عمومی، اوراق بدهی منتشر می‌نماید. سرمایه‌گذاران نهادی^۱ شامل بانک‌ها، دلال‌ها/کارگزاران، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، حساب‌های خارجی، شرکت‌های بیمه و سایر نهادها برای خرید اوراق خزانه از طریق سیستم TAAPS و یا تارنمای Treasury Direct اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نمایند. سرمایه‌گذاران حقیقی^۲ بر خلاف سرمایه‌گذاران نهادی، به صورت مستقیم به سامانه TAAPS دسترسی نداشته و باید از طریق تارنمای Treasury Direct اقدام به ارسال سفارشات خود نمایند. همچنین آنان می‌توانند از طریق نهادهایی که به سیستم TAAPS دسترسی دارند پیشنهادات خرید خود را ارسال نمایند. بدین معنا که سرمایه‌گذاران حقیقی از طریق دلال/کارگزار و یا مؤسسات سپرده‌گذاری (مانند بانک‌ها) که به TAAPS دسترسی دارند، می‌توانند برای خرید اوراق خزانه‌داری آمریکا اقدام نمایند.

وزارت خزانه‌داری آمریکا علاوه بر فروش اوراق از طریق Treasury Direct، از طریق سیستم TAAPS اوراق بدهی خود را به حراج می‌گذارد. بخش کوچکی از اوراق بهادار توسط سرمایه‌گذاران خرد به صورت مستقیم از طریق خزانه‌داری آمریکا و با سامانه Treasury Direct خریداری می‌شود. سرمایه‌گذارانی که اوراق خزانه‌داری آمریکا را به صورت مستقیم از خزانه‌داری خریداری می‌کنند، از پرداخت کارمزد و هزینه‌های کارگزار که مربوط به حراج و یا خرید از بازار ثانویه می‌شود، معاف خواهند شد. خزانه‌داری آمریکا معمولاً اوراق خود را از طریق حراج تک قیمتی^۳ به فروش می‌رساند. در این حالت خریداران رقابتی و غیررقابتی اوراق خزانه را در یک نرخ واحد (در این مثال ۳ درصد) معامله خواهند نمود.^۴ فرآیند مربوط به حراج اسناد خزانه و اوراق قرضه خزانه، مشابه اوراق خزانه می‌باشد. بدین صورت که بازده تا سررسید از کمترین نرخ تا بیش‌ترین نرخ در سیستم TAAPS مرتب شده و مراحل بعدی مربوط به حراج انجام خواهد شد.

^۱ Institutional Investors

^۲ Individual Investors

^۳ Single Price Auction

^۴ این نوع از حراج را اصطلاحاً حراج هلندی (Dutch – Auction) گویند.

۳-۲-۶-۳- تارنمای Treasury Direct

اوراق خزانه‌داری آمریکا از طریق حراج و به وسیله تارنمای اختصاصی این نهاد یعنی Treasury Direct^۱ به فروش می‌رود. تقاضا برای اوراق بدهی منجر به مشخص شدن نرخ بهره و بازده تا سررسید در هنگام حراج خواهد شد. همچنین ارزش این اوراق با نوسانات نرخ بهره و تقاضای بازار تغییر خواهد کرد. تمامی حراج‌های مربوط به انواع اوراق خزانه‌داری آمریکا، برای عموم سرمایه‌گذاران^۲ و از طریق لیستی که شامل حجم اوراق و تاریخ سررسید آن می‌باشد به سرمایه‌گذاران اطلاع داده می‌شود. سرمایه‌گذاران خرد می‌توانند به صورت مستقیم از طریق فرآیند حراج، اوراق را خریداری کرده و یا اینکه از طریق کارگزار و یا بانک‌ها اقدام به خرید این اوراق نمایند.

قبل از اینکه سرمایه‌گذار بخواهد پیشنهاد خرید خود را برای انواع اوراق خزانه‌داری آمریکا ارسال نماید، باید تصمیم بگیرد^۳ که برای اوراق خزانه، اسناد خزانه، اوراق قرضه خزانه، اوراق قرضه دولتی مصون از تورم و اوراق قرضه دارای نرخ بهره شناور، از کدام روش پیشنهاد خرید رقابتی یا غیررقابتی استفاده می‌نماید. لازم به ذکر است، اطلاعات مربوط به حراج اولیه اوراق چند روز قبل از حراج اعلام خواهد شد. اطلاعات مذکور شامل حجم عرضه اوراق، تاریخ سررسید نیز خواهد بود. سرمایه‌گذاران اوراق خزانه‌داری آمریکا برای خرید دو انتخاب پیشرو خواهند داشت:

۱) پیشنهاد خرید رقابتی^۴: در این نوع پیشنهاد خرید، سرمایه‌گذار خود نرخ بهره^۵، بازده تا سررسید^۶ و نرخ تنزیل^۶ را مشخص می‌نماید. همچنین اوراق قابل عرضه به یک مشتری، نمی‌تواند بیش از ۳۵ درصد کل اوراق قابل عرضه باشد. سرمایه‌گذاران نهادی و سایر سرمایه‌گذاران که با اوراق بدهی آشنایی کافی دارند، به

^۱ تارنمای TreasuryDirect بازار الکترونیکی است که در آن سرمایه‌گذاران به صورت آنلاین مجاز به معامله اوراق وزارت خزانه‌داری آمریکا هستند. در این سامانه سرمایه‌گذاران می‌توانند در حراج انواع اوراق بدهی منتشره توسط وزارت خزانه داری آمریکا شرکت کرده و این اوراق را خریداری نمایند. حساب مشتریان شامل محدودیت هایی می شود. به عنوان مثال برای اوراق خزانه، اسناد خزانه، اوراق قرضه خزانه و اوراق قرضه خزانه مصون از تورم، سرمایه‌گذاران می‌توانند پیشنهاد خریدی از \$ ۱۰۰ تا ۵ میلیون دلار را برای هر یک از اوراق ارسال نمایند.

^۲ سرمایه‌گذاران نهادی، می‌توانند با استفاده از سیستم TAAPS به صورت مستقیم در حراج اوراق خزانه‌داری آمریکا شرکت نمایند. این سیستم کامپیوتری که توسط فدرال رزرو تهیه شده است، فرآیند خرید اوراق خزانه را تسهیل نموده است.

^۳ Noncompetitive bids

^۴ discount margin

^۵ yield

^۶ discount rate

طور کلی از سفارشات خرید رقابتی استفاده می‌کنند. اوراق تعلق‌گرفته به یک مشتری در هر حراج، نمی‌تواند بیش از ۳۵ درصد کل اوراق قابل‌عرضه باشد. در پیشنهادات خرید رقابتی اشخاص نرخ تنزیل، بازده تا سررسید و نرخ بازده مورد نظر خود را مشخص می‌کنند.

سرمایه‌گذارانی که از پیشنهاد خرید رقابتی استفاده کرده‌اند، ممکن است با توجه به نرخ تنزیل، بازده تا سررسید و یا نرخ بهره‌ای که در حراج مشخص می‌شود و پیشنهادی که آنان در خرید رقابتی داده‌اند، بخشی از اوراق بهادار و یا تمام اوراق بهادار مورد نظر خود را دریافت نمایند. همچنین این احتمال وجود دارد که با توجه به پیشنهادی که سرمایه‌گذاران ارائه کرده‌اند، اوراقی به آنان تعلق نگیرد. با این وجود، چنانچه سفارش خرید رقابتی سرمایه‌گذاران برابر با بالاترین نرخ بازده تا سررسید، نرخ بهره و یا نرخ تنزیل باشد، اوراق به آنان تعلق خواهد گرفت. پیشنهادات مربوط به خرید رقابتی باید قبل از زمان بسته شدن دریافت پیشنهادات خرید رقابتی باشد. زمان پایان پیشنهادات خرید رقابتی برای اوراق خزانه در ساعت ۱۱:۳۰ است. همچنین به طور معمول زمان بسته شدن پیشنهادات خرید رقابتی برای اسناد خزانه، اوراق قرضه خزانه، اوراق قرضه دولتی مصون از تورم و اوراق قرضه دارای نرخ بهره شناور در ساعت ۱۳:۰۰ می‌باشد.

۲) پیشنهاد خرید غیررقابتی^۱: در این نوع پیشنهاد خرید، بالاترین نرخ بهره، بازده تا سررسید و یا نرخ تنزیل که در هنگام حراج رقابتی مشخص می‌شود توسط سرمایه‌گذارانی که از پیشنهاد خرید غیررقابتی استفاده کرده‌اند، پذیرفته می‌شود. خریداران در هر حراج مبتنی بر خرید غیررقابتی محدود به حداکثر ۵ میلیون دلار خرید می‌باشند. بسیاری از سرمایه‌گذاران انفرادی که آشنایی چندانی با چگونگی معاملات اوراق بهادار را ندارند، از پیشنهاد خرید غیررقابتی استفاده می‌کنند. این انتخاب آنان منجر به این می‌شود که حجم اوراق بهادار دلخواه آنان خریداری شود. خریداران غیررقابتی می‌پذیرند که بالاترین نرخ تنزیل، بازده تا سررسید و یا نرخ بهره را که در حراج رقابتی مشخص می‌شود، قبول نمایند. خزانه‌داری آمریکا ضمانت کرده است که خریداران غیررقابتی بتوانند حجم اوراق بهادار مورد نظر خود را (تا حداکثر حجم قابل خرید) دریافت نمایند.

خریداران غیر رقابتی برای هر حراج، محدود به خرید ۵ میلیون دلار می‌باشند. پیشنهادات خرید غیررقابتی قبل از بسته شدن زمان پیشنهادات باید دریافت شود. زمان بسته شدن دریافت پیشنهادات خرید غیررقابتی برای اوراق خزانه معمولاً در ساعت ۱۱:۰۰ صبح می‌باشد. همچنین زمان بسته شدن پیشنهادات غیررقابتی

^۱ Competitive Bidding

برای اسناد خزانه، اوراق قرضه خزانه، اوراق قرضه دولتی مصون از تورم و اوراق قرضه دارای نرخ بهره شناور به طور معمول در ساعت ۱۲:۰۰ روز حراج می‌باشد. در پایان حراج، خزانه‌داری آمریکا تمام پیشنهادات خرید غیررقابتی را که بر اساس قوانین ارسال شده، پذیرفته و سپس پیشنهادات خرید رقابتی را به ترتیب نرخ بهره، بازده تا سررسید و نرخ تنزیل (از کمترین به بیش‌ترین که در بخش قبل توضیح داده شد) و بر اساس حجم قابل‌عرضه قبول خواهد نمود. تمام پیشنهادات خرید (رقابتی یا غیررقابتی) نهایتاً نرخ بهره، بازده تا سررسید و یا نرخ تنزیل یکسانی خواهند داشت.^۱

سرمایه‌گذاران به منظور ارسال پیشنهادات خرید غیررقابتی می‌توانند از تارنمای Treasury Direct استفاده نمایند. این در حالی است که سیستم مذکور سفارشات رقابتی را نمی‌پذیرد. به منظور ارسال سفارشات رقابتی، سرمایه‌گذاران می‌توانند از طریق بانک‌ها و یا کارگزاران اقدام نمایند.^۲ مزایده‌های رقابتی به طور معمول به وسیله سرمایه‌گذارهای عمده و معامله‌گران اوراق بهادار دولتی مورد استفاده قرار گرفته و عمده معاملات بازار حراج را شکل می‌دهند. در خریدهای غیررقابتی، خریدار حجم اوراق خزانه‌ای که تمایل به خرید و پرداخت کمترین قیمت ارائه‌شده در مزایده رقابتی را دارد، مشخص می‌کند. خریداران غیررقابتی در مزایده‌ها به صورت ترجیحی (تبعیضی) اوراق بهادار را دریافت می‌کنند. یعنی، اوراق بهادار آن‌ها بعد از اینکه تمامی اوراق بهادار مربوط به خریداران رقابتی پرداخت شد، تحویل داده می‌شود. حجم خریدهای غیررقابتی به ۱ میلیون دلار یا کمتر محدود می‌شود و خرده سرمایه‌گذارها می‌توانند بدون تحمل ریسک زیاد در این بازار به خرید اوراق خزانه اقدام کنند. آن دسته از سرمایه‌گذارهایی هم که با تغییرات نرخ بهره بازار پول ناآشنا هستند می‌توانند برای اجتناب از ارائه قیمت نامناسب، از خرید غیررقابتی استفاده کنند.

بازار ثانویه اوراق خزانه، بزرگ‌ترین بازار پول در ایالات متحده آمریکا محسوب می‌شود. هسته اصلی این بازار را آن دسته از معامله‌گران اوراق بهادار تشکیل می‌دهند که به وسیله بانک فدرال رزرو نیویورک به عنوان اولین معامله‌گران اوراق بهادار دولتی تعیین شده‌اند. این افراد، عمده اوراق خزانه‌ای را که به صورت

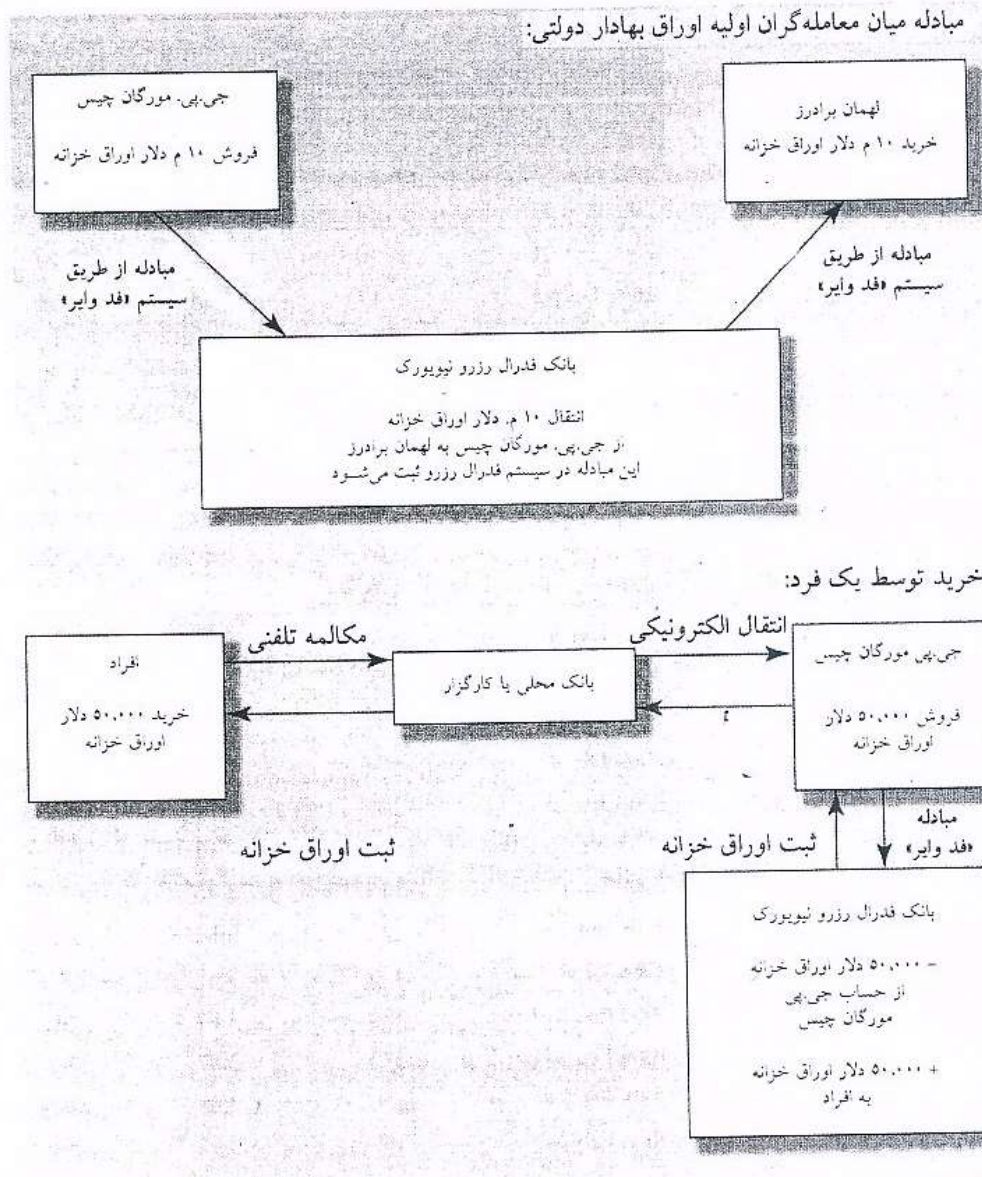
^۱ اوراق خزانه، اسناد خزانه، اوراق قرضه خزانه، اوراق قرضه دولتی مصون از تورم و اوراق قرضه دارای نرخ بهره شناور براساس حراج تک قیمتی (single auction) به فروش می‌روند. در حراج تک قیمتی، تمام خریداران رقابتی و خریداران غیر رقابتی که موفق به خرید اوراق شده اند، اوراق بهادار خود را براساس بالاترین نرخ بهره، بازده تا سررسید و نرخ تنزیل یکسان دریافت می‌نمایند.

^۲ زمانی که سرمایه‌گذاران اوراق بهادار را از طریق کارگزار، دلال‌ها و یا موسسات مالی مثل بانک‌ها خریداری می‌نمایند، اوراق خریداری شده در سیستمی با عنوان Commercial Book-Entry System (CBES) نگهداری شده و در این حالت، واسطه‌ای میان خزانه داری آمریکا و سرمایه‌گذاران می‌باشد (به این حالت اصطلاحاً نگهداری اوراق به صورت غیر مستقیم گفته می‌شود).

مزایده (حراج) و در یک فضای رقابتی خریداری کرده و بازار ثانویه فعلی را شکل می‌دهند. به علاوه، خرده معامله گیرانی وجود دارند که به طور مستقیم در بازار ثانویه به خرید و فروش مشغول هستند. معامله گران اولیه از راه خرید و فروش اوراق بهادار به حساب خودشان و از راه انجام معاملات برای مشتریان خود (اعم از مؤسسات سپرده پذیر، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، و غیره) به بازسازی برای اوراق خزانه اقدام می‌کنند. بازار اوراق خزانه به صورت عدم تمرکز فعالیت می‌کند و بسیاری از معاملات به صورت تلفنی انجام می‌شود. کارگزاران تغییرات لحظه به لحظه بازار و قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش را از راه مدار تلویزیونی که در اتاق معاملاتی معامله گران اولیه نصب شده است، پیگیری می‌کنند. بازار اوراق خزانه به طور معمول از ۹ صبح تا ۳:۳۰ دقیقه بعدازظهر باز است. در بازار ثانویه، مبادلات اوراق خزانه میان معامله گران اولیه اوراق بهادار دولتی از راه سیستم انتقال الکترونیکی بانک مرکزی (فد وایر) صورت می‌گیرد و در سیستم فدرال رزرو ثبت می‌شود.^۱ نحوه انجام این مبادلات در شکل زیر نشان داده شده است.

شکل ۱۱ - نحوه انجام معاملات اسناد خزانه

^۱ هیچ کدام از این ثبت‌ها به صورت فیزیکی نبوده، بلکه مالکیت طرفین بر اوراق بهادار به صورت ثبت‌های رایانه‌ای و الکترونیکی صورت می‌گیرد.



برای مثال، اگر مؤسسه جی. پی. مورگان چیس^۱ بخواهد ۱۰ میلیون دلار از اوراق خزانه را به مؤسسه لیمان برادرز^۲ بفروشد، مؤسسه جی. پی. مورگان چیس باید به بانک فدرال رزرو ناحیه خود- بانک فدرال رزرو نیویورک - (FRBNY) دستور دهد تا از راه سیستم انتقال الکترونیکی بانک مرکزی (فد وایر) به انتقال الکترونیکی اوراق خزانه از حساب او به حساب لیمان برادرز اقدام کند. این معامله باید، بدون تبادل هیچ‌گونه

^۱ J.P. Morgan Chase

^۲ Lehman Brothers

سند فیزیکی، در سیستم ثبت معاملات فدرال رزرو ثبت شود. فردی که در نظر دارد به خرید یا فروش ۵۰ هزار دلار اوراق خزانه در بازار ثانویه اقدام کند باید با کارگزار یا بانک خود تماس بگیرد.

بانک یا کارگزار، که جزو معامله‌گران اولیه اوراق بهادار دولتی یا معامله‌گر بازار ثانویه نیست، باید از راه تلفن، نمابر، یا الکترونیکی با یکی از این معامله‌گران (مانند، جی. پی. مورگان چیس) تماس گرفته و معامله را تکمیل کند. معامله‌گر اوراق خزانه به بانک فدرال رزرو ناحیه خود دستور می‌دهد حساب اوراق خزانه او را در فدرال رزرو افزایش دهد. در ازای ۵۰ هزار دلار سرمایه‌گذار، در سیستم ثبت معامله‌گر، اوراق بهادار به اسم سرمایه‌گذار ثبت می‌شود. معامله‌گران اوراق خزانه در سیستم ثبت مالکیت خود، مالکیت تمامی اوراق خزانه را ثبت و نگهداری می‌کنند.

۳-۲-۴- فرایند معاملاتی اوراق تجاری

سررسید اوراق تجاری بر اساس قانون کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) به این دلیل بیشتر از ۲۷۰ روز نیست که اوراق بهاداری که سررسید آن‌ها بیشتر از ۲۷۰ روز باشد، فرایند زمان‌بر و پرهزینه‌ای دارند. در نتیجه، بیشتر اوراق تجاری در زمان سررسید به اوراق تجاری جدیدی تبدیل می‌شوند تا به این وسیله از طی کردن مجدد فرایند کمیسیون بورس و اوراق بهادار اجتناب کنند. ناشران اوراق تجاری می‌توانند آن را به صورت مستقیم به خریدارانی از قبیل صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری بفروشند و یا اینکه آن را در بازار اوراق تجاری، به طور غیرمستقیم و از راه معامله‌گران به فروش برسانند.

به طور معمول سرمایه‌گذارها، اوراق تجاری را از زمان انتشار تا موعد سررسید آن نگهداری می‌کنند. به همین دلیل بازار ثانویه فعالی برای اوراق تجاری وجود ندارد. از آنجا که اوراق تجاری به طور فعالانه معامله نمی‌شود و به دلیل اینکه این اوراق یک بدهی تضمین نشده محسوب می‌شود، رتبه اعتباری شرکت منتشرکننده اوراق تجاری نقش بسزایی در تعیین قابلیت خرید و فروش اوراق تجاری ایفا می‌کند. رتبه اعتباری می‌تواند حاوی اطلاعاتی از قبیل توانایی شرکت ناشر در بازپرداخت وجوه استقراض شده و قابلیت مقایسه اوراق تجاری شرکت‌های مختلف، برای سرمایه‌گذارهای بالقوه باشد. مؤسسات متعددی از قبیل استاندارد و پورز، مودی، و فیچ آی بی سی ای به رتبه‌بندی اعتبار شرکت‌های ناشر اوراق تجاری اقدام می‌کنند. مؤسسه استاندارد و پورز، اوراق تجاری را از A-1 برای اوراق تجاری با بالاترین کیفیت، تا D، برای اوراق تجاری با کمترین کیفیت، رتبه‌بندی می‌کند. درحالی‌که مؤسسه مودی، اوراق تجاری را از P-1، برای اوراق تجاری با بالاترین کیفیت، تا «فاقد رتبه»، برای کمترین کیفیت، رتبه‌بندی می‌کند. به تقریب همه

شرکت‌هایی که اقدام به انتشار اوراق تجاری می‌کنند به وسیله ده شرکت رتبه‌بندی کننده اعتبار، ارزیابی می‌شوند.

هر چه رتبه اعتباری ناشر اوراق تجاری وضعیت بهتری داشته باشد، نرخ بهره آن نیز کمتر خواهد بود. در طول دهه ۱۹۹۰ میلادی، میزان شکاف سالانه به طور متوسط ۰,۲۲ درصد (۲۲ صدم درصد) بوده است. از ماه ژوئن ۲۰۰۱ تا ماه ژوئن ۲۰۰۳ میلادی، با پیدایش رکود اقتصادی، متوسط شکاف بین این دو نرخ افزایش یافته و به ۰,۳۸ درصد سالانه رسید. در اواسط دهه ۲۰۰۰ میلادی، شکاف به تقریب به صفر نزدیک شد. اما، با وخیم تر شدن شرایط در تابستان ۲۰۰۷، شکاف بین این دو نرخ دوباره رو به افزایش گذاشت. برای مثال، در آگوست ۲۰۰۷ میلادی، شکاف بین این دو نرخ به ۱,۲۵ درصد افزایش یافت. ناشران اوراق تجاری که رتبه اعتباری آن‌ها کمتر از رتبه اعتباری ممتاز است، اغلب اوراق تجاری خود را به خط اعتباری که از یک بانک تجاری دریافت کرده‌اند، ارجاع می‌دهند.

در این حالت، چنانچه ناشر قادر به پرداخت بدهی در موعد سررسید نباشد، بانک توافق می‌کند تا مبلغ تعهدشده را پرداخت کند. این کار موجب کاهش ریسک خریدار اوراق تجاری و کاهش نرخ بهره و افزایش رتبه اعتباری آن می‌شود. در سایر شرایط، ناشر، خط اعتباری را با یک بانک تنظیم کرده و چنانچه وجوه موجود در سررسید جوابگوی بازپرداخت اوراق تجاری منتشرشده نباشد، ناشر به برداشت از خط اعتباری اقدام می‌کند. با این حال، با شروع رکود اقتصادی در اوایل و اواسط دهه ۲۰۰۰ میلادی و کاهش رتبه اعتباری ناشران اوراق تجاری، وجود خط اعتباری در نزد بانک‌ها، اثربخشی چندانی نداشت. به طوری که بانک‌ها زمانی حاضر به اعطای خط اعتباری می‌شوند که مشتریان از سایر خدمات بانکی (مانند وام) استفاده کنند.

همان طور که اشاره شد، اوراق تجاری به دو روش مستقیم، از راه پرسنل فروش خود ناشر و غیرمستقیم، از راه کارگزاران و معامله گران به فروش می‌رسد. اغلب فروش اوراق تجاری از راه کارگزاران و معامله گران، هزینه‌های زیادتری را برای ناشر به همراه دارد و سبب افزایش هزینه انتشار به میزان تا ۰,۲ درصد می‌شود. از طرف دیگر، معامله گران، فروش کل اوراق تجاری منتشرشده را تضمین می‌کنند. معامله گران برای فروش اوراق تجاری، با خریداران بالقوه اوراق تجاری تماس گرفته، نرخ تنزیل مناسب برای اوراق تجاری را تعیین کرده، و درخواست‌های خرید را با توجه به تعداد و سررسید، برای ناشر تنظیم می‌کنند. وقتی که ناشر از راه

یک معامله گر به انتشار اوراق تجاری اقدام می‌کند، به طور معمول در آغاز روز درخواست‌هایی از طرف خریداران بالقوه دریافت می‌شود که اغلب آن‌ها تا پایان روز نهایی شده و تکمیل می‌شوند.

وقتی که ناشر اقدام به انتشار اوراق تجاری و فروش مستقیم آن به خریداران می‌کند، اگر چه در هزینه معامله گر (و خدمات تضمین فروش اوراق تجاری) صرفه‌جویی می‌شود، ولی در این حالت ناشر خودش باید به یافتن خریداران مناسب و تعیین نرخ تنزیل اوراق اقدام کند. وقتی شرکت درباره حجم انتشار اوراق تجاری تصمیم گرفت، بر اساس برآوردهایی که از میزان تقاضای سرمایه‌گذارها به عمل آمده است، نرخ‌های تضمین‌شده را به خریداران بالقوه عرضه می‌کند. شرکت سپس در طول روز بر جریان پول نظارت کرده و با توجه به تقاضای سرمایه‌گذارها، نرخ اوراق تجاری را تعدیل می‌کند.

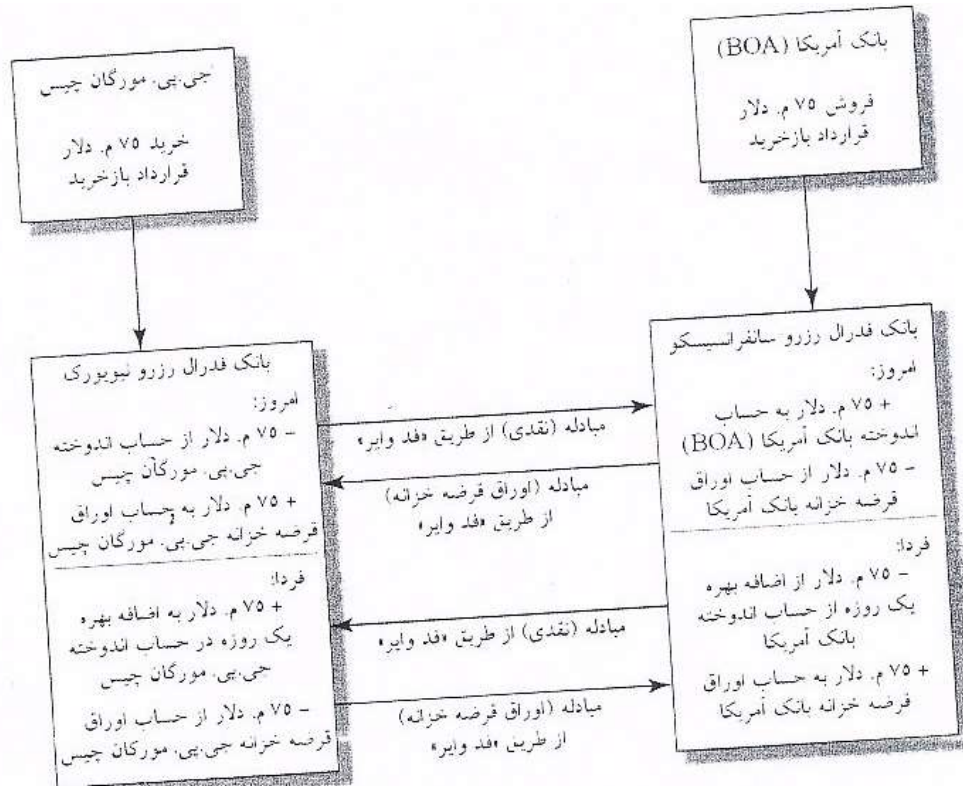
۳-۲-۵- فرایند معاملاتی قراردادهای بازخرید

قراردادهای بازخرید یا به صورت مستقیم بین طرفین انجام می‌شود و یا اینکه معامله با کمک کارگزاران و معامله گران صورت می‌گیرد. شکل زیر یک قرارداد بازخرید ۷۵ میلیون دلاری اوراق قرضه خزانه را نشان می‌دهد که به صورت مستقیم بین طرفین یعنی جی. پی. مورگان چیس و بانک آمریکا انجام می‌شود. خریدار قرارداد بازخرید یعنی جی. پی. مورگان چیس تصمیم به خرید اوراق خزانه از فروشنده قرارداد بازخرید (یعنی بانک آمریکا) می‌گیرد، با این توافق که فروشنده، اوراق قرضه خزانه را در دوره زمانی تعیین‌شده (یک روزه) بازخرید خواهد کرد. به محض اینکه توافقات معامله نهایی شد، خریدار (یعنی جی. پی. مورگان چیس) به بانک فدرال رزرو ناحیه خود (در این مثال، بانک فدرال رزرو نیویورک) دستور می‌دهد مبلغ ۷۵ میلیون دلار ذخایر مازاد را از راه شبکه «فد وایر» به حساب اندوخته فروشنده قرارداد بازخرید، منتقل کند. فروشنده قرارداد بازخرید (یعنی بانک آمریکا) نیز به بانک فدرال رزرو ناحیه خود (در این مثال، بانک فدرال رزرو سانفرانسیسکو) دستور می‌دهد مبلغ ۷۵ میلیون دلار را از حساب اوراق قرضه خزانه خود و از راه شبکه «فد وایر» به حساب اوراق قرضه خزانه خریدار قرارداد بازخرید منتقل کند.

در زمان سررسید این قرارداد (در این مثال، یک روز بعد)، این معامله حالت معکوس به خود می‌گیرد. به علاوه، فروشنده قرارداد بازخرید، وجوه مازادی (که بیانگر بهره یک روزه است) را از حساب اندوخته خود به حساب اندوخته خریدار قرارداد بازخرید، منتقل می‌کند. توافقات یا قراردادهای بازخرید، به وسیله فدرال رزرو برای کمک به عملیات بازار آزاد و به عنوان بخشی از راهبردهای کلی سیاست پولی استفاده می‌شود. هر وقت نیازی به تعدیل موقت سیاست پولی (مانند تعدیل نوسان‌های نرخ بهره با عرضه پول) باشد، فدرال رزرو با

کمک معامله گران یا بانک‌ها از قراردادهای بازخريد استفاده می‌کند. سررسيد آن دسته از قراردادهای بازخريدي که فدرال رزرو استفاده می‌کند به ندرت بیشتر از ۱۵ روز است. همچنین معامله گران اوراق بهادار دولتي مانند بانک‌های تجاری و بانک‌های سرمایه‌گذاری بزرگ برای مدیریت نقدینگی خود و به منظور بهره‌برداری از تغییرات مورد انتظار نرخ بهره از قراردادهای بازخريد استفاده می‌کنند.

شکل ۱۲- نحوه انجام معاملات قراردادهای بازخريد



۳-۲-۶- فرآیند معامله وجوه فدرال در بازار

بازار وجوه فدرال، منبعی با توان نقدینگی و انعطاف‌پذیری بالا برای بانک‌های تجاری و بانک‌های پس‌انداز^۱ محسوب می‌شود. بانک‌های تجاری، به ویژه بانک‌های تجاری بزرگ، عمده معاملات خود را در بازار وجوه فدرال انجام می‌دهند. مبادلات وجوه فدرال به وسیله بانک‌هایی صورت می‌گیرد که از راه شبکه انتقال الکترونیکی (فد وایر)، اقدام به اخذ و یا اعطای ذخایر مازاد موجود خود در بانک فدرال رزرو می‌کنند.

^۱ Savings banks

بانک‌هایی که با مازاد ذخایر مواجه هستند، وجوه فدرال خود را وام می‌دهند، درحالی‌که بانک‌هایی که با کسری ذخایر مواجه هستند، به استقراض وجوه فدرال اقدام می‌کنند.

مبادلات وجوه فدرال می‌تواند به وسیله بانک وام‌دهنده و یا بانک وام‌گیرنده و از راه مذاکرات مستقیم تلفنی بین طرفین شروع شود. این کار می‌تواند از راه کارگزاران وجوه فدرال نیز صورت گیرد. در این حالت مبلغ ناچیزی با عنوان هزینه کارگزاری پرداخت می‌شود.

شکل ۱۳- نحوه انجام معاملات وجوه فدرال



در شکل فوق، فرایند مبادلات وجوه فدرال نشان داده شده است. برای مثال، بانکی که دارای ۷۵ میلیون دلار ذخایر مازاد است می‌تواند با بانک کارگزار (بانکی که دارای توافقات و حساب‌های دو طرفه است) تماس حاصل کند تا اطلاع بیابد که آیا آن‌ها به وجوه مالی (مازاد) یک شبه نیاز دارند یا نه. در این حالت بانک می‌تواند ذخایر مازاد خود را به بانک کارگزاری که بیش‌ترین نرخ را برای وجوه فدرال پیشنهاد کرده است، بفروشد. وقتی که بر روی این قرارداد توافق شد، بانک وام‌دهنده (مانند بانک جی. پی. مورگان چیس) به بانک فدرال رزرو ناحیه خود (مانند بانک فدرال رزرو نیویورک) دستور می‌دهد مبلغ ۷۵ میلیون دلار ذخایر مازاد را به حساب اندوخته بانک استقراض‌کننده (مانند بانک آمریکا در بانک فدرال رزرو آن) (مانند بانک فدرال رزرو سانفرانسیسکو) منتقل کند.

برای انتقال این وجوه از شبکه انتقال الکترونیکی نظام فدرال رزرو (فد وایر) استفاده می‌شود. در روز بعد، وجوه انتقال داده‌شده، به اضافه بهره یک شبه، از راه همان شبکه «فد وایر» و از حساب بانک استقراض کننده به حساب اندوخته بانک وام‌دهنده در بانک فدرال رزرو عودت داده می‌شود. از آنجا که وام‌های یک شبه وجوه فدرال اغلب جزو وام‌های بدون تضمین هستند، این وام‌ها اغلب بر اساس توافقات شفاهی بین طرفین پرداخت می‌شود.

۳-۲-۶-۷- فرایند معاملاتی گواهی سپرده قابل معامله

بانک‌های ناشر گواهی سپرده قابل معامله، نرخ‌های مربوط به سررسید آن دسته از گواهی سپرده قابل معامله را که استفاده از آن‌ها بیشتر متداول است (به طور معمول سررسیدهای ۱، ۲، ۳، ۶، و ۱۲ ماهه) به طور روزانه تعیین می‌کنند. سپس، بانک با توجه به نیازهای نقدینگی، اقدام به فروش گواهی سپرده به آن دسته از سرمایه‌گذارهایی می‌کند که احتمال می‌دهد به جای فروش اوراق سپرده در بازار ثانویه، آن را تا موعد سررسید نگهداری کنند.

در بسیاری از موارد، بانک و سرمایه‌گذار گواهی سپرده به طور مستقیم بر روی نرخ، سررسید، و حجم گواهی سپرده مذاکره می‌کنند. وقتی که درباره این موارد توافق لازم حاصل شد، بانک ناشر، گواهی سپرده را به بانک امین، که به وسیله سرمایه‌گذار تعیین می‌شود، تحویل می‌دهد. بانک امین ضمن تأیید وصول گواهی سپرده، آن را در حساب سرمایه‌گذار بدهکار و در حساب بانک ناشر، بستانکار می‌کند. این عملیات به وسیله شبکه «فد وایر» فدرال رزرو و از راه انتقال وجوه از حساب اندوخته بانک امین به حساب اندوخته بانک ناشر صورت می‌گیرد.

البته آن دسته از گواهی سپرده‌ای که با ارزش اسمی زیر ۱۰۰,۰۰۰ دلار و به صورت خرده‌فروشی با سپرده مدت‌دار به فروش می‌رسد، قابل معامله نیست. بنابراین، از مزیت‌های گواهی سپرده قابل معامله، نسبت به گواهی سپرده خرده‌فروشی با سپرده مدت‌دار می‌توان به توان نقد شونده آن اشاره کرد. وجود بازار ثانویه برای گواهی سپرده قابل معامله، برای سرمایه‌گذارها امکان خرید گواهی سپرده قابل معامله موجود را به جای خرید گواهی سپرده قابل معامله تازه منتشرشده، فراهم می‌آورد. اگر چه بازار ثانویه این اوراق بهادار چندان فعال نیست، اما این بازار در ایالات متحده آمریکا به وسیله ایجاد شبکه‌ای متشکل از حدود ۱۵ کارگزار معامله‌گر، که به صورت تلفنی به معامله می‌پردازند، فعالیت می‌کند. بازار ثانویه مربوط به گواهی سپرده قابل معامله به همراه کارگزاران و معامله‌گران آن در شهر نیویورک واقع شده است. سازوکار ساختار بازار ثانویه

گواهی سپرده قابل معامله شبیه بازار اولیه است. در این بازار گواهی سپرده به طور فیزیکی بین معامله‌گران یا بانک‌های امین آن‌ها جابه‌جا می‌شود. بانک امین وصول سپرده را تأیید کرده و آن را به حساب سرمایه‌گذارها منظور می‌کند. بیشتر معاملات گواهی سپرده قابل معامله، در ابتدای روز صورت می‌گیرد و اغلب در همان روز نیز تسویه می‌شود. بیشتر معاملاتی نیز که در پایان روز انجام می‌شود در روز کاری بعد تسویه می‌شوند.

۳-۲-۶-۸- فرایند معاملاتی پذیره‌های بانکی

منشأ بسیاری از پذیره‌های بانکی، معاملات تجاری بین‌المللی و اسناد اعتباری (یا برات‌های مدت‌دار) مربوط به آن‌ها است که به منظور تأمین مالی معاملات مربوط به کالاهایی که به وسیله صادرکننده خارجی (فروشنده) برای واردکننده داخلی (خریدار) حمل می‌شود، استفاده می‌شود. صادرکنندگان خارجی به طور معمول ترجیح می‌دهند بانک‌ها قبل از حمل محموله برای واردکننده داخلی، و به ویژه در زمانی که اولین معامله صورت می‌گیرد، نقش تضمین‌کننده پرداخت را ایفا کنند. در ایالات متحده آمریکا عمده پذیره‌های بانکی در نیویورک، شیکاگو، و سانفرانسیسکو منتشر می‌شود. آن دسته از بانک‌های آمریکایی که در معاملات بین‌المللی بر روی برات مدت‌دار صادرشده برای یک اعتبار اسنادی، مهر «پذیرفته شد» را می‌زنند، تعهد می‌کنند در موعد معین و در صورتی که واردکننده کالا از پرداخت مبلغ کالاها ناتوان باشد، آن مبلغ را به صادرکننده خارجی (یا بانک او) پرداخت کنند. صادرکنندگان خارجی، پذیره‌های بانکی (برات مدت‌دار صادرشده برای اعتبار اسنادی) را تا موعد معینی که به وسیله اعتبار اسنادی مشخص شده است، نگهداری می‌کنند. چنانچه صادرکننده (خارجی) کالا، در این فاصله نیاز به وجوه نقد فوری داشته باشد، می‌تواند پذیره بانکی را قبل از موعد سررسید و به قیمتی کمتر از ارزش اسمی آن، در بازار پول (یعنی بانک) به فروش برساند. در این حالت، حامل پذیره بانکی، ارزش اسمی آن را در موعد سررسید دریافت خواهد کرد. از آنجا که مبلغ پذیره‌های بانکی، در موعد سررسید به حامل آن قابل پرداخت است، این اوراق در بازار ثانویه قابل خرید و فروش هستند. سررسید آن دسته از پذیره‌های بانکی که در بازار ثانویه معامله می‌شود بین ۳۰ تا ۲۷۰ روز متغیر است. ارزش اسمی پذیره‌های بانکی با توجه به حجم معامله اولیه (بین واردکننده داخلی و صادرکننده خارجی) تعیین می‌شود. پذیره‌های بانکی اغلب در بازار ثانویه، تجمیع شده و در واحدهای معاملاتی با ارزش اسمی ۱۰۰,۰۰۰ دلاری و ۵۰۰,۰۰۰ دلاری معامله می‌شوند. در ایالات متحده آمریکا، فقط بانک‌های بزرگ در بازار پذیره‌های بانکی فعالیت می‌کنند. از آنجا که ریسک نکول این اوراق بسیار پایین است (پرداخت این اوراق به وسیله بانک‌های تجاری تضمین می‌شود، به همین دلیل نرخ بهره پذیره‌های بانکی پایین است. از طرف

دیگر، در این معامله کالاهای واردشده به کشور، در صورت ادعای طرف مقابل، نقش وثیقه را بازی می‌کند. پذیره‌های بانکی نیز مانند اوراق خزانه و اوراق تجاری، با تخفیف از ارزش اسمی به فروش می‌رسند.

۳-۳- مالزی

همانطور که قبلاً اشاره شد ابزارهای بازار پول، ابزارهای کوتاه مدتی هستند که توسط دولت مالزی، بانک مرکزی و بخش غیردولتی منتشر می‌شوند. ابزارهای بازار پول عموماً محدود به ابزارهایی می‌شود که سررسید کمتر از ۱ سال دارند. به واسطه تلاش‌ها و همکاری‌های هماهنگ کمیسیون اوراق بهادار و بانک نگارای مالزی با یکدیگر، بازار اوراق (پول و اوراق بدهی) در مالزی در طی سال‌های گذشته رشد قابل توجهی داشته است. بانک نگارا و کمیسیون اوراق بهادار مالزی طی یک تفاهم‌نامه، چارچوب همکاری بین دو نهاد را برای ایفای وظایف خود مشخص نموده‌اند. این تفاهم‌نامه به منظور تسهیل همکاری و تبادل اطلاعات برای دستیابی به اهداف مشترک هر دو نهاد مالی، سازوکارها را ترسیم کرده است. ابزارهای بازار پول که در مالزی وجود دارد شامل ابزارهای متعارف و غیرمتعارف می‌باشد و بر اساس ناشر از حیث دولت، نهادهای دولتی و بخش خصوصی تقسیم‌بندی می‌شود. اوراق منتشره توسط دولت و یا نهادهای دولتی مانند اسناد خزانه مالزی می‌باشد. همچنین اسناد پولی بانک نگارای مالزی نیز جز این دسته قرار می‌گیرد. اوراق منتشره توسط شرکت‌ها شامل اوراق تجاری، گواهی پذیرش بانکی^۱، ابزارهای سپرده قابل معامله^۲، ابزارهای قابل معامله اسلامی^۳ و توافق‌نامه بازخرید^۴ نیز در گروه ابزارهای بازار پول قرار می‌گیرد.

۳-۳-۱- بازار پول و بانکداری اسلامی در مالزی

کشور مالزی با داشتن توانایی‌های عظیم در زمینه بانکداری اسلامی و همچنین کانون بانکداری و مالیه اسلامی، دارای بازار بین بانکی و بازار پولی پررونق بوده و طی سالیان اخیر بانک‌های کشور مالزی توانسته‌اند با ارائه روش‌های نوین بانکداری نقش مهمی در جذب منابع مسلمانان و حتی غیرمسلمانان ایفا کنند. ارزش معاملات در بازار پول بین بانکی در مالزی در پایان سال ۲۰۱۸ میلادی به بیش از ۹۳،۲۷۸ میلیون رینگت

^۱ Bankers' Acceptance

^۲ Negotiable Instruments of Deposit

^۳ Islamic Negotiable Instruments

^۴ Repurchase Agreements

رسید. در نظام مالی مالزی، بانک‌ها از نظر بالابودن سطح دارایی‌های خود دارای جایگاه ویژه‌ای هستند و نظام بانکداری در مالزی با بیش از یک دهه فعالیت در مسیر خصوصی‌سازی توانسته است با حمایت انجمن بانک‌های مالزی^۱، در میان کشورهای آسیایی حوزه اقیانوس آرام، اعتبار به دست آورد. این انجمن در نوامبر ۱۹۷۳ باهدف تثبیت و استقرار یک نظم عملیاتی واحد بین بانک‌های این کشور و با مشارکت و همکاری مستقیم بانک مرکزی مالزی^۲ تأسیس شد (محبی ۱۳۹۳).

پدیده بانکداری اسلامی در مالزی از دهه ۱۹۶۰ آغاز شد و نخستین نشانه‌های بانکداری اسلامی در مالزی را می‌توان در سال ۱۹۶۳، یعنی زمان تأسیس مؤسسه لمباگا تابونگ حاجی^۳ (در حقیقت صندوق پس انداز ویژه مسلمانانی بود که می‌خواستند راهی سفر حج شوند) ردیابی کرد. در سال ۱۹۸۱، کمیته ملی تحقیق به منظور مطالعه و ارائه راهکار به دولت در تمام زمینه‌های تأسیس و عملیات اجرایی بانک اسلامی در مالزی از جمله جنبه‌های قانونی، دینی و عملیاتی تأسیس شد و تحقیقات در این زمینه نشان داد که تأسیس یک بانک اسلامی در مالزی، از نظر سودآوری و عملیات پروژه‌ای مفید و در خور اجرا است. از این رو پس از تصویب قانون بانکداری اسلامی در سال ۱۹۸۳، این شیوه از بانکداری رسماً کار خود را در کشور مالزی آغاز کرد و از سال ۱۹۹۳، با دادن مجوز به بانک‌های غیراسلامی نیز موجب شد، تمام مؤسسات بانکی در کشور مالزی بتوانند محصولات مربوط به بانکداری اسلامی را به مشتریان خود ارائه کنند.

از نظر مبانی فقهی نیز دو چارچوب برای مؤسسات بانکداری اسلامی در مالزی مورد استفاده قرار می‌گیرد؛ یکی قانون مؤسسات مالی و بانکداری سال ۱۹۸۹ که اختیارات لازم را به بانک مرکزی مالزی می‌دهد تا نسبت به تنظیم و نظارت بر مؤسسات مجاز نظیر بانک‌های تجاری، تخصصی، خارجی و شرکت‌های تأمین مالی و صرافی اقدام کند و دیگری قانون بانکداری اسلامی مصوبه ۱۹۸۳ است. در کشور مالزی حدود ۴۰ بانک و مؤسسه مالی اسلامی، به صورت کاملاً اسلامی یا با بوجه‌های اسلامی مشغول به انجام فعالیت‌های مطابق با شریعت هستند. بانک‌های اسلامی در مالزی با به‌کارگیری بیش از ۸۰ محصول و خدمات مالی مختلف و با به‌کارگیری مفاهیمی از جمله مضاربه، مشارکت، مرابحه و با رشد متوسط سالانه ۳۷ درصد نسبت به دو دهه گذشته یکی از بخش‌های مالی با رشد سریع در مالزی را تشکیل می‌دهند. (حدود ۲۰ درصد کل دارایی‌های شبکه بانکی مالزی، دارایی‌های منطبق با شریعت است) (ندری و محرابی ۱۳۹۴).

^۱ Association of Banks in Malaysia

^۲ Bank Negara Malaysia (Central Bank of Malaysia)

^۳ Lembaga Tabung Haji (LTH)

از نظر سیاست‌گذاری پولی اسلامی، کشور مالزی با جدیت بسیار زیاد، تلاش کرده است تا علاوه بر بازار بین بانکی متعارف و مبتنی بر بهره، بازار بین بانکی اسلامی را راه‌اندازی و توسعه دهد و از این طریق سیاست‌های پولی خود را اعمال و کنترل کند. بدین منظور بازار پولی بین بانکی اسلامی^۱ در سوم ژانویه ۱۹۹۴ توسط بانک مرکزی مالزی راه‌اندازی شد. عمده وظایف این بازار، خرید و فروش ابزارهای مالی اسلامی بین شرکت‌کنندگان در بازار، انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری از طریق قرارداد مضاربه و نظام اسلامی تسویه و پایاپای چک‌ها است. ابزار و اسناد مالی اسلامی که هم اکنون در بازار بین بانکی اسلامی رد و بدل می‌شود، بر اساس قرارداد دین است و شامل اوراق قابل پذیرش نظام بانکی، برات‌های قابل قبول اسلامی، اوراق قرضه رهنی اسلامی^۲ و اوراق بدهی خصوصی اسلامی^۳ است. به علاوه مؤسسات مالی می‌توانند اوراق سرمایه‌گذاری دولتی را که بر اساس بانکداری اسلامی منتشر می‌شود بفروشند تا نقدینگی مورد نیاز خود را فراهم کنند. همچنین، بانک‌ها از طریق عقد مضاربه نیز می‌توانند برای تأمین وجوه نقدی مورد نیازشان استفاده کنند. هم اکنون کشور مالزی از ابزارهایی مانند اوراق سرمایه‌گذاری دولتی، اوراق مضاربه کagamas (خرید بدهی مسکن به روش اسلامی)، اسناد اعتباری پذیرش شده اسلامی، موافقت‌نامه بازخرید، اوراق سرمایه‌گذاری بین بانکی مضاربه^۴، اوراق بدهی خصوصی اسلامی و گواهی سپرده به عنوان ابزارهای بازار بین بانکی اسلامی استفاده می‌کند که در ادامه به بررسی برخی از مهم‌ترین آن‌ها پرداخته خواهد شد.

۳-۳-۲- ابزارهای بازار پول در مالزی

بازار پول در مالزی بازار بسیار فعالی در حوزه انواع اوراق و اسناد متعارف و اسلامی است. این بازار دارای طیف گسترده از روش‌های انتشار اوراق بهادار می‌باشد که منعکس‌کننده نیاز انواع ناشران و سرمایه‌گذاران است. از نظر نوع ناشر می‌توان ابزارهای بازار پول در مالزی را در قالب دو دسته دولتی و اوراق منتشره از سوی بانک نگارای مالزی و اوراق غیردولتی دسته‌بندی کرد.

اوراق دولتی: در مالزی، اوراق بهادار بخش عمومی شامل اوراق منتشرشده توسط دولت مالزی می‌باشد. بانک نگارای مالزی (BNM) به عنوان بانک مرکزی، نهاد قانونی و سایر امور مربوط به دولت عمل می‌نماید. ابزارهای بازار پول که در مالزی منتشر می‌شود دارای طیف وسیعی است که در ادامه ارائه شده است.

^۱ The Islamic Inter-bank Money Market (IIMM)

^۲ Islamic Mortgage Bond

^۳ Islamic Private Debt Securities

^۴ Mudarabah Interbank Investment (MII)

اسناد خزانه مالزی (MTB^۱): اوراق کوتاه مدتی است که توسط بانک نگارا و از طرف دولت مالزی منتشر می‌شود. این اوراق به منظور تأمین مالی کوتاه مدت نیازهای دولت مورد استفاده است. اسناد خزانه به کسر فروش رفته و حراج آن بر اساس حراج رقابتی چند قیمتی هست. سررسید آن ۳ ماهه، ۶ ماهه و یکساله می‌باشد. مقدار معاملاتی استاندارد این اوراق ۵ میلیون رینگیت مالزی در نظر گرفته شده است.

اسناد خزانه اسلامی مالزی (MITB^۲): این اوراق بر اساس اصول اسلامی بوده و انتشار آن به وسیله بانک نگارا و از طرف دولت مالزی می‌باشد. این اوراق معمولاً به صورت هفتگی منتشرشده و سررسید آن تا یکسال می‌باشد.

اسناد پولی بانک نگارا^۳: یکی از ابزارهای بازار پول در مالزی است که توسط بانک نگارای مالزی منتشر می‌شود و جایگزین اسناد خزانه مالزی می‌باشد. این اوراق به صورت کسر و یا به صورت پرداخت بهره بوده و سررسید آن ۹۱، ۱۸۲، ۳۶۴ روز و ۱ تا ۳ ساله می‌باشد. این اوراق با هدف مدیریت نقدینگی در هر دو بازار مالی اسلامی و متعارف منتشر می‌شود. اسناد پولی بانک نگارا از طریق معامله گران اصلی و به وسیله حراج رقابتی انتشار می‌یابد و دارای معاملات ثانویه می‌باشد.

اسناد پولی بانک نگارا با نرخ شناور: یکی دیگر از ابزارهای بازار پول در مالزی است که توسط بانک نگارای مالزی منتشر می‌شود. این اوراق بر اساس حراج هلندی و از طریق معامله گران اولیه منتشر می‌شود.

اوراق سرمایه‌گذاری دولتی^۴: سازوکار اوراق به گونه‌ای است که دولت دارایی‌های ویژه خود را با یک قیمت توافقی در مزایده به سرمایه‌گذاران دارای کسری منابع فروخته به این شرط که بازخرید آن به ارزش اسمی در سررسید توافق شود و قیمت خرید و فروش توسط بانک مرکزی مالزی تعیین می‌شود. در اثر این دو معامله همزمان، کالا دوباره به دولت بازگشته و وجوه نیز در اختیار بانک متقاضی قرار می‌گیرد. سود مؤسسات مالی شرکت‌کننده نیز از تفاوت میان قیمت خرید و فروش حاصل می‌شود. این اوراق بر اساس عقود بیع دین

^۱ Malaysia Treasury Bills

^۲ Malaysia Islamic Treasury Bills

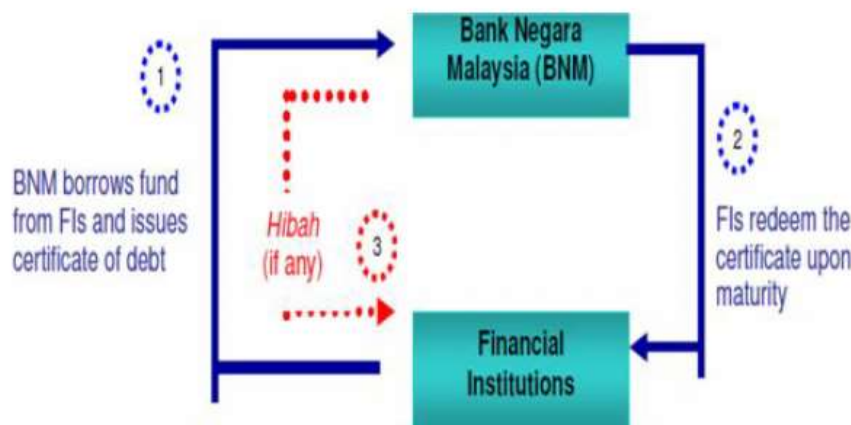
^۳ Bank Negara Monetary Notes (BNMN)

^۴ Government Investment Issues

و با توجه به نیاز بانک‌های اسلامی در نگهداری و دریافت این چنین اوراق‌های نقدی بدون بهره در مواجهه با کمبودهای نقدینگی احتیاطی منتشر می‌شود (Mirakhor and Zaidi, 2007).

- این ابزار در بازار پولی بین بانکی اسلامی مالزی به طور فعالانه قابل معامله است.
- در اصل، استفاده از این ابزار از نظر دسترسی به دارایی‌های قابل فروش محدودیت‌هایی را ایجاد می‌کند و ممکن است مورد پذیرش تمام هیئت‌های منطبق بر شریعت نباشد و با توجه به محدودیت-های معامله میان بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی در نتیجه محدودیت نقدینگی بازار برای این دسته از اوراق را ایجاد می‌کند.

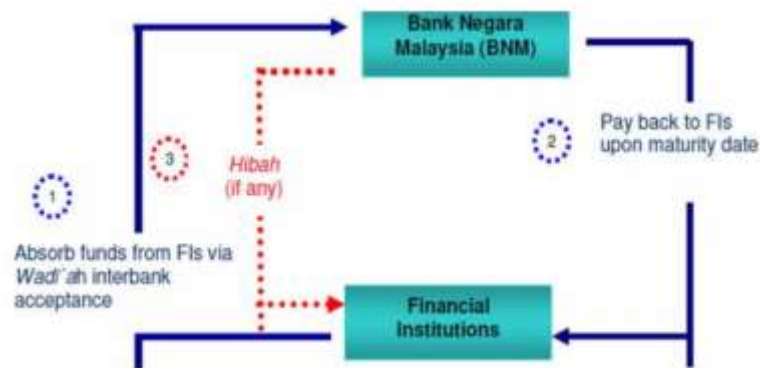
شکل ۱۴- اوراق سرمایه‌گذاری دولتی



گواهی ودیعه بانک مرکزی^۱: این ابزار از سوی بانک مرکزی تحت عنوان گواهی نگهداری منابع مالی مازاد بانک‌ها با سررسیدهای متغیر منتشر می‌شود. سازوکار این ابزار به گونه‌ای است که مؤسسات و بانک‌های اسلامی، مازاد منابع خود را تحت عقد ودیعه در اختیار بانک مرکزی قرار می‌دهند که تحت این قرارداد، بانک مرکزی هیچ تعهدی به پرداخت بازدهی و سود به آن‌ها را نداشته و در عوض مبلغی را به عنوان هبه (هدیه) در سررسید متناسب با متوسط بازدهی حساب سرمایه‌گذاری مضاربه بین بانکی پرداخت می‌کند. این ابزار در راستای تسهیل عملیات مدیریت نقدینگی بانک مرکزی از طریق جذب مازاد نقدینگی بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی کاربرد دارد.

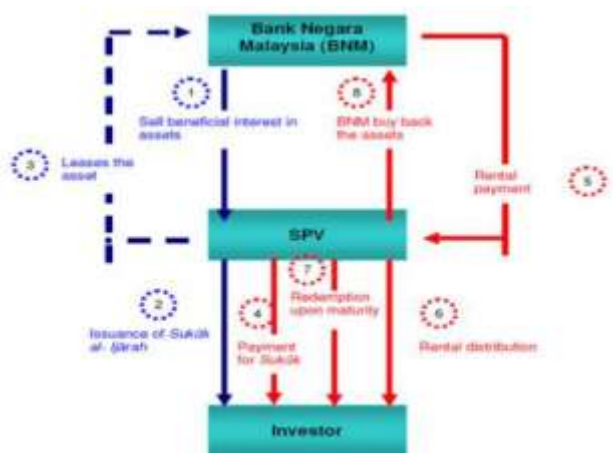
^۱ Central Bank Wadi'ah Certificates

شکل ۱۵- حواله ودیعه



تسهیلات اعتباری بانک مرکزی^۱: بانک مرکزی مالزی تسهیلاتی بر مبنای سپرده و از طریق عقد مرابحه برای بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی ایجاد کرده است و نقش خود را به عنوان وام‌دهنده نهایی از طریق قراردادهای مرابحه تضمین‌شده، فروش و خرید مجدد و همچنین عقد ودیعه ایفا می‌کند که نرخ بازدهی در دو روش اول ثابت و بر مبنای توافق میان خریدار و فروشنده است و در عقد ودیعه نرخ مورد نظر از سوی بانک مرکزی تعیین می‌شود.

شکل ۱۶- اسناد پولی بانک مرکزی



اوراق غیردولتی: این اوراق توسط شرکت‌ها در بخش غیردولتی مالزی منتشر شده و به عنوان اوراق PDS^۲ شناخته می‌شود. ناشران اوراق شامل Cagamas^۱، شرکت‌های پذیرش شده و پذیرش نشده از جمله

^۱ Standing Facilities

^۲ Private Debt Securities

شرکت‌های تابعه محلی، شعب، یا شرکت‌های وابسته به شرکت‌های منطقه‌ای می‌باشند. شرکت‌های خارجی این امکان را دارند بر مبنای برخی تأییدیه‌ها، به صورت مستقیم اوراق قرضه، اسناد و یا صکوک در مالزی منتشر نمایند. اوراق غیردولتی (PDS) در مالزی دارای اشکال مختلف است. این اوراق شامل اسناد کوتاه مدت و بلندمدت و یا اوراق قرضه قابل تبدیل، اوراق قرضه اسلامی، اوراق قرضه با واریانت، اوراق قرضه با نرخ بهره شناور، اوراق قرضه بدون کوپن، اوراق بهادار با پشتوانه دارایی، اوراق قرضه امن و غیر امن و در نهایت اوراق قرضه تضمین‌شده می‌باشد. این اوراق شامل موارد ذیل می‌باشد:

اوراق سرمایه‌گذاری بین بانکی مضاربه^۲: مضاربه یکی از عقود سرمایه‌گذاری است که بانک اسلامی را قادر می‌سازد تا از بانک اسلامی دیگر وجوه نقد مورد نیاز را تأمین کند. این ابزار به عنوان تسهیلات سرمایه‌گذاری جهت استفاده از وجوه بین بانکی برای یک دوره محدود سرمایه‌گذاری از یک شبه تا یک ساله و بر مبنای نسبت سود توافق شده مورد استفاده قرار می‌گیرد. بانک‌های اسلامی می‌توانند مازاد نقدینگی خود را در بانک دیگر سرمایه‌گذاری و در سود بانک دریافت‌کننده منابع شریک شوند. سازوکار این ابزار به گونه‌ای است که مؤسسات بانکداری اسلامی که با کسری مواجه هستند (بانک سرمایه‌پذیر) می‌توانند از بانک‌های اسلامی دارای مازاد (سرمایه‌گذار) وجوهی را دریافت کنند. بانک سرمایه‌گذار در زمان معامله از میزان بازدهی اطلاعی ندارد و بازدهی واقعی در پایان دوره سرمایه‌گذاری تعیین می‌شود. نرخ بازگشت بر اساس نرخ خالص سود پیش از توزیع برای سرمایه‌گذاری‌های یک ساله بانک گیرنده وجوه تعیین می‌شود و سهم مشارکت در سود نیز قابل انتقال و تغییر است. در پایان دوره، اصل سرمایه به علاوه سهمی از سود حاصل از سرمایه‌گذاری انجام‌شده توسط بانک گیرنده به بانک اولیه پرداخت می‌شود.

شکل ۱۷- اوراق سرمایه‌گذاری بین بانکی مضاربه

^۱ Cagamas Mudharabah Bonds (SMC)

^۲ Interbank Mudarabah investment



موافقت‌نامه فروش و خرید مجدد^۱ (جایگزین ریپوی متعارف): این ابزار جهت انجام معاملات بازار پولی اسلامی مورد استفاده قرار می‌گیرد و بانک دارای کسری و بانک دارای مازاد با یکدیگر در قالب یک قرارداد، وارد در معامله جدا از هم می‌شوند که معمولاً در این ابزار از عقد بیع نقدی و بیع العینه استفاده می‌شود. معامله اول مبتنی بر فروش کامل دارایی (اوراق) در یک قیمت توافقی و معامله دوم شامل توافق‌نامه‌ای است که بازخرید دارایی را در زمان آتی با یک قیمت مشخص در نظر می‌گیرد. خریداران و فروشندگان صرفاً بر مبنای قول و پیمان بسته‌شده (به طور اخلاقی) متعهد و ملزم به فروش و بازخرید این ابزار در سررسید هستند. این ابزار نیازمند یک بازار ثانویه فعال برای اوراق بلندمدت است که در آن معاملات آتی و لحظه‌ای انجام گیرد یا یک نهاد قدرتمند (بانک مرکزی) که بتواند قیمت‌های خرید و فروش بنگاه‌ها را پیشنهاد کند. چنین الزاماتی می‌تواند استفاده از این ابزار را به عنوان ابزار بازار پول منطبق با شریعت (جایگزین ریپوی متعارف) محدود کند.

سایر اوراق و ابزارهای بازار پول متعارف در مالزی شامل اوراق تجاری و پذیره‌های بانکی متعارف نیز در مالزی منتشر می‌شود.

۳-۳-۳- مشارکت‌کنندگان اصلی در بازار پول مالزی

مشارکت‌کنندگان بازار پول در مالزی به شرح ذیل می‌باشد:

۱. بانک نگارای مالزی

۲. کمیسیون اوراق بهادار مالزی

^۱ Sale and Buyback Agreements

۳. معامله گران اصلی متعارف و اسلامی: سیستم معامله‌گران اصلی در مالزی در سال ۱۹۸۹ به عنوان بخشی از ابتکار عمل توسعه بازارهای اولیه و ثانویه اوراق بهادار بخش عمومی ایجاد شد. از این رو این موضوع منجر به ایجاد یک تقاضای ثابت برای عرضه اوراق دولتی و بانک نگارای مالزی از طرف معامله-گران اصلی گردید. همچنین وجود معامله گران اصلی، باعث افزایش نقدشوندگی در معاملات اوراق بخش عمومی در بازار ثانویه شد. افزایش اهمیت مالی-اسلامی و نقش بسزای آن در بانکداری اسلامی منجر به توسعه و معرفی سیستم معامله گران اسلامی به وسیله بانک نگارای مالزی در سال ۲۰۰۹ گردید که به نوعی نقش تکمیل‌کننده معامله گران اولیه را ایفا می‌نمودند.

ذیل هر دو سیستم متعارف و اسلامی، بانک نگارای مالزی برخی از مؤسسات بانکی را به عنوان معامله گران اولیه و یا معامله گران اولیه اسلامی بر اساس معیارهایی تعریف‌شده، انتخاب می‌نماید. این معیارها مبتنی بر توانایی آنان برای انجام معاملات با حجم بالا که خود مبتنی بر میزان فعالیت در حراج اوراق، حجم معاملات بازار ثانویه و توانایی کلی در مدیریت ریسک می‌باشد، در نظر گرفته شده است. معامله‌گران اولیه متعارف و اسلامی متعهد به ارائه پیشنهاد خرید برای اوراق بدهی دولت و بانک نگارای مالزی در بازار اولیه هستند (معامله گران اولیه اسلامی تنها ملزم به ارائه پیشنهاد خرید برای اوراق بهادار اسلامی دولت و بانک نگارای مالزی هستند). همچنین ایجاد مظنه خرید و فروش برای اوراق بهادار در تمامی شرایط بازار به منظور حفظ نقدشوندگی آن، از دیگر تعهدات معامله گران اولیه است. لازم به ذکر است که معامله گران اولیه علاوه بر فعالیت در بازار اولیه اوراق بدهی، ملزم به ارائه پیشنهادات خرید برای بازار پول و حراج قراردادهای ریپوی بانک نگارای مالزی هستند.

۴. ناشران: بازار مالزی شامل طیف وسیعی از ناشران و ابزارهای بدهی منتشرشده آنان هست. برخی از انواع آنان عبارت‌اند از: دولت (دولت) دولت فدرال مالزی و شرکت‌های مرتبط با آن و همچنین بانک نگارای مالزی، به عنوان اصلی‌ترین ناشران اوراق بدهی عمومی هستند. انتشار اوراق، شامل اوراق بدهی متعارف و ابزارهایی بر مبنای اصولی اسلامی می‌باشد که اغلب بر اساس ارزش رینگیت مالزی مورد معامله قرار می‌گیرند. شرکت‌ها) مؤسسات مالی، مؤسسات مالی غیربانکی، شرکت‌های پذیرش‌شده و پذیرش‌نشده در بورس و مؤسسات وابسته به دولت همچون خزانه و کاگامس به انتشار اوراق قرضه کلاسیک^۱ و اسناد و همچنین اوراق با پشتوانه دارایی، اوراق تجاری و اسناد خزانه بر اساس اصول متعارف و اسلامی با پول

^۱ Straight bonds

- رایج رینگیت و یا ارز خارجی می‌پردازند. بانک‌های توسعه‌ای چندجانبه^۱ به منظور تأمین مالی وام‌ها و پروژه‌های بلندمدت به انتشار اوراق بدهی در مالزی می‌پردازد.
۵. سرمایه‌گذاران نهادی: سرمایه‌گذاران نهادی، بازار اوراق مالزی را تحت سیطره خود قرار داده‌اند. عرضه‌های اوراق دولتی، بیشتر توسط بانک‌های متعارف و بانک‌های اسلامی خریداری می‌شود. سرمایه‌گذاران کلیدی در اسناد خزانه مالزی شامل بانک‌ها، شرکت‌های تأمین مالی و شرکت‌های بیمه هستند. بانک نگارای مالزی به عنوان بزرگ‌ترین نگهدارنده اسناد خزانه، قرضه و صکوک مطرح است. این ابزارها توسط بانک‌های تجاری، شرکت‌های تأمین مالی و بانک‌های بازرگانی نیز نگهداری می‌شود.
۶. سرمایه‌گذاران حرفه‌ای^۲: مفهوم سرمایه‌گذار حرفه‌ای در مالزی به طور معمول بیانگر سرمایه‌گذار پیچیده^۳ در بازار هست. این واژه بیانگر سرمایه‌گذار معتبر نیز می‌باشد. مفهوم سرمایه‌گذار معتبر که در قانون خدمات و بازار سرمایه ارجاع داده شده است، بیان می‌کند که برای این نوع سرمایه‌گذاران الزامات مربوط به امیدنامه و افشائیات مربوط به اوراق بدهی لازم نیست. در یک دسته‌بندی، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای مجموعاً شامل گروه‌های سرمایه‌گذار ذیل هست:
- افراد با ثروت خالص بالا:** بر اساس بخش ۲۲۹ از قانون CMSA، افراد با خالص ثروت بالا (High Net Worth Individual) شامل افرادی هست که: الف) خالص دارایی‌های شخصی و یا دارایی‌های مشترک با همسر خود، بیش از ۳ میلیون رینگیت و یا معادل ارز خارجی آن باشد. این مبلغ بدون احتساب ارزش محل زندگی فرد هست. ب) شخصی که خالص درآمد وی بیش از ۳۰۰ هزار رینگیت مالزی و یا معادل آن ارز خارجی در طول دوازده ماه سال باشد. ج) شخصی که به صورت مشترک با همسر خود خالص درآمدی معادل ۴۰۰ هزار رینگیت مالزی و یا معادل آن ارز خارجی در طول دوازده ماه سال داشته باشد.
- بنگاه‌هایی با ثروت خالص بالا:** منظور بنگاه‌ها با ثروت خالص بالا (High Net Worth Entities) بنگاه‌هایی هستند که خالص دارایی‌های تحت تملک و یا مدیریت خود از یک مبلغ مشخصی بیشتر باشد. به عنوان مثال شرکت‌هایی با خالص دارایی بیش از ۱۰ میلیون رینگیت مالزی و یا ارز خارجی معادل بر اساس آخرین صورت‌های مالی حسابرسی شده شامل این گروه هست.
- سرمایه‌گذاران معتبر:** سرمایه‌گذار معتبر بر اساس تعریف SC شامل موارد زیر می‌باشد:
- بانک مرکزی مالزی

^۱ Multilateral Development Banks^۲ Professional Investors^۳ Sophisticated Investors

- یونیت تراست‌ها: صندوق‌هایی هستند که با جمع‌آوری سرمایه از محل سپرده سرمایه‌گذاران، اقدام به سرمایه‌گذاری در سبدی از اوراق بهادار می‌کنند.
 - صندوق‌های با سرمایه بسته^۱ که توسط SC تأیید شده است.
 - مؤسسات مجاز بر اساس قانون خدمات مالی (CMSA) و بانک‌های اسلامی بر اساس قانون خدمات مالی اسلامی سال ۲۰۱۳.
 - شرکت‌های بیمه ثبت‌شده ذیل قانون بیمه سال ۱۹۹۶.
۷. سایر سرمایه‌گذاران: سرمایه‌گذاران مهم در بازار اوراق شامل صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، مؤسسات مدیریت دارایی، سرمایه‌گذاران خرد می‌باشد.
۸. از دیگر واسطه‌ها در فرآیند انتشار اوراق در مالزی می‌توان به سایر واسطه‌های فعال در انتشار اوراق بدهی و صکوک شامل نماینده تسهیل‌کننده^۲، نماینده پرداخت، مشاور شرعی، امین، مؤسسات سپرده‌گذاری مجاز^۳؛ مشاور قانونی و شرکت‌های حسابداری اشاره کرد.

۳-۳-۴- نهادهای ناظر و نظارت در بازار پول مالزی

به طور کلی، بازار پول و اوراق بدهی در مالزی تحت نظارت بانک نگارای مالزی (BNM) و کمیسیون اوراق بهادار مالزی (SC) قرار دارد. قانون بانک مرکزی مالزی^۴ (مصوب سال ۲۰۰۹)، قانون خدمات و بازار سرمایه^۵ (مصوب سال ۲۰۰۷) و قانون کمیسیون اوراق بهادار مالزی^۶ (مصوب ۱۹۹۳)، به عنوان قوانین مهم و کلیدی بازار پول و اوراق بدهی مالزی هستند.

در بازار مالزی، مفهومی با عنوان ثبت اوراق بدهی و صکوک وجود ندارد. معاملات ابزارها و انواع اوراق در بازار خارج از بورس (OTC) و یا در بورس اوراق بهادار مالزی صورت می‌پذیرد و توسط پلتفرم معاملات الکترونیکی (ETP^۷) که به وسیله بورس مالزی عملیاتی شده است، گزارش می‌گردد. تمامی معاملات از جمله

^۱ Close-End fund

^۲ Facility Agent

^۳ Authorized Depository Institution

^۴ Central Bank of Malaysia

^۵ The Capital Markets and Services Act

^۶ Securities Commission Malaysia

^۷ Electronic Trading Platform

معاملات بازار خارج از بورس می‌بایست از طریق ETP در طی مدت حداکثر ۱۰ دقیقه پس از اجرای آن، برای عموم گزارش‌شده و اطلاعات آن برای شفافیت اطلاعاتی منتشر گردد.

دستورالعمل‌ها و قوانین توسط نهادهای قانون‌گذار برای بازار اوراق بهادار (به ترتیب بانک نگارای مالزی و کمسیون اوراق بهادار مالزی) به منظور نظارت بر فعالیت‌ها و فعالین بازار منتشر می‌شود. همچنین دیگر دستورالعمل‌ها و قوانین توسط نهادهای بازار، زیر نظارت بانک نگارای مالزی منتشر می‌گردد. این دستورالعمل و بخشنامه‌ها، حاوی اطلاعاتی پیرامون چگونگی اعمال قوانین و فعالیت‌های خاص در بازار است. همچنین بخش 212 از قانون خدمات و بازار سرمایه (CMSA)، بیان می‌کند که تمامی عرضه‌های اوراق بهادار بدهی و صکوک در بازار مالزی به جز عرضه اوراق بهادار دولتی و عرضه به سرمایه‌گذاران پیچیده، ملزم به تأیید SC هستند.

به منظور مدیریت بازارها و عملیات اعضا و فعالان آن، قوانین مختلفی توسط نهادهای بازار از جمله بورس اوراق بهادار مالزی (BMS)، سپرده‌گذاری بورس مالزی (BMD) و نهاد MyClear ارائه شده است. الزامات پذیرش و قوانین معاملاتی بورس مالزی و همچنین روش عملیاتی سیستم تسویه RENTAS، مثال‌هایی از این دست قوانین هست. همانطور که اشاره شد بازار پول و اوراق بدهی در مالزی تحت نظارت بانک نگارای مالزی (BNM) و کمسیون اوراق بهادار مالزی (SC) قرار دارد. هر دو قانون‌گذار نقش مهمی در نظارت بر واسطه‌های مالی و فعالیت‌های بازار ایفا می‌کنند. توسعه و حمایت از زیرساخت‌های بازار و بهبود محیط سرمایه‌گذاری از دیگر وظایف آنان نیز می‌باشد.

بانک مرکزی مالزی: بانک نگارای مالزی به عنوان مهم‌ترین ناشر ابزارهای بازار پول و اسناد پولی مطرح هست که این ابزار برای مدیریت نقدینگی در هر دو بازار مالی متعارف و اسلامی مورد استفاده می‌باشد. از سال ۲۰۰۵، به بانک نگارای مالزی اجازه داده شده است که اوراق بهادار دولت را از بازار اولیه و ثانویه بر اساس قیمت‌های بازار خریداری نموده و با خرید اوراق بهادار عملیات بازار باز (OMO) خود را انجام دهد. به منظور دسترسی به اهداف بانک مرکزی مالزی، اختیارات حقوقی جامعی به بانک نگارای مالزی واگذار شده است تا تحت قوانین و مقررات مختلف بتواند اقدامات متنوعی را برای تنظیم و نظارت بر سیستم مالی مالزی انجام دهد. این قوانین شامل قانون بانک مرکزی مالزی سال ۲۰۰۹، قانون خدمات مالی سال ۲۰۱۳، قانون خدمات مالی اسلامی سال ۲۰۱۳^۱ و قانون توسعه مؤسسات مالی سال ۲۰۰۲ است. مجموع این قوانین منجر

^۱ Islamic Financial Services Act

به این امر شده است که بانک مرکزی به ارائه مجوز و نظارت بر بانک‌های متعارف و اسلامی، شرکت‌های تأمین سرمایه، کارگزاران بازار پول^۱، شرکت‌های بیمه، عملیات تکافل (بیمه‌های حمایتی مشترک) و توسعه مؤسسات مالی فعال بازار اوراق بدهی و صکوک بپردازد.

یکی دیگر از وظایف مهم بانک نگارای مالزی، نظارت بر زیرساخت‌های^۲ FAST و RENTAS از طریق یکی شرکت‌های تابعه خود به نام MyClear هست. قوانین و دستورالعمل‌های مربوط به دو زیرساخت FAST و RENTAS توسط شرکت MyClear و بر اساس اختیاراتی که بانک نگارای مالزی داده است، منتشر می‌شود. از طرفی به عنوان بانکدار و مشاور دولت، بانک نگارای مالزی وظیفه مدیریت بدهی‌های دولت در داخل کشور و خارج از آن را بر عهده دارد. بانک نگارای مالزی، دولت را پیرامون برنامه قرض‌گیری خود، مشاوره می‌دهد. این مشاوره‌ها شامل برنامه‌ریزی جدول زمانبندی حراج انواع اوراق بهادار دولتی با در نظر گرفتن شرایط زمانی و نوع اوراق بهادار است. علاوه بر این بانک نگارای مالزی وظیفه انتشار، پذیرش، تسویه و بازخرید اوراق بهادار دولتی را از طریق پلتفرم‌های انتشار و حراج و تسویه خود به عهده دارد. لازم به ذکر است به منظور جلوگیری از دخالت بی‌مورد و تأثیرگذاری بر قیمت‌های بازار، فعالیت بانک نگارای مالزی در بازار اولیه بر اساس میانگین وزنی قیمت حراج بوده و محدود به ۱۰٪ از اندازه انتشار اوراق هست. به صورت مشابه، اندازه خرید در بازار ثانویه محدود به ۱۰ درصد از کل اوراق منتشرشده در بازار می‌باشد.

کمیسیون اوراق بهادار مالزی: کمیسیون اوراق بهادار مالزی به عنوان مرجع اصلی در ارتباط با مقررات و فعالیت بازار سرمایه مالزی هست. برخی از وظایف SC شامل موارد ذیل می‌باشد:

- تدوین دستورالعمل‌ها و مقررات، اصول و استانداردها
- نظارت بر بورس‌ها، اتاق پایاپای، و سپرده‌گذاری مرکزی
- فعالیت به عنوان نهادی برای ثبت امیدنامه شرکت‌ها
- نظارت بر تمامی موارد مربوط به اوراق بهادار و قراردادهای
- نظارت بر تیک اور و ادغام شرکت‌ها
- نظارت بر تمامی موارد مربوط به صندوق‌ها

^۱ Money Brokers: کارگزاران بازار پول، مسئول تنظیم معاملات بین دو یا چند موسسه بین بانکی هستند. کارگزاران بازار پول، این امکان را دارند که معاملات بین مؤسسات بانکی و همتایان خارجی را در بازار بین المللی ترتیب دهند.

^۲ Fully Automated System for Issuing/Tendering (FAST)

سایر نهادهای مربوطه از جمله بورس مالزی و شرکت‌های تابعه و شورای مشورتی شرع^۱: بورس مالزی و شرکت‌های تابعه آن، قوانین موثر و چارچوب نظارتی کاملی را ایجاد نموده‌اند که با استفاده از آن بازار و فعالین آن شامل ناشران پذیرش‌شده و مدیران و مشاوران آنان، سازمان‌های شرکت‌کننده در بازار، معامله‌گران و ... را سامان بخشیده‌اند. به منظور اطمینان از مطابقت تمامی ابزارهای اسلامی بازار سرمایه با اصول شرعی، شورای مشورتی شرع در سال ۱۹۹۶ توسط SC برای بازار داخلی مالزی تأسیس گردید. در حال حاضر دو شورای مشورتی شرع در مالزی وجود دارد. علاوه بر شورای مشورتی SC، بانک نگارای مالزی نیز دارای شورای مشورتی خود می‌باشد.

شورای مشورتی برای نهاد قانون‌گذاری به عنوان بالاترین نهاد قانونی در تمامی موضوعات شرعی پیرامون محصولات مالی می‌باشد. شورای مشورتی SC وظیفه تصمیم‌گیری نهایی در خصوص محصولات بازار سرمایه اسلامی را داشته و این در حالی است که شورای مشورتی بانک نگارای مالزی این وظیفه را در قبال بانکداری اسلامی، تکافل و حوزه‌های تحت نظر خود دارد.

۳-۳-۵- مکانیزم‌های اجرایی در بازار پول مالزی

معاملات اولیه: در بازار مالزی، عملیات مربوط به بازار اولیه از طریق بانک نگارای مالزی در قالب سیستم FAST^۲ صورت می‌گیرد. انجام معامله در اوراق بهادار بازار پول که عمدتاً شامل اوراق بهادار دولتی می‌شود، بر اساس قانون خدمات و بازار سرمایه سال ۲۰۰۷ تنظیم می‌گردد. معامله گران اوراق بهادار دولتی، معمولاً شامل مؤسسات بانکی هست که توسط بانک نگارای مالزی مجاز هستند. در کنار بانک‌های تجاری و بانک‌های اسلامی، بانک‌های سرمایه‌گذاری به عنوان فعالان بازار بین بانکی برای اوراق بهادار دولتی می‌باشند. علاوه بر این، بانک نگارای مالزی قوانین و دستورالعمل‌هایی را منتشر می‌نماید که به تنظیم انتشار، تخصیص، پرداخت سود، بازخرید و تسویه وجوه از طریق سیستم FAST^۳ و RENTAS^۴ می‌پردازد.

سیستم معاملات خودکار FAST: در بازار مالزی، بخش بازار اولیه به وسیله بانک نگارای مالزی و از طریق سیستم FAST تسهیل شده است. FAST سیستمی تسهیل‌کننده برای انتشار تمامی اوراق قرضه و

^۱ Shariah Advisory Council

^۲ Fully Automated System for Issuing/Tendering : این سیستم بستری برای انتشار و مناقصه اوراق بدهی و صکوک در بازار مالزی می‌باشد. حراج اوراق بدهی از طریق این سیستم صورت می‌پذیرد. همچنین این سیستم به صورت مستقیم به سیستم تسویه RENTAS متصل می‌باشد.

^۳ Fully Automated System for Issuing/Tendering

^۴ Real Time Electronic Transfer of Funds and Securities System

ابزارهای بازار پول که توسط بانک نگارای مالزی و یا نهاد قانونی مرتبط تأیید شده است، مورد استفاده می‌باشد. این سیستم انتشار اوراق را هم از طریق عرضه خصوصی و هم از طریق مناقصه فراهم آورده است. این سیستم اطلاعاتی پیرامون شرایط انتشار، قیمت‌های بازار، جزئیات مربوط به معاملات انجام‌شده و سایر اخبار مربوط به اوراق بدهی را در دسترس سرمایه‌گذاران قرار داده است.

FAST ابتدا به وسیله بانک نگارای مالزی در سال ۱۹۹۶ به منظور خودکارسازی فرآیند مناقصه اوراق بهادار دولتی و یا ابزارهای بانک نگارای مالزی که از طریق شبکه معامله گران اصلی منتشر می‌شد، ایجاد گردید. در سال ۱۹۹۷، این سیستم بهبود پیدا کرده و ابزارهایی همچون اوراق خزانه و اسناد تجاری را که از طریق عرضه خصوصی و یا مناقصه به فروش می‌رفت، در بر گرفت. تمامی پیشنهادات خرید از طریق معامله گران اصلی و به وسیله سیستم FAST صورت می‌پذیرد. FAST به عنوان یک پلتفرم تعیین‌شده برای انتشار و مناقصه اوراق بدهی و صکوک در بازار مالزی می‌باشد. همچنین حراج اوراق نیز از طریق امکانات FAST انجام می‌شود. FAST به صورت مستقیم به سیستم تسویه RENTAS متصل می‌باشد.

سیستم عملیاتی تسویه RENTAS: تسویه معاملات بازار اولیه و ثانویه در اوراق بهادار دولتی و اوراق بدهی شرکتی پذیرش نشده، از طریق سیستم SSTS که در واقع بخشی از سیستم RENTAS هست، صورت می‌پذیرد. سیستم RENTAS در سال ۱۹۹۱ به وسیله بانک نگارای مالزی ایجاد گردید که شامل سیستم انتقال وجوه بین بانکی برای نقل و انتقال وجوه با ارزش بالا هست. همچنین سیستم RENTAS مجاز به تسویه اوراق بدهی و نگهداری سوابق آن هست.

معاملات ثانویه: در مالزی، اوراق قرضه، اسناد خزانه و صکوک هم می‌تواند در بازار خارج از بورس^۱ (در مواردی که اوراق بدهی پذیرش نشده‌اند) و هم در بازار بورس (تنها اوراقی که پذیرش شده‌اند) مورد معامله قرار گیرند. اکثر اوراق قرضه، اسناد خزانه و صکوک در بازار ثانویه خارج از بورس از طریق مذاکره میان خریدار و فروشنده معامله می‌شود. اکثر معاملات از طریق تلفن صورت می‌پذیرد. علاوه بر این در مالزی، فعالین بازار می‌توانند با استفاده از بستر معاملات الکترونیکی (ETP)^۲ که توسط بورس اوراق بدهی مالزی^۳ (شرکت تابعه بورس مالزی) اجرایی شده است، به مشاهده، جستجو و انجام معاملات خارج از بورس بپردازند. به طور همزمان، معامله در اوراق قرضه، اسناد خزانه و صکوک پذیرفته‌شده، تحت نظارت بورس اوراق بهادار

^۱ OTC

^۲ Electronic Trading Platform:

^۳ Bursa Bonds (Bursa Malaysia Bonds)

مالزی^۱ امکان‌پذیر می‌باشد. همچنین معاملات اوراق بدهی پذیرفته‌شده، بر اساس الزامات ثبت و قوانین معاملات بورس اوراق بدهی مالزی می‌باشد. همانطور که بیان شد، سیستم ETP بستری برای بازار اوراق داخلی مالزی می‌باشد. ETP به عنوان مخزن اطلاعات معاملاتی و قیمت‌ها عمل کرده و با سیستم FAST و اطلاعات مربوط به مناقصات در ارتباط می‌باشد. از ویژگی‌های سیستم ETP می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- گزارشات مربوط به تمامی معاملات ثانویه بازار اسناد خزانه و اوراق قرضه
- بستر الکترونیکی برای تطبیق سفارشات، به طوری که سفارشات خرید و فروش برای اوراق بهادار دولتی و اوراق سرمایه‌گذاری دولتی^۲ و اوراق شرکتی و ... را با یکدیگر مطابقت می‌دهد.
- بستری برای تبلیغ و مذاکره که در آن معامله‌گران می‌توانند به تبلیغات بپردازند
- مذاکره برای معاملات یک به یک برای تمامی اوراق بدهی و صکوک
- محتوای اقتصادی سیستم ETP شامل موارد ذیل می‌باشد:
- هسته مرکزی برای مطابقت سفارشات، گزارش معاملات و مذاکره بین معامله‌گران
- سیستم جامعی برای اطلاعات مربوط به قیمت، بازدهی و معاملات
- ذخیره‌ای برای داده‌های تاریخی
- سیستم نظارت بر معاملات بازار در زمان معاملاتی بازار

هر شخصی این امکان را دارد که به بورس اوراق بدهی مالزی درخواست خود را مبنی بر دسترسی به اطلاعات ETP بدهد. علاوه بر سیستم ETP، بسترهای معاملاتی بلومبرگ و رویترز پیشنهاد خود را برای ثبت در بازار خارج از بورس مالزی داده‌اند. لازم به ذکر است مطابق با قانون ۳۴ بازار و خدمات سرمایه^۳ مالزی، تمام ارائه‌دهندگان بسترهای الکترونیکی معاملات باید بر اساس الزامات کمیسیون اوراق بهادار مالزی به ثبت برسند.

معاملات اوراق بدهی در بازار اوراق بدهی مالزی نیز فراهم شده است. اوراقی که در این بازار معامله می‌شود با عنوان اوراق بدهی و صکوک قابل معامله^۴ شناخته شده است. اوراق بدهی و صکوک قابل معامله در بازار اوراق بهادار مالزی در سال ۲۰۱۲ معرفی شد. این اوراق هم بخش دولتی و هم بخش شرکتی را شامل می‌شود. به طور کلی هنگامی که اوراق دولتی و یا صکوک از طریق FAST منتشر و عرضه شود، این ابزارها

^۱ Bursa Malaysia Securities Sdn. Bhd.

^۲ MGII

^۳ Capital Markets and Services Act (CMSA)

^۴ Exchange-Traded Bonds and Sukuk (ETBS)

می‌تواند در بورس اوراق بهادار مالزی (BMS) مظنه‌گذاری شده و در بازار ثانویه مورد معامله قرار گیرد. بر خلاف این موضع، اوراق و صکوک که برای سرمایه‌گذاران خرد عرضه نمی‌شود (شامل اوراقی که ذیل دستورالعمل Lodge and Launch Framework منتشر شده است)، معاملات ثانویه‌ای در بورس اوراق بهادار مالزی (BMS) ندارند.

اولین اوراق بدهی و صکوک قابل معامله در سال ۲۰۱۳ منتشر گردید. به واسطه ویژگی‌های این اوراق، بیشتر سرمایه‌گذاران خرد به سمت این اوراق تمایل پیدا کرده‌اند. دسترسی به معاملات اوراق بدهی و صکوک قابل معامله در بازار اوراق بهادار مالزی تنها برای اعضای بازار بدهی فراهم می‌باشد که شامل کارگزاران، بانک‌های اسلامی و تجاری و نهایت بانک‌های سرمایه‌گذاری که مجوز معامله در بازار بدهی را دارند. سرمایه‌گذاران خرد می‌توانند اوراق بدهی و صکوک قابل معامله را از طریق واسطه‌های عضو بازار بدهی مورد معامله قرار دهند.

۳-۳-۶- روش‌های عرضه اوراق دولتی در مالزی

در کشور مالزی روش‌های مختلفی برای عرضه برای اوراق بهادار دولتی وجود دارد. اغلب اوراق بهادار دولت مالزی و یا سایر اوراق بدهی که توسط دولت مالزی و یا بانک نگارای مالزی منتشر می‌شود از طریق روش حراج است. حراج برای اوراق بهادار دولتی توسط بانک نگارای مالزی و با کمک معامله‌گران اصلی (PDS) صورت می‌پذیرد. فعالان بازار به غیر از معامله‌گران اصلی این امکان را دارند که سفارشات خود را از طریق معامله‌گران اصلی ارسال نمایند. سرمایه‌گذاران خرد نمی‌توانند به صورت مستقیم در حراج شرکت کرده و از این جهت سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در انواع اوراق بدهی بازار پول باید از خدمات معامله‌گران مجاز اوراق دولتی استفاده نمایند. به طور کلی تمامی اوراق و ابزارهای بازار پول در کشور مالزی و با ماهیت ناشر دولتی، بانک نگارای مالزی و یا شرکت‌ها، به روش حراج و در موارد بسیار کم به روش عرضه خصوصی انجام می‌شود.

در ذیل به بررسی حراج اوراق بهادار دولت پرداخته شده است:

الف) حراج رقابتی توسط بانک نگارای مالزی: بانک نگارای مالزی از طرف دولت، اوراق خزانه دولتی، اسناد و صکوک را از طریق حراج رقابتی چند قیمتی منتشر می‌نماید. حراج‌های اوراق بهادار دولت تنها برای معامله‌گران اصلی مجاز بوده و این در حالی است که مناقصه‌های مربوط به اوراق سرمایه‌گذاری دولتی (MGII) برای هر دو معامله‌گران اصلی و معامله‌گران اصلی اسلامی مجاز است. در اوراق سرمایه‌گذاری دولتی،

تمامی بانک‌های اسلامی مجاز به شرکت در حراج می‌باشند. هنگام حراج اوراق، سفارشات ارسالی می‌تواند بر مبنای بازده تا سررسید و با قیمت باشد. سفارشات بر مبنای قیمت برای اوراق قبلی که بازگشایی مجدد^۱ دارند و برای معامله در بازار ثانویه آماده می‌شود، مورد استفاده است. درحالی‌که برای انتشار اوراق جدید سفارشات بر اساس بازده تا سررسید می‌باشد. مبنای حراج برای اوراق بدهی متعارف، بازده تا سررسید (Yield) بوده و این در حالی است که برای اوراق بدهی اسلامی، نرخ سود (profit rate) است.

ب) حراج غیررقابتی توسط بانک نگارای مالزی: بانک نگارای مالزی این امکان را دارد که در حراج‌های مربوط به اوراق بهادار دولت با هدف تأمین اوراق بهادار برای عملیات بازار باز خود، چه برای قراردادهای ریپو یا قرض‌گیری و قرض دادن اوراق بهادار شرکت نماید. پیشنهادات خرید از طریق حراج غیررقابتی صورت می‌گیرد و در این حالت اوراق بهادار بر اساس میانگین وزنی بازده تا سررسید (حراج غیررقابتی) سایر پیشنهاددهندگان به بانک نگارای مالزی تخصیص داده می‌شود. این موضوع به دلیل شفافیت و اصل انصاف صورت می‌پذیرد. حداکثر مقدار تخصیص اوراق به بانک نگارای مالزی معادل ۱۰ درصد کل اوراق منتشره است.

ج) معاملات بازار پیش معامله (When-Issued): معاملات بازار پیش معامله (WI) یکی از ویژگی‌های منحصر بفرد بازار بدهی مالزی می‌باشد. معاملات بازار پیش معامله به دوره زمانی اعلام انتشار اوراق دولتی تا عرضه واقعی اوراق گفته می‌شود که این مدت زمان به عنوان یک مکانیسم کشف قیمت هم برای ناشر و هم برای معامله‌گران اصلی مورد استفاده است. معاملات بازار پیش معامله بر اساس بازده تا سررسید بوده و تا سه رقم اعشار می‌باشد. همچنین معاملات بازار پیش معامله تا زمان عرضه اوراق بدهی ادامه پیدا خواهد کرد. تسویه معاملاتی که در بازار پیش معامله صورت می‌پذیرد، پس از انتشار اوراق بهادار دولتی بوده و به صورت استاندارد، دو روز کاری پس از عرضه می‌باشد. پیشنهادات خرید توسط معامله‌گران اصلی از طریق سیستم FAST صورت می‌پذیرد. معامله‌گرانی غیر از معامله‌گران اولیه و سایر مؤسسات می‌توانند از طریق معامله‌گران اولیه حداکثر به اندازه ۳۰ درصد برای هر پیشنهاددهنده، سفارشات را به خود تخصیص دهند. در صورت انجام معامله، اوراق بهادار از طریق سیستم RENTAS به خریداران تخصیص داده می‌شود.

د) بازگشایی مجدد: به منظور بهبود نقدشوندگی، اوراق دولتی موجود بازگشایی مجدد می‌شوند. بازگشایی اوراق به معنای عرضه اوراق جدید با شرایط و وضعیت مشابه با اوراق موجود است. این موضوع منجر به

^۱ Reopening

افزایش اندازه اوراق منتشرشده در بازار خواهد شد. اوراق بازگشایی‌شده دارای تاریخ سررسید، کد شناسایی اوراق یکسان با اوراق قبلی منتشرشده می‌باشد. تنها تفاوت موجود با اوراق منتشرشده قبلی معمولاً میان تاریخ انتشار و قیمت انتشار بر اساس نرخ بازده تا سررسید موجود در بازار می‌باشد.

۴-۳- ترکیه

بازار اوراق ترکیه عملیات خود را در سال ۱۹۹۱ به منظور تسهیل در شفاف‌سازی و ایجاد محیطی قابل اعتماد برای معاملات ثانویه اوراق بدهی و ابزارهای مربوطه ایجاد نمود. با توجه به ساختار دولتی بورس استانبول و نیاز شدید به تأمین مالی از بخش عمومی، بازار اوراق بدهی ترکیه هدف خود را تأمین مالی داخلی با کمترین هزینه قرار داد. در این بین بازار خرید و فروش عمده از سال ۱۹۹۱ میلادی به منظور انجام معاملات بازار ثانویه اوراق با درآمد ثابت، بازار قراردادهای ریپو و ریپو معکوس در سال ۱۹۹۳ میلادی به منظور انجام معاملات قراردادهای ریپو، بازار ریپو بین بانکی از سال ۲۰۱۱ میلادی در این کشور راه‌اندازی شده است. به طور کلی علی‌رغم اینکه ترکیه عضو اتحادیه اروپا نمی‌باشد، اما قوانین خود در حوزه اوراق بهادار و بازار پول و سرمایه را در وهله اول بر اساس قوانین اتحادیه اروپا مدل‌سازی نموده است.

به طور کلی در کشور ترکیه اوراق دولتی و بانکی سهم عمده‌ای از انتشار اوراق در بازار پول و بدهی ترکیه را به خود اختصاص داده‌اند. بخش عمده‌این اوراق شامل اوراقی که توسط نهادهای عمومی غیر شرکتی منتشر می‌شود شامل اوراق دولتی و اسناد نقدشونده بانک مرکزی ترکیه^۱ است. بر اساس آمارهای بانک مرکزی ترکیه، حدود ۹۰ درصد از ارزش اوراق منتشرشده در بازار اوراق ترکیه (شامل ابزارهای بازار پول و سرمایه) به اوراق ریپو و ریپوی معکوس بین بانکی اختصاص دارد.

به طور کلی بازار اوراق در ترکیه، یک بازار سفارش محور^۲ است. در سال ۱۹۹۱، بازار اوراق بدهی استانبول، سیستمی قابل اعتماد و شفاف را جهت انجام معاملات ثانویه اوراق بهادار بدهی و محصولات مرتبط ایجاد نمود. معاملات انواع اوراق بدهی در بازار بدهی ترکیه به صورت الکترونیکی از طریق سیستم حراج چند قیمتی - حراج پیوسته^۳ خودکار صورت می‌گیرد، یعنی سفارشات خرید و فروش به صورت خودکار بر مبنای

^۱ Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT)

^۲ Order-Driven

^۳ Automated multiple price-continuous auction

تقدم نرخ و تقدم زمان با یکدیگر مطابقت داده می‌شوند و خریداران و فروشندگان سفارشات خود را از طریق پایانه‌های معاملاتی وارد سیستم می‌نمایند. بازار اوراق در ترکیه، برای معاملات انواع اوراق بدهی بازارهای مجزا با ویژگی‌های پذیرش و معاملاتی متفاوت ایجاد نموده است. از جمله بازارهایی که در آنها انواع اوراق با سررسید کمتر از یکسال و با ماهیت ابزارهای بازار پول معامله می‌شوند می‌توان به بازارهای خرید و فروش یکجا، بازار قراردادهای ریو و ریوی معکوس، بازار ریوی بین بانکی و بازار پول اشاره کرد.

۳-۴-۱- بازارهای مختلف برای ابزارهای بازار پول در ترکیه

۳-۴-۱-۱- بازار پول استانبول

بانک‌ها و واسطه‌های مالی که بر اساس قوانین و مقررات بورس استانبول و بانک تاکاس^۱ ترکیه مجاز می‌باشند، می‌توانند در بازار پول استانبول به معامله بپردازند. در این بازار، قرض با وثیقه و معاملات قرض دهی^۲ بانک‌ها و مؤسسات واسطه‌ای که عرضه و تقاضای لیر ترکیه را دارند انجام می‌گیرد. بانک تاکاس ترکیه، خدمات طرف معامله مرکزی (Central Counterparty) را برای اعضا فراهم کرده و تسویه نهایی را ضمانت می‌کند. به این صورت که در نهایت به عنوان خریدار برای فروشندگان و فروشنده برای خریداران برای هر معامله نقش ایفا می‌نماید. در این بازار انجام معاملات بر اساس سفارشات بر مبنای حراج چند قیمتی صورت می‌گیرد.

۳-۴-۱-۲- بازار قرارداد بازخريد

قرارداد بازخريد به فروش و بازخريد همزمان اوراق بهادار با سررسیدهای مختلف اطلاق می‌شود. قرارداد بازخريد معکوس نقطه مقابل قرارداد بازخريد است. به این مفهوم که قرارداد خرید و فروش همزمان یک اوراق بهادار با سررسیدهای مختلف است. گفتنی است که بازخريد و معکوس آن دو روی یک معامله‌اند. نام آن بستگی به این دارد که در اولین قرارداد فرد خریدار است یا فروشنده. اوراق قرضه دولتی، اسناد خزانه و گواهی نقدینگی که توسط بانک مرکزی ترکیه منتشر می‌شود، می‌توانند به اوراق بدهی وثیقه برای معاملات قرارداد بازخريد و بازخريد معکوس در بازار استفاده گردد. در این بازار، دو نوع سفارش محدود و سفارش بازار وارد سیستم معاملات می‌شود. در سفارش محدود، سفارشات بر اساس نرخ بازدهی مشخصی می‌باشد و مقدار قرارداد ریپو، ضربی از حداقل مقدار سفارش می‌باشد اما در سفارش بازار، نرخ بازدهی مشخص نمی‌باشد.

^۱ Takasbank

^۲ Collateralized borrowing and lending transactions

سفارشات در این بازار بر اساس حراج چند قیمتی و حراج پیوسته صورت می‌گیرد. در این بازار سفارشات قرارداد ریپو، با سفارشات ریپو معکوس با نرخ بازدهی یکسان و یا کمتر تطابق داده می‌شود و این درحالی است که سفارشات ریپو معکوس بر اساس نرخ بازدهی یکسان و یا بالاتر تطبیق داده می‌شود.

۳-۴-۱- بازار قرارداد بازخرید بین بانکی^۱

بازار ریپو و ریپو معکوس بین بانکی در سال ۲۰۱۱ تأسیس گردید و بانک مرکزی ترکیه و بانک‌های دیگر مجاز به انجام عملیات در این بازار می‌باشند. تمام قوانین و مقررات زیرساخت‌های بازار مشابه بازار ریپو و ریپو معکوس می‌باشد. در این بازار بانک‌ها تنها مجاز به انجام معامله برای حساب خود بوده و از طرف مشتریان معامله‌ای را انجام نمی‌دهند. در این بازار، اوراق قرضه دولتی، اسناد خزانه و اسناد نقدشوندگی بانک مرکزی ترکیه مورد معامله قرار می‌گیرد.

۳-۴-۱- بازار خرید و فروش یکجا^۲

در این بازار معاملات ثانویه اوراق بدهی، دارایی‌های تبدیل‌شده به اوراق بهادار^۳، گواهی‌های لیزینگ، اسناد نقدینگی منتشرشده توسط بانک مرکزی ترکیه^۴ و سایر اوراق بهاداری که توسط بورس استانبول تأییدشده است، می‌توانند با پول رایج ترکیه (لیر) و یا ارزهای خارجی معامله شوند. در بازار خرید و فروش یکجا سفارشات بر «مبنای حراج چند نرخ و حراج پیوسته» با یکدیگر مطابقت داده می‌شود. به این صورت که در این بازار، اولویت با بالاترین قیمت در سمت خرید و پایین‌ترین قیمت در سمت فروش می‌باشد. چنانچه سفارشات قیمت یکسانی داشته باشند، اولویت با سفارشی می‌باشد که زودتر وارد سیستم معاملات شده است.

۳-۴-۲- ابزارهای بازار پول در ترکیه

بانک مرکزی ترکیه به منظور مدیریت نقدینگی و مدیریت هر چه بهتر در حوزه تأمین مالی دولت اقدام به انتشار انواع ابزارهای بازار پول و با سررسیدهای کمتر از یکسال می‌نماید که در ادامه با آن‌ها پرداخته می‌شود:

اسناد خزانه بانک مرکزی ترکیه: اسناد خزانه (T-Bill) به تعهدات کوتاه مدت دولت ترکیه اطلاق می‌شود که برای جبران کسری بودجه جاری دولت و تأمین مالی مجدد بدهی‌های سررسید شده دولتی،

^۱ Interbank Repo and Reverse Repo Market

^۲ Outright Purchase and Sales Market

^۳ Securitized asset

^۴ Liquidity bills issued by the Central Bank of the Republic of Turkey

منتشر می‌شود. خرید و فروش اسناد خزانه یکی از ابزارهای مهمی است که به وسیله دولت ترکیه برای اجرای سیاست‌های پولی استفاده می‌شود. این اسناد هنگام فروش به صورت تنزیل شده (به مبلغی کمتر از مبلغ اسمی) به فروش می‌رسند و در تاریخ سررسید، دارنده آن مبلغ اسمی سند را دریافت می‌کند. پس در ردیف ابزارهای تنزیل شده بازار پول قرار می‌گیرند.

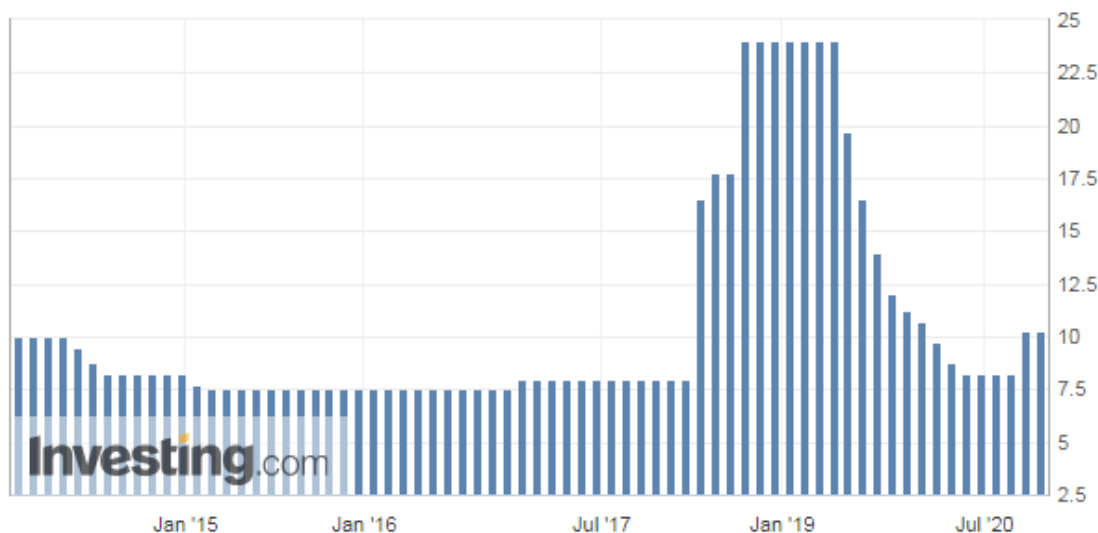
انتشار و بازخرید این اوراق توسط بانک مرکزی ترکیه و به نمایندگی از دولت انجام می‌شود. مهم‌ترین ویژگی اسناد خزانه، ریسک اندک آن است. سرمایه‌گذاری که وجوه خود را در اسناد خزانه سرمایه‌گذاری می‌کند مایل به پذیرش کمترین ریسک ممکن است. به همین دلیل این اسناد از بازده نسبتاً پایینی برخوردارند. اسناد خزانه عمدتاً توسط مؤسسات سرمایه‌گذاری که به دنبال سرمایه‌گذاری موقت در مکانی مطمئن هستند، خریداری می‌شود. اسناد خزانه بر اساس کسر نسبت به ارزش اسمی به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شود و بازدهی سرمایه‌گذار حاصل تفاوت ارزش اسمی اوراق و قیمت کسری است که اوراق را خریداری نموده است.

پذیره‌های بانکی: پذیره‌های بانکی، به برات‌های مدت‌دار قابل پرداخت به فروشنده کالاها اطلاق می‌شود که پرداخت آن به وسیله یک بانک تضمین می‌شود. معمولاً پذیره‌های بانکی در کشور ترکیه دارای سررسید ۹۰ روزه هستند اما در موارد اوراق با سررسید ۳۰ روزه و ۱۸۰ روزه نیز منتشر می‌شود. پذیره بانکی که دستور پرداخت مبلغ معینی به حامل آن در تاریخ معینی است، از جمله قدیمی‌ترین و کوچک‌ترین (از نظر حجم و مبلغ) ابزارهای بازار پول به شمار می‌رود. در هر حال این ابزار به منظور تأمین مالی کالاهایی که هنوز از فروشنده به خریدار منتقل نشده است مورد استفاده قرار می‌گیرد. بدین ترتیب که این اوراق توسط یک مؤسسه تجاری و در وجه یک بانک تجاری خصوصی کشیده می‌شود و وقتی که بانک مزبور آن را مهر نماید (یعنی بپذیرد) به عنوان یک پذیرش بانکی شناخته می‌شود.

قرارداد یا توافق بازخرید: قرارداد یا توافق بازخرید توافقی است که شامل فروش اوراق بهادار به وسیله یک طرف به طرف مقابل است که فروشنده تعهد می‌کند که اوراق بهادار فروخته‌شده را با قیمت معین و در تاریخ مشخص بازخرید کند. به همین دلیل توافق یا قرارداد بازخرید، یک وام با وثیقه است و وثیقه آن همان اوراق بهاداری است که باید در موعد مقرر عودت داده شود. اوراق بهاداری که اغلب در قراردادهای بازخرید در ترکیه استفاده می‌شود، شامل اسناد خزانه دولت ترکیه و اوراق بهادار نهادهای دولتی است. توافق یا قرارداد بازخرید معکوس توافقی است که شامل خرید اوراق بهادار به وسیله یک طرف از طرف دیگر است، به نحوی

که خریدار متعهد می شود در موعد مقرر اوراق بهادار خریداری شده را به طرف مقابل بفروشد (باز فروش کند). از آنجا که در هر قرارداد باز خرید، طرفین رویکردها و مواضع متقابلی دارند، عنوان قرارداد باز خرید و قرارداد باز خرید معکوس را می توان به طور یکسان برای هر دوی این قراردادهای به کار برد. در نمودار زیر روند ۵ ساله نرخ بهره هفتگی ریپوی بانک مرکزی ترکیه نشان داده شده است. همانطور که مشاهده می شود این نرخ بعد از افزایش تا ۲۴ درصد در سال ۲۰۱۹، در حال حاضر در محدوده ۱۰,۲۵ درصد می باشد.

شکل ۱۸- روند ۵ ساله نرخ بهره هفتگی ریپوی بانک مرکزی ترکیه



گواهی سپرده قابل معامله: گواهی سپرده قابل معامله (CD) به سپرده های مدت داری اطلاق می شود که به وسیله بانک ها منتشر می شود و دارای نرخ بهره و تاریخ سر رسید بوده و در بازارهای ثانویه قابل معامله (قابل فروش) است. این نوع سرمایه گذاری در واقع دو مزیت عمده دارد، نخست این که سرمایه گذار می تواند به دقت بازده پول خود را محاسبه کند. دوم، زمان سر رسید اصل و بهره گواهی نیز مشخص است. در ترکیه و در یک دسته بندی کلی، گواهی های سپرده به دو بخش قابل انتقال و غیر قابل انتقال تقسیم می شوند. دارنده گواهی سپرده قابل معامله می تواند آن را قبل از تاریخ سر رسید در بازار ثانویه به فروش برساند. به همین دلیل این گواهی ها از نقد شوندگی بالایی برخوردار هستند، زیرا دارنده آن در صورت نیاز به پول نقد می تواند آن را در بازار ثانویه به فروش برساند. اما گواهی های غیر قابل مبادله، قابل فروش مجدد نیستند و دارندگان آن در صورت نیاز به وجه نقد تنها می توانند به مؤسسه سپرده پذیر مراجعه و با تحمل جریمه در نظر گرفته شده، سپرده خود را از مؤسسه خارج کنند. گواهی سپرده قابل معامله ابزاری بی نام است که دارنده آن در موعد

سررسید می‌تواند اصل و فرع (بهره) آن را دریافت کند. گواهی سپرده قابل معامله در هر زمانی در بازارهای ثانویه قابل معامله است؛ به همین دلیل، خریدار اولیه در موعد سررسید می‌تواند دارنده آن اوراق بهادار نباشد.

۳-۴-۳- قوانین و نهادهای قانون‌گذار

از جمله نهادهای قانون‌گذار در حوزه انتشار و ابزارهای بازار پول در ترکیه می‌توان به بانک مرکزی ترکیه، سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار، هیئت‌مدیره بازار سرمایه^۱ و دفتر مرکزی ثبت^۲ (CRA) اشاره کرد. همچنین در حوزه قوانین، مهم‌ترین قوانین مرتبط شامل قانون بانکداری ترکیه^۳، قانون Turkish Commercial Code و قوانین مربوط به بورس استانبول هستند. این قوانین بر اساس نوع اوراق به صورت مستقیم و غیرمستقیم بر ناشر و عرضه انواع اوراق تأثیر گذارند.

۳-۴-۴- مکانیزم‌های معاملاتی و اجرایی

علاوه بر بازارهای ساختار یافته مانند بورس استانبول، انواع اوراق در ترکیه می‌توانند در بازار خارج از بورس (OTC) مورد معامله قرار گیرند. با این حال، معاملات بازار خارج از بورس باید به بورس استانبول گزارش گردد. تسویه معاملات بازار خارج از بورس از طریق حساب‌های بانکی در بانک مرکزی و یا از طریق حساب‌های کارگزاری در بانک تسویه و سپرده‌گذاری استانبول به نام «تاکاس بانک» و یا از طریق سیستم MKK-13 شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه ترکیه صورت می‌گیرد. تاکاس بانک یک نهاد مالی است که تسویه و پایاپای نمودن برای انواع اوراق بهادار در بازارهای سازمان‌یافته ترکیه را بر عهده دارد. به بیان دیگر، سیستمی برای پایاپای نمودن بازار سهام و اوراق بدهی می‌باشد. این نهاد مالی به عنوان متولی حساب و پایاپای استانبول (Istanbul settlement and custody Bank Inc) شناخته می‌شود.

لازم به ذکر است ابزارهای بازار پول و بدهی مدت‌دار که توسط بانک مرکزی ترکیه (CBRT) و یا وزارت-خانه‌های ترکیه منتشر می‌شود و یا شرکت‌های که توسط بنگاه‌های دولتی تأسیس شده است، می‌توانند بدون پذیرش در بورس مورد معامله قرار گیرد.

^۱ Capital Markets Board (the Board) (CMB)

^۲ Central Registry Agency. ثبت و امانت تمامی اوراق بهاداری که در ترکیه منتشر می‌شود، توسط دفتر مرکزی ثبت (CRA) انجام میشود. دفتر مرکزی ثبت به عنوان سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار ترکیه شناخته می‌شود.

^۳ Turkish Capital Markets Law

۳-۴-۵- روش‌های عرضه انواع اوراق در بازار پول

در هر فصل خزانه‌داری ترکیه انواع اوراق بهاداری که منتشر می‌شود را مشخص می‌نماید. مقادیر انتشار به صورت ماهانه اعلام می‌گردد. اوراق بدهی داخلی بر اساس روش‌های حراج، سیستم Tap و فروش عمومی عرضه می‌گردد. خزانه‌داری عمدتاً از روش سیستم حراج چندگانه قیمت استفاده کند. سایر روش‌های فروش کمتر استفاده شده و غیرمعمول می‌باشد.

حراج چندقیمتی: بانک مرکزی، به عنوان عامل مالی خزانه‌داری، فرآیند حراج را از جمله جمع‌آوری پیشنهادات خرید، مرتب‌سازی و ارسال لیست مرتب شده به خزانه‌داری در روز حراج را انجام می‌دهد. حراج اوراق بدهی داخلی برای تمامی سرمایه‌گذاران اعم از نهادی و فردی در دسترس می‌باشد. سیستم چندگانه قیمتی برای حراج اوراق بهادار از فوریه سال ۲۰۰۴ مورد استفاده می‌باشد. پیشنهاددهندگان خرید لازم است که ۱ درصد از ارزش پیشنهاد خرید خود را در روز حراج به صورت سپرده وثیقه نمایند. معامله گران اولیه از این پرداخت معاف می‌باشند. در روز حراج، پیشنهادات خرید توسط خریداران تا ساعت ۱۲ به سیستم ارسال شده تمامی سفارشات به خزانه‌داری و از طریق بانک مرکزی به صورت الکترونیکی منتقل می‌شود. نتیجه حراج برای عموم نیز اعلام می‌شود.

معامله گران اولیه و نهادهای عمومی این حق را دارند که سفارشات غیررقابتی را قبل از اعلام نتایج حراج ارسال نمایند. چنانچه خزانه‌داری تصمیم بگیرد که پیشنهادات غیررقابتی را پوشش دهند، مقادیری که از طریق فروش غیررقابتی منتشر می‌شود قبل از ساعت ۱۱ صبح در تاریخ حراج اعلام می‌گردد. علاوه بر این معامله گران اولیه این انتخاب را دارند مقادیر اضافی از اوراق بهادار را بر اساس قیمت میانگین حراج (در سیستم حراج چند قیمتی) و قیمتی که در حراج تعیین می‌شود (در سیستم حراج تک نرخ) خریداری نمایند.

انتشار اوراق بهادار از طریق Tapping: انتشار به روش Tap به طور معمول برای اوراق بهادار دولتی از جمله اسناد خزانه (T-Bill) می‌باشد. با استفاده از این سیستم خزانه‌داری اوراق بهادار را که با سررسید و ساختار بهره از پیش تعیین شده برای فروش منتشر شده است را ذخیره‌سازی می‌نماید. تنها بانک‌هایی که به عنوان معامله گر اولیه هستند این حق را دارند که این اوراق بهادار را از طریق دوره فروش خریداری نمایند. مالکیت این اوراق بهادار تا زمانی که سرمایه‌گذاران آنان را خریداری نمایند متعلق به خزانه‌داری است. نقش بانک مرکزی به عنوان واسط و جمع‌آوری‌کننده در این فرآیند است.

انتشار به روش Tap، روشی است که در آن به قرض گیرنده اجازه می‌دهد تا اوراق قرضه و یا سایر ابزارهای کوتاه‌مدت بدهی را که از گذشته منتشر شده‌اند، بفروش رساند. زمانی که اوراق قرضه منتشر می‌شود، این اوراق برای بازارهای عمومی در دسترس قرض دهندگان و سرمایه‌گذاران برای خرید قرار خواهد گرفت. با این وجود، قبل از اینکه اوراق قرضه بخواهد منتشر شود، انتشار آن می‌بایست توسط ناشر مجاز باشد. بعضی اوقات، بخشی از اوراق و یا تمامی مقادیر آن که مجاز به انتشار است توسط ناشر نگهداری شده و تا زمانی که نیاز به تأمین مالی داشته باشد، از طریق فروش آن اوراق تأمین خواهد کرد. زمانی که اوراق بدهی در تاریخ‌های بعدی برای عموم سرمایه‌گذاران منتشر گردد، به این نوع انتشار، انتشار از نوع Tap گویند.

انتشار به روش Tap به طور معمول برای اوراق بهادار دولتی از جمله اسناد خزانه (T-Bill) می‌باشد. ناشر قرض گیرنده در دسترس بودن موضوع انتشار اوراق را اعلام نموده و پیشنهادات خرید را برای دوره زمانی خاصی در نظر می‌گیرد. انتشار اوراق بر اساس قیمت ثابت و یا بر اساس قیمت‌های مبتنی بر میزان تقاضای اوراق فروخته می‌شود. در صورت ثابت بودن قیمت، قیمت اوراق بهادار در بازار ثانویه جذابیت نداشته و در نتیجه ناشر می‌بایست بازده تا سررسید بالاتری را پرداخت نماید. با استفاده از انتشار به روش Tap، بدنه دولتی اسناد خزانه و اوراق قرضه خود را بجای حراج در یک زمان مشخص، در طول یک بازه زمانی بفروش می‌رساند. این نوع انتشار به دولت اجازه می‌دهد زمانی که وضعیت بازار مناسب ارزیابی می‌شود اوراق بدهی خود را در اختیار سرمایه‌گذاران قرار داده و از این راه تأمین مالی انجام دهد. همچنین این نوع انتشار یک مکانیزم جذاب برای ناشر است زیرا دسترسی به موقع به وجوه را فراهم می‌آورد.

فروش به روش Tap برای اوراق بدهی در روز انتشار بر اساس قیمت‌های جاری بازار اما مبتنی بر شرایط مشابه از جمله ارزش اسمی اوراق، تاریخ سررسید، نرخ کوپن با سری اولیه اوراق بدهی است. به این علت که اوراق بدهی بر اساس ارزش بازار خود قیمت‌گذاری می‌شود، ناشر این توانایی را دارد که اوراق بدهی را بر اساس یک پرمیوم نسبت به ارزش اسمی خود در روز بازگشایی عرضه نماید.

فروش اوراق بهادار به روش مستقیم: در این روش فروش، سرمایه‌گذاران نهادی، عموماً بانک‌ها و مؤسسات عمومی، بر اساس میزان نقدینگی خود برای خرید اوراق بهادار از خزانه‌داری تقاضا دارند. سررسید و ساختار بهره اوراق بهادار توسط مذاکره‌ای که میان خزانه‌داری و سرمایه‌گذار صورت می‌پذیرد، مشخص می‌گردد. پس از توافق متقابلی که صورت می‌پذیرد، خزانه‌داری ترکیه این نوع اوراق بهادار را طراحی کرده و سپس به سرمایه‌گذار عرضه می‌نماید.

۳-۵- هند

بازار بدهی هند به صورت سنتی یک بازار عمده‌فروشی محدود به بازیگران نهادی همچون بانک‌ها هست. اصلاحات مالی طی سالیان اخیر در این کشور باعث بهبود چشمگیر بازارهای بدهی شد. بسیاری از ابزارهای بدهی در حال حاضر به صورت آزادانه در بازارها قیمت‌گذاری می‌شوند. مکانیسم معاملاتی در مسیر تغییر سطح شفافیت بالاتر، نقدشوندگی بیشتر و هزینه معاملات کمتر تغییر کرده است و بازیگران جدیدی به این بازارها قدم گذاشته‌اند. به طور کلی بازار بدهی در هند شامل دو بخش اصلی می‌شود یعنی بازار اوراق بهادار دولتی و یا همان بازار G-Sec که شامل اوراق بهادار دولت مرکزی و ایالتی هست و بازار اوراق شرکتی می‌باشد.

به منظور تأمین مالی کسری بودجه سالیانه، دولت ابزارهای درآمد ثابت را منتشر می‌نماید و از طریق انتشار اوراق G-Sec، به نوعی وام دریافت می‌کند. بانک مرکزی هند از طرف دولت اقدام به انتشار اوراق بهادار دولتی می‌نماید. به طور کلی دولت بیش از ۸۰٪ از اوراق بدهی منتشرشده در بازار بدهی هند را احاطه کرده است که شامل اوراق بهادار دولتی (G-Sec)، اسناد خزانه و اوراق بخش عمومی (PSU) است. قانون اوراق بهادار دولت در سال ۲۰۰۶ و مقررات اوراق بهادار دولت در سال ۲۰۰۷ چارچوب قانونی سیستم فعلی عرضه و معاملات اوراق بهادار دولتی (G-Sec) را فراهم کرده است.

بانک مرکزی هند به منظور عملیات بازار باز (OMO) در بازار ثانویه اوراق دولتی حضور دارد. بانک مرکزی به منظور مدیریت تورم و نقدشوندگی اوراق دولتی، به وسیله عملیات بازار باز به خرید و فروش اوراق بدهی دولتی می‌پردازد. عملیات بازار باز بانک مرکزی از این جهت اهمیت دارد که آنان اثر افزایش استقراض دولت را بر نقدینگی، نرخ‌های بهره و تورم در اقتصاد را کنترل و تنظیم می‌نمایند.

۳-۵-۱- بازار اوراق بهادار دولتی

اوراق بدهی دولتی ابزاری قابل معامله است که توسط دولت مرکزی و یا دولت‌های ایالتی منتشر می‌شود. این ابزارها به عنوان تعهدات دولت هستند. برخی از این ابزارها، اوراق کوتاه‌مدت بوده (معمولاً اسناد خزانه، با سررسید کمتر از یکسال) و برخی دیگر به عنوان اوراق بلندمدت (معمولاً به عنوان اوراق قرضه دولتی و یا اوراق بهادار سررسیددار با سررسید بیش از یکسال) مطرح می‌باشند. در هند، دولت مرکزی هم اسناد خزانه و

اوراق قرضه یا اوراق بهادار سررسید دار منتشر می‌نماید و این در حالی است که دولت‌های محلی تنها اوراق قرضه و یا اوراق بهادار سررسیدداری که به آنان وام‌های توسعه دولتی^۱ نیز گویند، منتشر می‌نمایند. در دوره پس از آزادسازی اقتصاد، دولت به طور فزاینده‌ای برای تأمین مالی کسری بودجه خود اقدام به وام‌گیری از بازار می‌کرد که این امر منجر به رشد چشمگیر بازار G-Sec شد. در حال حاضر، بیش از ۸۰ درصد کسری بودجه از طریق وام‌گیری در بازار G-Sec تأمین می‌شود و این در حالی است که مابقی کسری بودجه از طریق وام‌های بانک مرکزی هند^۲ (RBI) و دیگر منابع تأمین می‌گردد.

۳-۵-۲- نهادهای قانون‌گذاری در هند

مقامات قانون‌گذار در بازار سرمایه هند به طور مستقیم و غیرمستقیم شامل هیئت اوراق بهادار هند (SEBI)، وزارت امور شرکت‌ها^۳، دپارتمان امور اقتصادی وزارت دارایی هند^۴، دولت هند، بانک مرکزی هند (RBI) و بورس اوراق بهادار هند می‌باشد. در ادامه هیئت اوراق بهادار هند و بانک مرکزی هند به عنوان مهم‌ترین مقامات قانون‌گذار مطرح شده‌اند.

الف) بانک مرکزی هند (RBI): بانک مرکزی هند ناظر و تنظیم‌کننده بازار بانکی و پولی کشور می‌باشد و به عنوان ناظر و تنظیم‌کننده اصلی در بازار پول عمل می‌کند. همچنین، به صورت غیرمستقیم بر بازار سرمایه هند تأثیرگذار است. بانک مرکزی هند تنظیم‌کننده جریان‌ات سرمایه در بازار پول به عنوان یک سیاست پولی در سیستم مالی هند عمل می‌نماید. این عمل از طریق بازار ریپو و ریپو معکوس صورت می‌پذیرد که نتیجه آن تنظیم نقدینگی در سیستم مالی خواهد بود. بانک مرکزی هند اجراکننده برنامه‌های تأمین مالی دولت هند در بلندمدت در بازار بدهی و بازار پول است. بانک مرکزی تعیین‌کننده نرخ‌های مربوط به قرارداد ریپو و ریپو معکوس است که در حال حاضر بر اساس نرخ مذکور بانک مرکزی به بانک‌ها قرض داده و یا قرض می‌گیرد. علاوه بر این نرخ‌های تعیین‌شده مذکور، نرخ‌های موجود در ابزارهای بازار سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بانک مرکزی هند تنظیم‌کننده قواعد و دستورالعمل‌ها و همچنین تأییدیه‌های اداری برای سرمایه‌گذاران خارجی به منظور سرمایه‌گذاری در بازارهای اوراق بهادار هند است. همچنین در حوزه بازار سرمایه و اوراق بدهی بانک مرکزی هند قواعد مربوط به تنظیم جریان پول از بانک‌ها و مؤسسات مالی را

^۱ State Development Loans (SDLs)

^۲ The Reserve Bank of India

^۳ Ministry of Corporate Affairs

^۴ Department of Economic Affairs under the Ministry of Finance

به بازار سهام از طریق تأمین مالی به وسیله سهام و سایر اوراق بهادار، تأمین سرمایه در گردش کارگزاران سهام و بازارسازها را بر عهده دارد. همچنین بانک مرکزی هند عملیات خزانه‌داری بانک‌ها و سایر واسطه‌های مالی را از طریق تصریح قواعد مربوط به ارزش‌گذاری و مدیریت تأمین مالی برای سرمایه‌گذاری‌شان در بازار اوراق بهادار را تعیین می‌نماید.

الف) هیئت اوراق بهادار هند (SEBI): هیئت اوراق بهادار هند به عنوان قانون‌گذار اولیه برای انتشار اوراق بهادار، پذیرش در بورس‌های اوراق بهادار، مکانیسم‌های معاملاتی، حمایت از سرمایه‌گذاران و افشای اطلاعات مربوط به شرکت‌های پذیرفته‌شده نقش ایفا می‌کند. فعالیت هیئت اوراق بهادار تحت مدیریت رئیس سازمان می‌باشد. همچنین دو عضو هیئت‌مدیره هر کدام توسط وزارت امور مالی و وزارت امور حقوقی تعیین شده و این در حالی است که یکی دیگر از اعضای هیئت‌مدیره توسط بانک مرکزی هند و دو عضو دیگر توسط دولت هند تعیین خواهند شد. وظیفه هیئت‌مدیره اوراق بهادار هند (SEBI) حفظ منافع سرمایه‌گذاران در اوراق بهادار و ترویج توسعه و تنظیم بازار اوراق بهادار می‌باشد. همچنین هیئت اوراق بهادار هند (SEBI) این قدرت را دارد که اطلاعات مورد نیاز را جمع‌آوری کرده و بورس‌های سهام و واسطه‌ها را حسابرسی نمایند.

۳-۵-۳- فعالان بازار پول در هند

در ادامه مهم‌ترین فعالان بازار پول در هند آورده شده است:

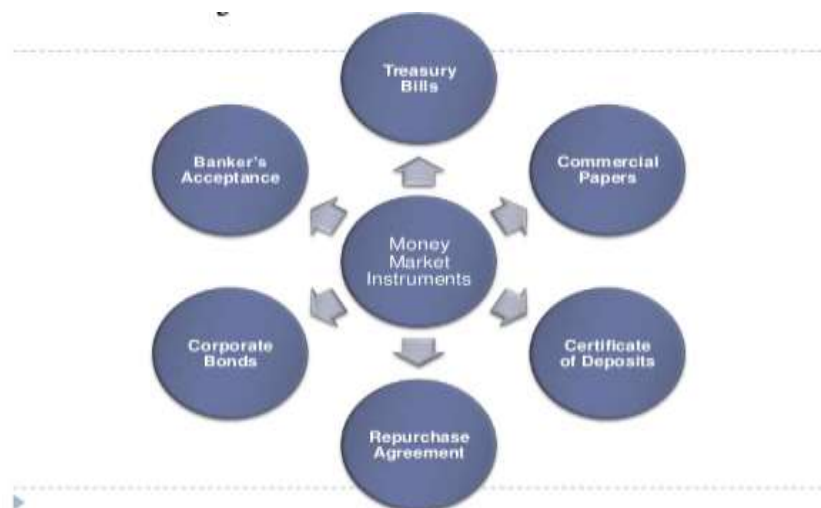
- **دولت مرکزی:** دولت مرکزی، از طریق انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه به منظور تأمین کسری بودجه و سایر نیازهای کوتاه مدت و بلندمدت تأمین مالی انجام می‌دهد.
- **بانک مرکزی هند:** بانک مرکزی هند به عنوان بانکدار سرمایه‌گذاری دولت از طریق انتشار اسناد خزانه برای دولت، تأمین مالی انجام می‌دهد و همچنین برای انجام سیاست‌های پولی در عملیات بازار باز شرکت می‌کند. بانک مرکزی هند نرخ‌های بهره و نرخ‌های ریپو را تنظیم نموده و از این نرخ‌ها به عنوان ابزارهای سیاست پولی استفاده می‌نماید. تغییر در نرخ‌های بهره مذکور بر بازارهای بدهی و فعالان آن تأثیرگذار می‌باشد.
- **دولت‌های ایالتی، شهرداری‌ها و نهادهای محلی:** دولت‌های محلی، شهرداری‌ها و نهادهای محلی به عنوان ناشران اوراق بهادار در بازار اوراق به منظور تأمین مالی پروژه‌ها و کسری مالی خود فعالیت دارند.
- **مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری:** این مؤسسات با توجه با الزامات انتشار اوراق بازار پول در هند، نقش مهمی در بازار پول هند داشته و به رتبه‌بندی شرکت‌ها و نهادها در اساس اندازه، عملیات شرکت‌ها و الزامات بانک مرکزی برای هر اوراق می‌پردازند.

- شرکت‌های بیمه: شرکت‌های بیمه عمومی و بیمه عمر در هند از اصلی‌ترین بازیگران و خریداران در بازار پول هند هستند. آن‌ها منابع مازاد خود را با توجه به سررسیدهای تعهدات خود در انواع ابزارهای بازار پول با سررسیدهای کوتاه‌تر سرمایه‌گذاری می‌کنند. به طور کلی شرکت‌های بیمه بیشتر از سرمایه‌گذاری در ابزارهای بازار سرمایه در ابزارهای بازار پول سرمایه‌گذاری می‌کنند.
- **معامله‌گران اولیه:** به عنوان واسطه‌های بازار هستند که توسط بانک مرکزی هند تعیین شده‌اند و به عنوان متعهد فروش اوراق و بازار اوراق بهادار دولتی فعالیت دارند. این واسطه‌ها در بازار ریپو نقشی پررنگ دارند.
- **بانک‌ها:** بانک‌ها به عنوان بزرگ‌ترین سرمایه‌گذاران در بازارهای پول و اوراق بدهی به خصوص اوراق قرضه، اوراق خزانه و اسناد خزانه فعالیت دارند. همچنین بر اساس قانون، بانک‌ها ملزم به نگهداری بخشی از سپرده‌های خود (در حال حاضر ۲۵ درصد از سپرده‌ها) در اوراق بهادار تأییدشده به منظور حفظ الزامات سپرده قانونی نیز می‌باشند. بانک‌ها به عنوان فعالان بزرگ در بازارهای پول‌های شبانه هستند. بانک‌ها به عنوان تنظیم‌کننده انتشار اوراق تجاری شرکت‌ها نیز می‌باشند. همچنین آنان در بازارهای بین‌بانکی و بازارهای ریپو برای تأمین مالی نیازهای کوتاه مدت فعال هستند. بانک‌ها نیز منتشرکننده گواهی سپرده و اوراق قرضه در بازار بدهی نیز می‌باشند.
- **صندوق‌های سرمایه‌گذاری:** این صندوق‌ها بر اساس ماهیت صندوق و طرح‌های سرمایه‌گذاری، به نسبت‌های مختلف به سرمایه‌گذاری منابع خود در ابزارهای بازار پول می‌پردازند.

۳-۵-۴- ابزارهای بازار پول در هند

در ادامه ابزارهای مهم بازار پول در هند تشریح شده است:

شکل ۱۹- ابزارهای بازار پول در کشور هند



- **اسناد خزانه (T-Bill):** اسناد خزانه توسط بانک مرکزی و از طرف دولت هند منتشر می‌شود و به عنوان دسته‌ای از اوراق بهادار دولتی نیز می‌باشد. در حال حاضر، اسناد خزانه با سررسید ۱۴ روز، ۹۱ روز، ۱۸۲ روز و ۳۶۴ روز منتشر می‌شود. پیشنهادات برای خرید اسناد خزانه، حداقل ۲۵,۰۰۰ روپیه و مضارب آن می‌باشد. تمامی نهادهایی که در هند ثبت‌شده‌اند و شامل بانک‌ها، مؤسسات مالی، معامله‌گران اولیه، شرکت‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، سرمایه‌گذاران نهادی خارجی، دولت‌های محلی، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، تراست‌ها، سازمان‌های تحقیقاتی و سرمایه‌گذاران نهادی مجاز به خرید اسناد خزانه هستند. اسناد خزانه به عنوان یک ابزار با نقدشوندگی بالاست که در بازار اولیه و ثانویه وجود دارد. سرمایه‌گذاران بالقوه می‌بایست سفارشات خود را به صورت پیشنهاد خرید رقابتی ارسال نمایند. همچنین پیشنهاد خرید غیررقابتی در حراج این نوع اوراق (از نهادهایی همچون دولت‌های ایالتی و ...) مجاز می‌باشد. در پیشنهاد خرید غیررقابتی تخصیص اسناد خزانه بر اساس میانگین وزنی قیمت در پیشنهاد خرید رقابتی می‌باشد.
- **اوراق تجاری (CP):** این ابزار در درجه اول توسط نهادهای شرکتی منتشر می‌شود. برای انتشار اوراق تجاری لازم است که شرکت دارای رتبه اعتباری مشخص از یک موسسه رتبه‌بندی از بین شرکت‌های رتبه‌بندی CARE, ICRI, CRISIL و یا Fitch باشد. در اغلب اوقات شرکت‌های ناشر، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس هستند. سرمایه‌گذاران در این اوراق نیز معمولاً شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس، شرکت‌های بخش دولتی، بانک‌ها، سرمایه‌گذاران نهادی خارجی و صندوق بازار پول هستند. این اوراق با سررسیدهای مختلف منتشر می‌شود اما سررسید ۳۰ روزه و ۳ ماهه در هند مرسوم‌تر است.
- **گواهی سپرده (CD):** سابقه انتشار گواهی سپرده بانکی در هند به سال ۱۹۸۹ میلادی بازمی‌گردد. درحالی که بانک‌ها مجاز به انتشار گواهی سپرده با سررسید کمتر از ۱ سال هستند، مؤسسات مالی نیز می‌توانند گواهی سپرده را با سررسید حداکثر یکسال منتشر نمایند. خریداران این نوع اوراق معمولاً شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران حقیقی با ثروت بالا و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در هند هستند. این اوراق سررسید ۳ تا ۱۲ ماهه دارد ولی سررسید این نوع اوراق در هند معمولاً ۳ ماهه است. لازم به ذکر است علی‌رغم اینکه این اوراق قابل معامله بوده و معاملات ثانویه دارد اما معمولاً خریداران این اوراق را تا سررسید نگهداری می‌کنند بنابراین این نوع اوراق معاملات

ثانویه قابل‌توجهی در بازار اوراق هند ندارد. همچنین معمولاً برای خریداران اولیه برای یک دوره ۳۰ روزه امکان فروش اوراق وجود ندارد.

- **اسناد مدیریت نقدینگی^۱:** در سال ۲۰۱۰، دولت هند با مشاوره بانک مرکزی هند ابزار کوتاه مدتی را معرفی نمود که با عنوان اسناد مدیریت نقدینگی مطرح می‌باشد. این ابزار برای جبران عدم تطابق موقت جریان پول در دولت هند می‌باشد. همانند اسناد خزانه، اسناد مدیریت نقدینگی (CMBs) به صورت کسر فروخته‌شده و در زمان سررسید بر اساس ارزش اسمی بازخريد خواهد شد. سررسید اوراق، مقدار قابل‌عرضه و تاریخ انتشار اسناد مدیریت نقدینگی (CMBs) بستگی به نقدینگی موقت مورد نیاز دولت دارد. معمولاً سررسید این اسناد کمتر از ۹۱ روز می‌باشد. اعلامیه مربوط به حراج اوراق از طریق بانک مرکزی هند و در وبسایت این بانک منتشر می‌شود و همچنین این ابزار قابل معامله می‌باشد. سرمایه‌گذاری در اسناد مدیریت نقدینگی نیز به عنوان سرمایه‌گذاری واجد شرایط در اوراق بهادار دولتی توسط بانک‌ها با هدف ذخیره قانونی در نظر گرفته شده است.
- **قرارداد بازخريد:** قرارداد یا توافق بازخريد توافقی است که شامل فروش اوراق بهادار به وسیله یک طرف به طرف مقابل است که فروشنده تعهد می‌کند که اوراق بهادار فروخته‌شده را با قیمت معین و در تاریخ مشخص بازخريد کند. در کشور هندوستان تنها از اوراق بهادار مورد تأیید بانک مرکزی هندوستان در قراردادهای بازخريد استفاده می‌شود، شامل اسناد خزانه دولتی، اوراق بهادار نهادهای دولتی و اوراق قرضه‌های دولتی و شرکتی است. موعد سررسید بیشتر قراردادهای بازخريد، بسیار کوتاه مدت (اغلب از ۱ تا ۱۴ روز) است، درحالی‌که برخی دیگر از قراردادهای بازخريد، بلندمدت و مدت آن‌ها از ۱ تا ۳ ماه را شامل می‌شود. بسیاری از شرکت‌های تجاری، که در حساب‌های بانکی خود سپرده‌های راکدی دارند، تا زمانی که به سپرده‌های خود نیازی ندارند، از قراردادهای بازخريد برای کسب بازده اندک استفاده می‌کنند.
- **پذیره‌های بانکی:** به برات‌های مدت‌دار قابل پرداخت اطلاق می‌شود که پرداخت آن به وسیله یک بانک تضمین می‌شود. پذیره بانکی که دستور پرداخت مبلغ معینی به حامل آن در تاریخ معینی است. در هر حال این ابزار به منظور تأمین مالی کالاهایی که هنوز از فروشنده به خریدار منتقل نشده است مورد استفاده قرار می‌گیرد. بدین ترتیب که این اوراق توسط یک مؤسسه تجاری و در

^۱ Cash Management Bills (CMBs)

وجه یک بانک تجاری خصوصی کشیده می‌شود و وقتی که بانک مزبور آن را مهر نماید (یعنی بپذیرد) به عنوان یک پذیرش بانکی شناخته می‌شود. ناشر اوراق باید دارای رتبه اعتباری قابل قبول بوده و معمولاً سررسید این اوراق بین ۳۰ تا ۱۸۰ روز می‌باشد.

- **بازار بین بانکی:** یکی از ابزارهای مهم در بازار پول کشور هند است. بازاری است که در آن پول با سررسید یک روز تا ۱۴ روز قرض داده می‌شود و یا قرض گرفته می‌شود. این بازار با نام بازار بین بانکی یا Call Money نیز شناخته می‌شود. هدف ایجاد این بازار برطرف کردن نیازهای پولی بانک‌های تجاری به منظور پوشش عدم تطابق‌ها در جریان‌ات ورودی و خروجی این بانک‌ها است. در بازار بین بانکی با توجه به سررسید قرض دهی پول قراردادهای مختلفی وجود دارد. Call Money منظور قرض‌دهی یا قرض‌گرفتن پول برای تنها یک روز (یک روز کاری) است؛ Notice Money منظور قرض‌دهی یا قرض‌گرفتن پول برای ۲ تا ۱۴ روز است که برای آن هیچ‌گونه وثیقه اوراقی صورت نمی‌گیرد و در نهایت Term Money برای قرض‌گیری‌های با سررسید بیشتر از ۱۴ روز بکار می‌رود.

۳-۵-۵- مکانیزم انتشار اوراق بهادار دولتی

همانطور که اشاره شد بازار اوراق بهادار دولتی (G-Sec) در هند توسط بانک مرکزی هند قانون‌گذاری می‌شود. در سال‌های اخیر با اصلاحاتی که در قوانین به وجود آمد، نقش فعالان بازار در بازار اوراق بهادار دولتی (G-Sec) به خصوص معامله‌گران اولیه به صورت چشمگیری افزایش پیدا کرد. معامله‌گران اولیه به عنوان واسطه‌های مالی هستند که در سال ۱۹۹۵ توسط بانک مرکزی هند ایجاد شدند. آنان وظیفه ایجاد عمق بخشی در بازار اوراق بهادار اولیه از طریق عملیات بازار را به عهده دارند. معامله‌گران اولیه به عنوان متعهد فروش و پیشنهاددهنده در حراج اوراق بهادار دولتی بوده و همچنین به عنوان بازارساز در هر دو طرف خریدار و فروشنده اوراق بهادار دولتی (G-Sec) عمل می‌نمایند. بسیاری از معامله‌گران اولیه که توسط بانک مرکزی هند مجوز گرفته‌اند دارای ریشه بانک‌های تجاری هستند.

بسیاری از فعالان بازار که شامل بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های مالی غیربانکی (NBFC) سپرده‌پذیر^۱، صندوق‌های بازنشستگی می‌بایست بخشی از دارایی‌های خود را به صورت اوراق بهادار دولتی (G-Sec) نگهداری نمایند. بانک‌های تجاری بر اساس قوانین بانکداری تنظیم می‌شوند که در آن میزان ذخیره

^۱ Deposit taking Non-Banking Financial Company (NBFC)

قانونی بانک‌ها (Statutory Liquidity Ratio (SLR)) تعیین‌شده است. همچنین برای شرکت‌های بیمه الزاماتی پیرامون نگهداری اوراق بهادار دولتی (G-Sec) وجود دارد. این موضوع برای صندوق‌های بازنشستگی^۱ و دیگر صندوق‌ها وجود دارد.

اوراق بهادار دولتی از طریق حراجی که بانک مرکزی هند انجام می‌دهد، فروخته می‌شود. این حراج از طریق سامانه متمرکز بانکداری^۲ بانک مرکزی با عنوان E-Kuber صورت می‌پذیرد. بانک‌های تجاری، بانک‌های تعاونی شهری^۳، معامله‌گران اولیه، شرکت‌های بیمه و صندوق‌های احتیاطی، کسانی که حساب‌های جاری (CA) و یا حساب‌های اوراق بهادار همچون SGL نزد بانک مرکزی دارند، به عنوان اعضای این پلتفرم الکترونیکی مطرح می‌باشند. تمامی اعضای E-Kuber می‌توانند پیشنهادات خرید خود برای حراج از طریق این پلتفرم الکترونیکی ارسال نمایند. نتایج مربوط به حراج اوراق توسط بانک مرکزی در زمان مقرر منتشر می‌شود (برای اسناد خزانه ساعت ۱۳:۳۰ و برای اوراق بهادار دولتی سررسیددار ساعت ۱۴:۰۰ و یا در صورت تأخیر نیم ساعت پس از ساعت‌های مطرح‌شده). همچنین تمامی اعضای که عضو E-Kuber نمی‌باشند، می‌توانند از طریق بانک‌های تجاری یا معامله‌گران اولیه در حراج اولیه اوراق شرکت نمایند.

اوراق بهادار دولتی (G-Sec) از طریق سیستم حراج عرضه می‌گردند که عموماً به صورت حراج چند قیمتی است. در این نوع حراج خریداران، قیمت و بازده تا سررسیدهای مد نظر خود را انتخاب می‌کنند. خریداران برنده کسانی هستند که پیشنهاد خرید آنان بالاتر از بازده تا سررسید حد مورد نظر در حراج باشد. تخصیص اوراق با قیمت‌های پیشنهادی مربوط به هر پیشنهاددهنده صورت می‌پذیرد. حراج‌های اولیه اوراق بهادار دولتی (G-Sec) از طریق حراج‌هایی که توسط بانک مرکزی هند و به واسطه دفتر بدهی‌های عمومی^۴ صورت می‌گیرد، انجام می‌شود.

بانک مرکزی با مشورت دولت هند، جدول زمانی برای حراج اوراق را برای مدت ۶ ماه از سال منتشر می‌نماید که در آن اطلاعاتی پیرامون مقدار عرضه اوراق، زمان سررسید اوراق و اینکه کدام حراج در چه زمانی انجام می‌شود، می‌باشد. اطلاعاتیه شامل مشخصات دقیق اوراق بهادار، نام، مقدار، نوع انتشار و روش حراج توسط دولت هند یک هفته قبل از تاریخ حراج منتشر می‌شود. همچنین بانک مرکزی هند اطلاعاتیه‌های

^۱ Provident Funds

^۲ core banking solution

^۳ Urban Co-operative Banks (UCBs)

^۴ Public Debt Office

مربوطه را در سایت خود منتشر می‌نماید. تمام جزئیات مربوط به اوراق بهاداری که توسط دولت هند منتشر می‌شود در وبسایت بانک مرکزی هند در دسترس می‌باشد.

بانک مرکزی هند به طور معمول، هر چهارشنبه به منظور انتشار اسناد خزانه ۹۱، ۱۸۲ و ۳۶۴ روزه حراج برگزار می‌کند. تسویه ر خزانه به صورت T+1 صورت می‌پذیرد. بانک مرکزی هند، یک تقویم سه ماهه برای انتشار اسناد خزانه در پایان هفته قبل از سه ماهه جدید منتظر می‌نماید. همانند اسناد خزانه، اسناد مدیریت نقدینگی (CMBs) نیز به صورت کسر فروخته شده و در زمان سررسید بر اساس ارزش اسمی بازخرد خواهد شد. سررسید اوراق، مقدار قابل عرضه و تاریخ انتشار اسناد مدیریت نقدینگی (CMBs) بستگی به نقدینگی موقت مورد نیاز دولت می‌باشد. معمولاً سررسید این اسناد کمتر از ۹۱ روز می‌باشد. اعلامیه مربوط به حراج اوراق از طریق بانک مرکزی هند و به وسیله اخبار مربوطه در وبسایت این بانک منتشر می‌شود. برای این نوع اوراق پیشنهاد خرید غیررقابتی در نظر گرفته نشده است. با این وجود، این ابزار قابل معامله می‌باشد. سرمایه‌گذاری در اسناد مدیریت نقدینگی نیز به عنوان سرمایه‌گذاری واجد شرایط در اوراق بهادار دولتی توسط بانک‌ها با هدف ذخیره قانونی در نظر گرفته شده است.

از طرفی بانک مرکزی هند از طرف دولت‌های ایالتی اقدام به جذب پول بر اساس برنامه وام‌گیری آنان می‌نماید. از این رو، حراج اوراق دولت‌های ایالتی عموماً هر سه شنبه هفته برگزار می‌شود. مانند اوراق بهادار دولت مرکزی، حراج در پلتفرم E-Kuber انجام می‌گیرد. همچنین ۱۰ درصد از مقدار قابل عرضه برای سرمایه‌گذاران خرد به صورت پیشنهاد خرید غیررقابتی در نظر گرفته می‌شود.

۳-۵-۶- ثبت و سپرده‌گذاری اوراق

دفتر بدهی عمومی (PDO) بانک مرکزی هند، به عنوان ثبت و سپرده‌گذاری مرکزی برای اوراق بهادار دولتی عمل می‌نماید. اوراق بهادار دولتی این امکان را دارد که به صورت فیزیکی و یا الکترونیکی نزد سرمایه‌گذاران نگهداری شود. از می ۲۰۰۲ برای تمامی نهادهایی که توسط بانک مرکزی هند تنظیم شده‌اند، اوراق بهادار دولتی را به صورت الکترونیکی (SGL) نگهداری و نقل و انتقال آن را انجام دهند.

۳-۵-۷- معاملات ثانویه در اوراق بهادار دولتی

معاملات ثانویه در اوراق بهادار دولتی (G-Sec) می‌تواند در بازار ثانویه از طریق سیستم^۱ NSD-OM، بازار خارج از بورس (گزارشات معاملات در سیستم NSD-OM صورت می‌پذیرد) و سیستم‌های تحت وب در بورس مورد خرید و فروش قرار گیرد. پلتفرم معاملاتی سنتی برای اوراق بهادار دولتی حساب SGL بانک مرکزی هند نام دارد که بانک‌های فعال و مؤسسات مالی می‌توانند حساب باز نمایند. همچنین فعالان مجاز، می‌توانند از حساب‌های فرعی نیز استفاده نمایند. بنابراین سایر فعالان مجاز همچون معامله‌گران اولیه و شرکت‌های بیمه می‌توانند حساب SGL^۲ بازگشایی نمایند. تاکنون تسویه معاملاتی که در پلتفرم SGL صورت می‌پذیرد توسط بانک مرکزی هند مدیریت می‌شود. با این وجود، از سال ۲۰۰۲ فرآیند پایاپای و تسویه و همچنین در نظر گرفتن ریسک معاملاتی طرفین معامله در اوراق بدهی دولتی از طریق پلتفرم SGL، توسط اتاق پایاپای هند (CCIL) انجام می‌شود و دولت هند متعهد آن می‌باشد. اتاق پایاپای هند در فوریه سال ۲۰۰۲ بر اساس قانون اتاق پایاپای تأسیس شد.

در کنار امکانات SGL، بانک مرکزی هند یک پلتفرم معاملاتی را اداره می‌نماید که به آن NDS-OM گویند. در این پلتفرم معاملاتی، معاملات می‌تواند توسط بازیگران مجاز صورت پذیرد و به صورت مستقیم از طریق اتاق پایاپای (CCIL) تسویه گردد. در نتیجه تمامی معاملات در اوراق بهادار دولتی که از طریق پلتفرم NDS صورت پذیرفته، لازم است که در اتاق پایاپای (CCIL) گزارش شود. مزیت این پلتفرم، ایجاد اولویت زمانی در تطبیق سفارشات اوراق بدهی دولتی، گمنامی طرفین معامله، افشا اطلاعات در حین بازار، کشف بهتر قیمت و فرآیند مستقیم تسویه می‌باشد. ایجاد اتاق پایاپای به عنوان نقطه عطف برای تضمین تسویه معاملات اوراق بهادار دولتی می‌باشد و در نتیجه تاکنون عدم ثباتی را در بازار ثانویه اوراق بدهی دولتی ایجاد ننموده است.

علاوه بر امکانات معاملاتی که بانک مرکزی ایجاد نموده است، اوراق دولتی می‌توانند در بازار عمده‌فروشی اوراق (WDM) بورس ملی هند و یا بورس بمبئی مورد معامله قرار گیرند. هر دو بازار مذکور نیز پلتفرم معاملاتی الکترونیکی دارند.

^۱ در آگوست سال ۲۰۰۵ بانک مرکزی هند به معرفی یک سیستم تطابق سفارش بر مبنای گمنامی طرفین معامله معرفی نمود که به آن سیستم NSD-OM گویند. این سیستم به عنوان یک سیستم سفارش‌محور بوده که در آن معامله‌گران می‌توانند به صورت گمنام سفارشات خود را به سیستم ارسال کرده و یا سفارشات دیگر طرف معامله را قبول نمایند.

^۲ Subsidiary General Ledger (SGL)

بورس بمبئی (BSE) و بورس ملی هند (NSE) از طرف هیئت اوراق بهادار هند (SEBI) دستور داده شده‌اند که برای ایجاد یک بخش بدهی اختصاصی در پلتفرم‌های معاملاتی خود با هدف تأمین نیاز سرمایه‌گذاران خرده‌فروشی اقدام نمایند. در عرضه اوراق بهادار دولتی، سرمایه‌گذاران صلاحیت‌دار می‌بایست به منظور ارسال پیشنهاد خرید به بانک مرکزی از طریق یک جمع‌کننده یا تسهیل‌کننده اقدام نمایند. به عنوان مثال، بورس ملی هند (NSE) به عنوان یک تسهیل‌کننده در پیشنهاد خرید رقابتی عمل کرده و سفارشات را از سرمایه‌گذاران خرد جمع‌آوری کرده و به بانک مرکزی ارسال می‌نماید. سرمایه‌گذاران خرد راه‌های مختلفی دارند تا پیشنهادات خرید خود را ارسال نمایند. سرمایه‌گذاران خرد می‌توانند از طریق اعضای بورس ملی هند (NSE) و یا با استفاده از پلتفرم‌های تعریف‌شده در NSE همچون goBid این اقدام را انجام دهند.

از طرفی پلتفرم ارائه پیشنهاد الکترونیکی بدهی بورس ملی هند (NSE-EBP) برای انتشار اوراق بهادار هند بر اساس عرضه خصوصی، از سال ۲۰۱۶ به منظور افزایش کارایی و شفافیت در مکانیسم کشف قیمت و کاهش هزینه و مقرون به صرفه بودن این انتشارها ایجاد گردید. استفاده از این پلتفرم برای عرضه‌های بیش از ۲۰۰ کروور هند و بالاتر اجباری می‌باشد. با این وجود، این پلتفرم می‌تواند برای عرضه‌های کمتر از ۲۰۰ کروور نیز مورد استفاده باشد. BSEDirect به عنوان یک پلتفرم مبتنی بر وب برای سرمایه‌گذاران فردی است تا بتوانند در اوراق بهادار دولتی (G-Sec) و اسناد خزانه (T-Bill) که توسط دولت منتشر می‌شود، سرمایه‌گذاری نمایند. بورس بمبئی به عنوان یک تسهیل‌کننده، تأییدیه مربوط به معاملات به صورت غیررقابتی را از بانک مرکزی دریافت کرده است. از این رو، بورس بمبئی یک پلتفرم الکترونیکی ایجاد نموده است با عنوان NCB-GSec که با استفاده از آن به جمع‌آوری سفارشات از طرف اعضا و به نمایندگی از مشتریان خود می‌پردازد.

۳-۶- اروپا

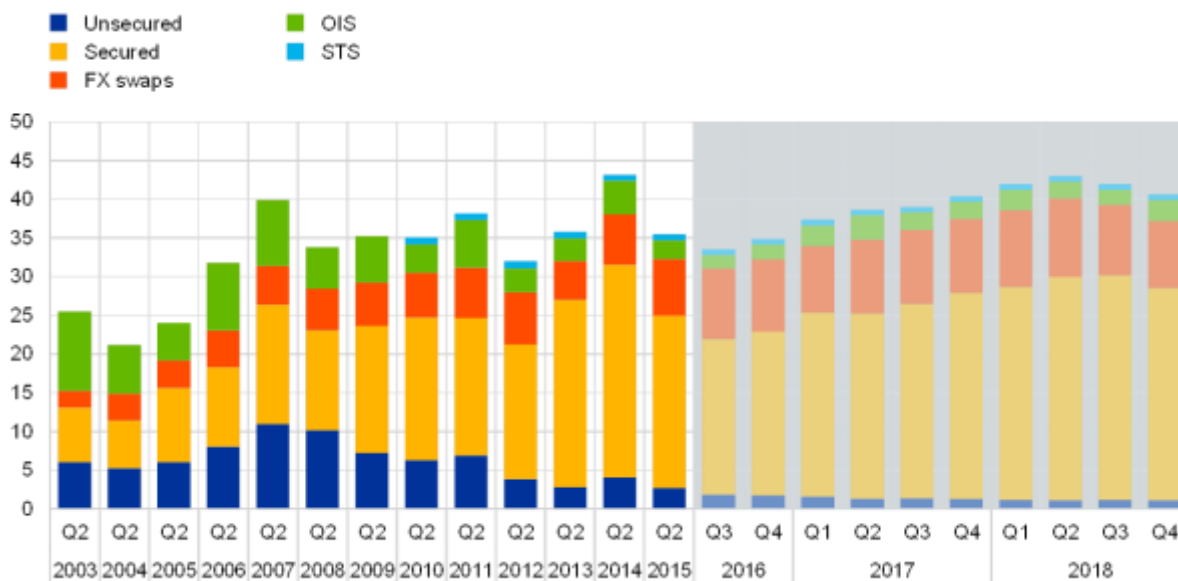
۳-۶-۱- بازارها و ابزارهای بازار پول در اروپا

بازار پول اروپا بخش مهمی از سیستم مالی در اروپا است. در واقع یک بازار عمده‌فروشی برای منابع کوتاه مدت به یورو، که قرض دهنده و قرض گیرنده منابع با سررسیدهای متنوعی از یک شب تا یک سال را در

خود جای داده است. بازار پول اروپا نقش اصلی را در اجرا و پیاده‌سازی سیاست‌های پولی در منطقه یورو به عهده دارد. مشارکت‌کنندگان اصلی در بازار پول اروپا شامل بانک‌ها (مؤسسات سپرده‌پذیر)، شرکت‌های سرمایه‌گذاری (شرکت‌های مالی)، شرکت‌ها (شرکت‌های غیرمالی) و بانک‌های مرکزی کشورهای عضو می‌باشند.

به طور کلی بازار پول اروپا به ۵ بخش (بازار) اصلی تقسیم می‌شود. در نمودار زیر سهم از بازار پول اروپا برای هر یک از ۵ بخش این بازار به صورت معاملات تجمعی برای بازه زمانی سال ۲۰۰۳ تا پایان سال ۲۰۱۸ میلادی نشان داده شده است. همانطور که مشاهده می‌شود معاملات تضمین‌شده در بازار پول اروپا بخش عمده ارزش معاملات در این بازار را به خود اختصاص داده است و سهم معاملات تضمین نشده طی سال‌های اخیر کاهش یافته است.

شکل ۲۰- سهم از بازار پول اروپا برای هر یک از ۵ بخش این بازار به صورت معاملات تجمعی



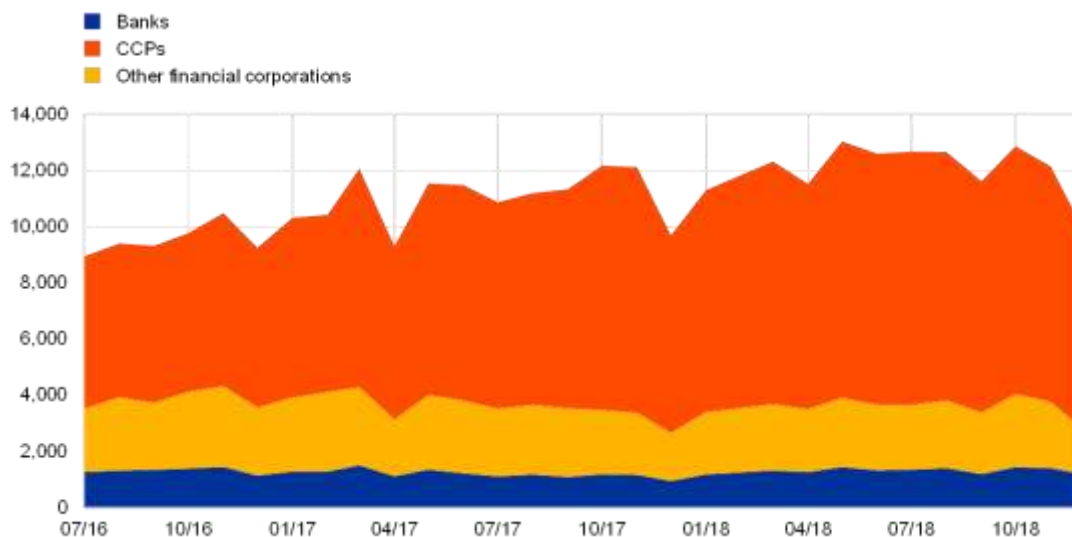
منبع: بانک مرکزی اروپا - واحد: میلیارد یورو

۳-۶-۱- بازار معاملات تضمین‌شده (secured transactions)

شامل تمام معاملات قراردادهای باخرید و باخرید معکوس به یورو و با سررسیدهای مختلف و کمتر از یکسال بین مؤسسات و شرکت‌های مالی، دولت‌های عضو و یا شرکت‌های غیرمالی و به صورت عمده‌فروشی بر مبنای رعایت الزامات بازل ۳ و چارچوب الزامات نسبت LCR در بازل ۳ می‌باشد. این بازار بیش‌ترین حجم و

ارزش معاملات را در بازار پول اروپا به خود اختصاص داده است و تمامی کشورهای عضو از جمله کشورهای آلمان، ایتالیا، فرانسه، اسپانیا، بلژیک و هلند (حدود ۸۵ درصد حجم معاملات در این بازار مربوط به ۶ کشور یاد شده است) حضوری فعال در این بازار دارند. در خصوص وثایق مورد نیاز برای استفاده از قراردادهای بازخريد در بازار پول اروپا، مؤسسات و نهادهای قرض گیرنده می‌توانند از وثایق دیگر اعضای عضو استفاده کنند. طبق آخرین گزارش‌های بانک مرکزی اروپا حدود ۸۴ درصد وثایق برای قراردادهای بازخريد توسط ۶ کشور فعال یادشده منتشر می‌شود. در نمودار سهم هر نهاد از حجم معاملات ماهانه در سال ۲۰۱۸ میلادی نشان داده شده است. همانطور که مشاهده می‌شود نهادهای واسط تسویه^۱ بیش‌ترین حجم معاملات را در بازار قراردادهای بازخريد به خود اختصاص داده و پس از آن شرکت‌های مالی و بانک‌ها قرار دارند.

شکل ۲۱- سهم هر نهاد از حجم معاملات ماهانه در سال ۲۰۱۸ میلادی



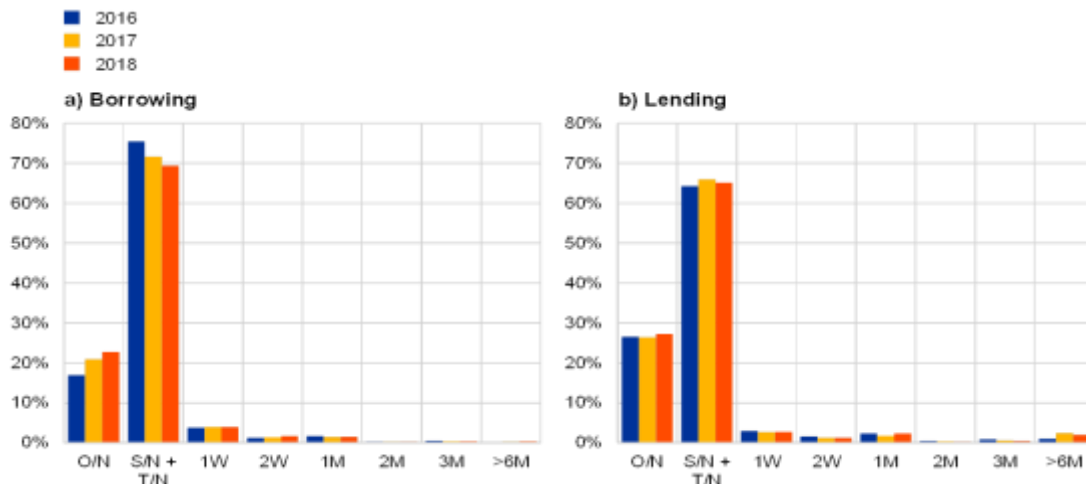
منبع: بانک مرکزی اروپا - واحد: میلیارد یورو

نکته حائز اهمیت دیگر در سررسید در معاملات تضمین‌شده (رپو) می‌باشد. در نمودار زیر نشان داده شده است که بخش عمده معاملات در این بخش با سررسید یک روزه (فردایی) و پس از آن با سررسید یک روزه^۲ می‌باشد.

شکل ۲۲- فراوانی سررسید معاملات رپو در اروپا

^۱ central counterparties (CCPs)

^۲ O/N – overnight; T/N – tomorrow/next; S/N – spot/next



منبع: بانک مرکزی اروپا

۳-۱-۲- بازار سپرده‌ها و معاملات تضمین نشده (unsecured lending/deposit transactions)

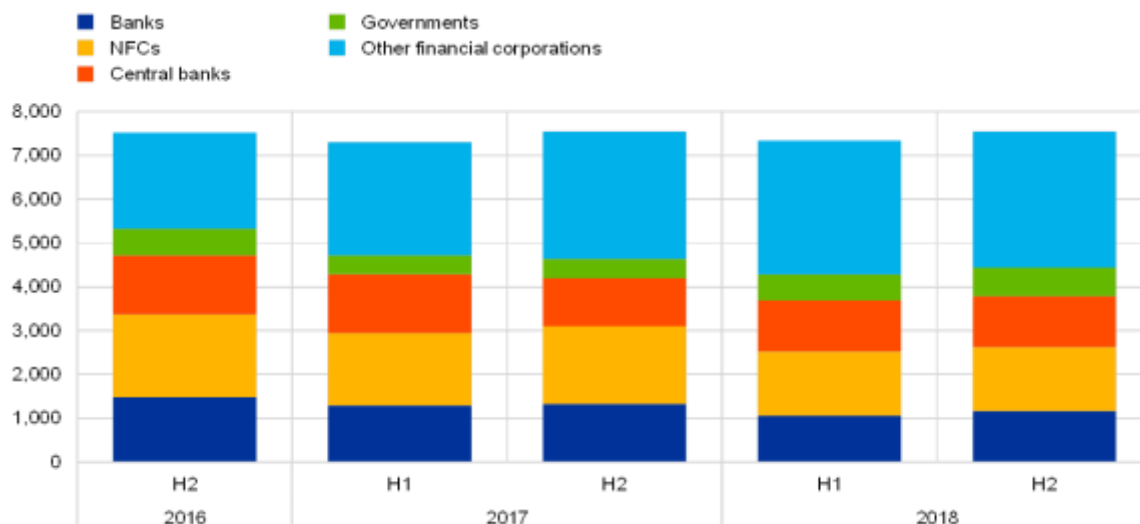
تمام قرض‌گیری‌ها به یورو با سررسیدهای یک روزه تا ۳۶۵ روزه (کمتر از یک سال) بین شرکت‌ها و مؤسسات مالی (بجز بین بانک‌های مرکزی کشورهای عضو)، دولت‌ها و یا شرکت‌های غیرمالی با عنوان بازار عمده‌فروشی^۱ تلقی شده و معاملات آن‌ها در چارچوب بازل ۳ و بر اساس رعایت نسبت LCR و رعایت مقررات مربوط به سپرده‌های تضمین نشده از سوی بانک مرکزی اروپا صورت می‌گیرد. از طرفی تمام وام‌دهی‌ها به یورو به دیگر مؤسسات اعتباری و با سررسیدهای کمتر از یک سال که از طریق سپرده‌های تضمین نشده یا حساب‌های خرید^۲ و یا خریداری اوراق بدهی از مؤسسات اعتباری ناشر با نرخ بهره کوتاه مدت ثابت یا متغیر و با سررسید کمتر از یک سال نیز در بخش معاملات تضمین نشده در بازار پول اروپا قرار می‌گیرد.

لازم به ذکر است بخش عمده معاملات تضمین نشده مربوط به قرض‌گیری‌های شرکت‌های مالی و بانک‌های خارجی هستند و معاملات بین بانکی در ناحیه یورو تنها ۱۵ درصد از ارزش معاملات در بخش عمده‌فروشی تضمین نشده را به خود اختصاص داده است. در نمودار زیر سهم فعالیت هر یک از مشارکت‌کنندگان در بازار پول اروپا در بخش معاملات عمده‌فروشی تضمین نشده در بین سال‌های ۲۰۱۶ تا ۲۰۱۸ میلادی نشان داده شده است. همانطور که مشاهده می‌شود سایر شرکت‌های مالی بخش عمده فعالیت

^۱ wholesale^۲ call accounts/ call money

در این بازار را به خود اختصاص داده‌اند و بعد از آن به ترتیب شرکت‌های غیرمالی^۱، بانک‌های مرکزی کشورهای عضو و بانک‌ها قرار دارند.

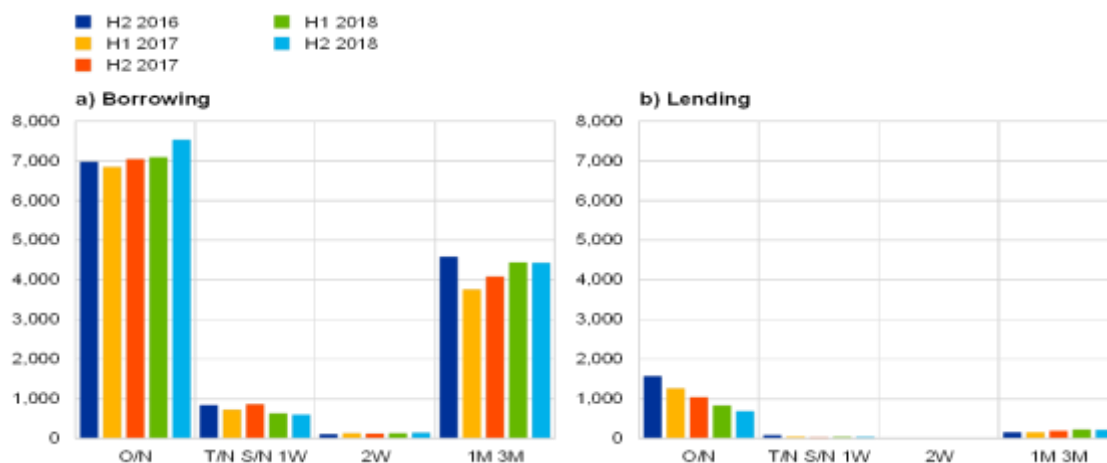
شکل ۲۳- سهم فعالیت هر یک از مشارکت‌کنندگان در بازار پول اروپا در بخش معاملات عمده‌فروشی تضمین نشده



منبع: بانک مرکزی اروپا - واحد: میلیارد یورو

نکته حائز اهمیت دیگر در سررسید در معاملات تضمین نشده بر اساس سپرده‌های تضمین نشده و یا حساب‌های خرید می‌باشد. در نمودار زیر نشان داده شده است که بخش عمده معاملات در این بخش با سررسید یک روزه^۲ می‌باشد.

شکل ۲۴- فراوانی سررسید در معاملات تضمین نشده



^۱ non-financial corporations – NFCs

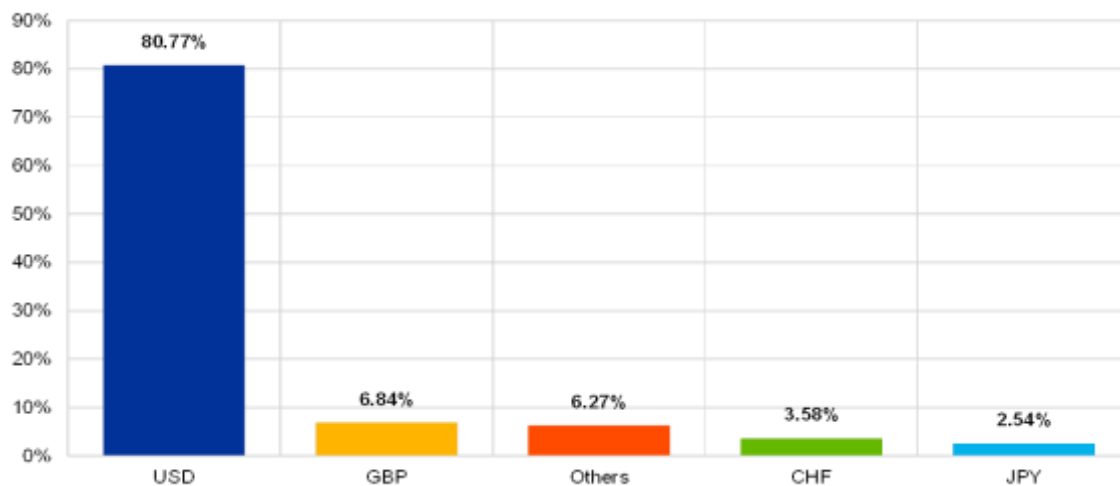
^۲ O/N – overnight; T/N – tomorrow/next; S/N – spot/next

منبع: بانک مرکزی اروپا – واحد: میلیارد یورو

۳-۱-۶-۳- بازار قراردادهای سوآپ ارزهای خارجی^۱

بازار معاملات قراردادهای سوآپ ارزهای خارجی با سررسیدهای مختلف و کمتر از یکسال به یورو که در آن‌ها قرارداد خرید/فروش مقدار مشخصی ارز خارجی در برابر یورو و با تاریخ مشخص برای سررسید و بازخرید ارز مبدأ مشخص و معامله می‌شود. فعالین اصلی این بازار نیز شرکت‌های مالی، دولت‌های مرکزی و یا شرکت‌های غیرمالی هستند که بر اساس الزامات چارچوب LCR در بازل ۳ به فعالیت می‌پردازند. بر اساس آمارهای منتشرشده، سهم بازار معاملات قراردادهای سوآپ ارزهای خارجی با سررسیدهای مختلف و کمتر از یکسال طی سالیان اخیر رشد قابل‌توجهی داشته است. همچنین در حدود ۸۰ درصد قراردادهای سوآپ ارزهای خارجی، ارز دلار به عنوان ارز خارجی در بازار یورو قرار دارد.

شکل ۲۵- فراوانی ارزها در بازار معاملات قراردادهای سوآپ ارزهای خارجی

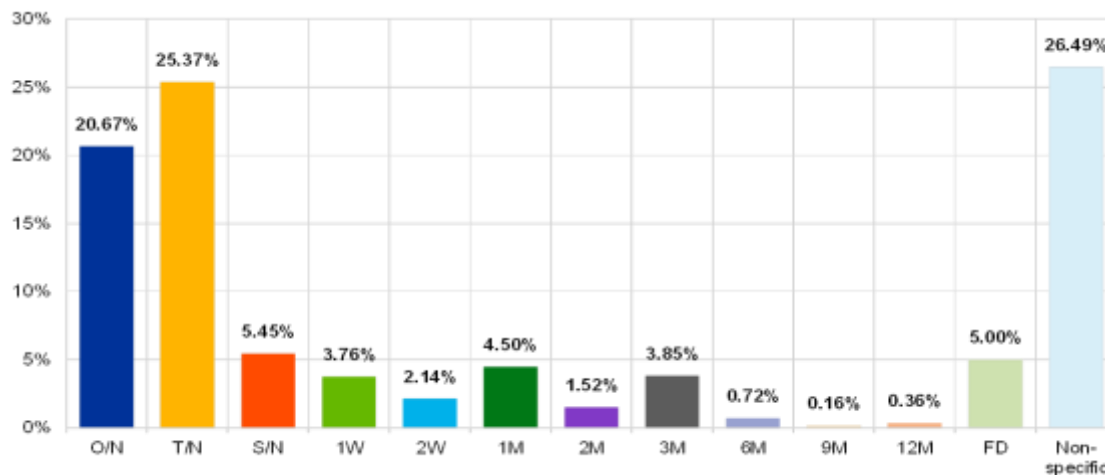


منبع: بانک مرکزی اروپا

همانطور که اشاره شد، معاملات قراردادهای سوآپ ارزهای خارجی با سررسیدهای مختلف و کمتر از یکسال انجام می‌شود. در نمودار زیر فراوانی حجم قراردادهای سوآپ ارز با سررسیدهای مختلف در بین سال‌های ۲۰۱۶ تا ۲۰۱۸ میلادی نشان داده شده است. بر اساس نمودار قراردادهای شبانه و یک روزه حدود ۴۶ درصد حجم قراردادها را به خود اختصاص داده‌اند.

^۱ foreign exchange swaps (FX swaps) transactions

شکل ۲۶- فراوانی حجم قراردادهای سوآپ ارز با سررسیدهای مختلف

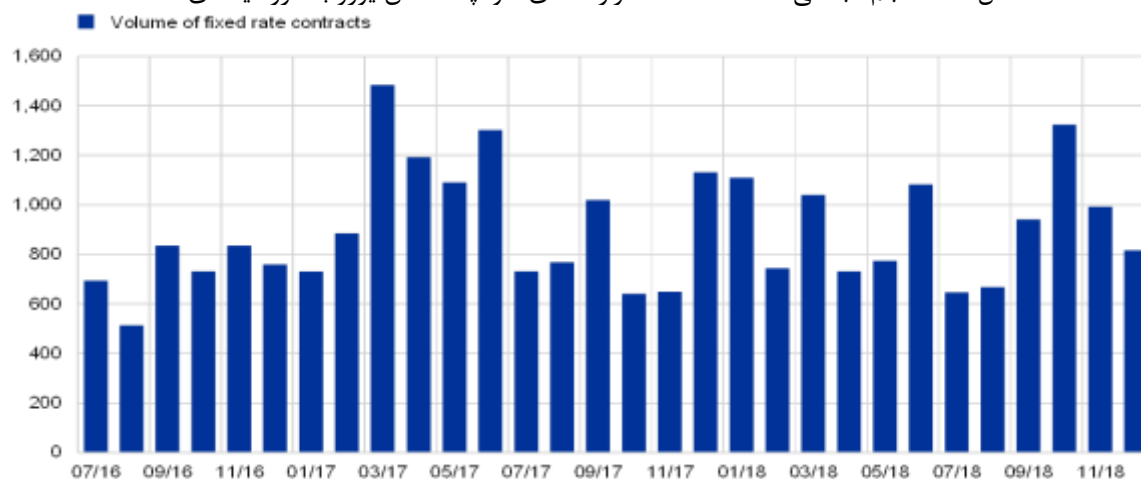


منبع: بانک مرکزی اروپا

۳-۶-۱-۴- بازار قراردادهای سوآپ شاخص یورو^۱

بازار قراردادهای سوآپ شاخص یورو با سررسیدهای مختلف که فعالین اصلی این بازار نیز شرکت‌های مالی، دولت‌های مرکزی و یا شرکت‌های غیرمالی هستند که بر اساس الزامات چارچوب LCR در بازل ۳ به فعالیت می‌پردازند. در نمودار زیر حجم تجمعی معاملات ماهانه قراردادهای سوآپ شاخص یورو با سررسیدهای مختلف نشان داده شده است. همانطور که مشاهده می‌شود ارزش ماهانه معاملات در پایان سال ۲۰۱۸ به حدود ۸۰۰ میلیارد یورو رسیده است.

شکل ۲۷- حجم تجمعی معاملات ماهانه قراردادهای سوآپ شاخص یورو با سررسیدهای مختلف

^۱ euro overnight index swaps (OIS)

منبع: بانک مرکزی اروپا – واحد: میلیارد یورو

۳-۶-۵- بازار اوراق بهادار کوتاه مدت

دو مورد اوراق بهادار کوتاه مدت که در بازار پول اروپا مورد توجه بوده و حجم معاملات قابل توجهی دارند شامل اوراق اروپایی کوتاه مدت^۱ (STEP) و اوراق تجاری اروپایی قابل مذاکره فرانسوی^۲ (NEU CP) می‌باشند. در نمودار زیر روند ارزش مانده دو نوع اوراق معرفی شده در بین سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۹ میلادی نشان داده شده است. ارزش مانده این دو نوع اوراق در پایان سال ۲۰۱۸ میلادی به حدود ۳۰۰ میلیارد یورو می‌رسد.

شکل ۲۸- روند ارزش مانده دو نوع اوراق معرفی شده در بین سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۹ میلادی



منبع: بانک مرکزی اروپا – واحد: میلیارد یورو

۳-۶-۲- نهادهای قانون‌گذار و نظارتی

بانک مرکزی اروپا^۳: نهاد اصلی در قانون‌گذاری و حوزه نظارت در بازار پول اروپا می‌باشد. بانک مرکزی اروپا در واقع بانک مرکزی واحد پول یورو و مسئول اجرای سیاست پولی منطقه یورو شامل ۱۹ کشور عضو است که یکی از بزرگ‌ترین واحدهای پولی در جهان محسوب می‌شود. هدف از تشکیل این نهاد اقتصادی حفظ تعادل قیمت‌ها با کنترل تورم بوده است. بانک مرکزی اروپا بسیاری از اختیارات بانک مرکزی

^۱ the Short-Term European Paper (STEP)

^۲ French Negotiable European Commercial Paper (NEU CP)

^۳ European Central Bank

یک کشور را دارد، هر چند ابهاماتی درباره میزان استقلال این نهاد در مدیریت تقاضاهای پولی کشورهای عضو وجود دارد. تصمیم‌سازی در بانک مرکزی اروپا از سوی شورای سیاست‌گذاری انجام می‌شود که از هیئت اجرایی و سران کشورهای حوزه یورو تشکیل شده است. مقامات بانک‌های مرکزی کشورهای اروپایی می‌توانند در تصمیم‌گیری‌های این نهاد پیشنهادهای خود را ارائه کنند، اما تصمیم نهایی را خود مقامات بانک مرکزی اروپا اتخاذ می‌کنند.

نهاد بازارها و اوراق بهادار اروپا (ESMA):^۱ نهادی است که در سال ۲۰۱۱ ایجاد شد. در اروپا، پس از بحران مالی سال ۲۰۰۷، چشم‌انداز نظارتی همانند کل اروپا تغییر یافت، مجمع بازار اوراق بهادار اروپا ESMA ایجاد شد تا مقررات زیرساخت بازار اروپا EMIR را پیش‌بینی کند. ESMA به عنوان نهاد نظارتی اروپا^۲ بوده که در زمینه قوانین و مقررات اوراق بهادار برای بهبود عملکرد بازارهای مالی در اروپا، تقویت حمایت از سرمایه‌گذاران و همکاری میان مقامات ذیصلاح کشورهای عضو فعالیت می‌نماید. این نهاد به هماهنگی نظارت بر بازار اوراق بهادار توسط مقامات ذیصلاح پرداخته و اقدام به آماده‌سازی اولیه استانداردهای فنی خدمات مالی اتحادیه اروپا می‌نماید. اصلی‌ترین قانون داخلی کشورهای اروپایی عضو، که عرضه اوراق بدهی می‌بایست با آن مطابقت داشته باشد، قانون بازارها و خدمات مالی (FSMA)^۳ مصوب سال ۲۰۰۰ است.

بعد از آن که داده‌های بازار تحت AIFMD، MiFID و EMIR جمع‌آوری می‌شوند و با برخی دیگر از داده‌های در دسترس ترکیب می‌شوند این نهاد در همکاری با نهادهای ملی هر کشور به تکمیل زیرساخت‌های فنی لازم برای پردازش آن‌ها، برنامه‌ریزی روتین برای مدیریت آن‌ها و فراهم کردن آن‌ها برای ارزیابی تحلیلی مربوطه می‌پردازد.

۳-۶-۳- مهم‌ترین قوانین حاکم بر بازار ابزارهای پول و بدهی در اروپا

در اتحادیه اروپا و کشورهای عضو آن به ویژه ایرلند، آلمان، فرانسه و سوئیس از جمله نواحی پیشرو در امر قانون‌گذاری در حوزه مالی هستند. پس از بحران مالی نیز در این منطقه شاهد تغییرات قابل‌توجه در امر قانون‌گذاری، تصویب قوانین جدید نظیر AIFMD، به روزرسانی قوانین تأثیرگذار قبلی مانند UCITS و نیز

^۱ European Securities and Markets Authority (ESMA)

^۲ European supervisory agency

^۳ Financial Services and Markets Act (FSMA)

شکل‌گیری نهادهایی جدیدی مانند ESMA بوده‌ایم. از جمله مهم‌ترین قوانین در اتحادیه اروپا در حوزه ابزارها و بازارهای مالی مرتبط با بازار پول اروپا می‌توان به موارد زیر اشاره کرد.

دستورالعمل بازارها و ابزارهای مالی (MIFID II)^۱ و قوانین بازارها و ابزارهای مالی (MIFIR)^۲: قانون اصلی حاکم بر بازارهای بدهی در اتحادیه اروپا شامل (MIFID II) می‌باشد که در سال ۲۰۱۴ جایگزین (MIFID) شده و از سال ۲۰۱۸ پیاده‌سازی گردید. MIFID مجموعه مقرراتی است که در تلاش برای استانداردسازی خدمات سرمایه‌گذاری در اتحادیه اروپاست و شامل موارد زیر می‌شود: (Bikhchandani and Huang 1992)

(۱) صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری^۳ که خدمات متنوعی را به سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهند.
(۲) اوراق بهادار سازمان‌یافته مالی^۴ که ابزار سرمایه‌گذاری هستند
به بیان دیگر این چارچوب قانونی مجموعه دستورالعمل بازار ابزار مالی در قانون اتحادیه اروپا است که قوانینی را برای شرکت‌هایی که خدمات سرمایه‌گذاری را به مشتریان مرتبط با «ابزارهای مالی» (سهام، اوراق قرضه، واحدهای طرح سرمایه‌گذاری جمعی و ابزار مشتقه‌های مرتبط) ارائه می‌دهند، و مکان‌هایی که این ابزارها مورد تجدید قرار می‌گیرند، تنظیم می‌کند. MIFID از ماه نوامبر سال ۲۰۰۷ در سراسر اتحادیه اروپا مورد استفاده قرار گرفته است و این یکی از عواملی است که تنظیمات اتحادیه اروپا از بازارهای مالی برای بهبود رقابت آن‌ها با ایجاد یک بازار واحد برای خدمات و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و حفظ سطح بالایی از حفاظت هماهنگ از سرمایه و ابزارهای مالی را برای سرمایه‌گذاران در بازار مالی برای انجام امور معاملاتی و الزامات قانونی شرکت‌های سرمایه‌گذاری تعیین می‌کند. هدف کلی MIFID انسجام بیشتر در بازارهای مالی اروپا و تبعیت از چارچوب مشترک برای بازار اوراق بهادار می‌باشد.

قانون اتحادیه اروپا^۵: از ۲۱ جولای سال ۲۰۱۹، عرضه اوراق بهادار در منطقه اقتصادی اروپا^۶ (EEA) توسط مقررات اتحادیه اروپا پیرامون امیدنامه با عنوان قوانین امیدنامه (Prospectus Regulation) تنظیم

^۱ Markets in Financial Instruments Directive

^۲ Markets in Financial Instruments Regulation

^۳ investment intermediaries

^۴ organised trading of financial instruments

^۵ EU law

^۶ European Economic Area (EEA)

می‌شود و قوانین مذکور با دستورالعمل امیدنامه (Prospectus Directive) که در سال ۲۰۰۳ تنظیم شده بود، جایگزین می‌گردد. قوانین امیدنامه، به بیان قوانینی پیرامون انتشار امیدنامه در زمان عرضه عمومی اوراق و یا انجام معاملات در یک بازار تحت نظارت می‌پردازد. به جز موارد استثنا، قوانین امیدنامه در موارد ذیل الزام نموده است که امیدنامه قبل از انتشار برای عموم منطقه اقتصادی اروپا (EEA) می‌بایست مورد تأیید قرار گیرد.

- اوراق بهاداری که برای عموم عرضه می‌شود.
- اوراق بهاداری که برای معامله در یک بازار تحت نظارت پذیرش شده است.

مقررات زیرساختی بازار اروپا^۱: EMIR یک قانون مصوب برای بازارهای خارج از بورس OTC و پیمانکاران مرکزی و مراکز تجاری است. EMIR توسط اتحادیه اروپا جهت پیاده‌سازی تعهدات گروه G20 برای کاهش ریسک سیستماتیک و افزایش شفافیت در بازار مشتقه در معاملات OTC در سال ۲۰۱۲ معرفی شد. همچنین این مقررات به عنوان یک اقدام پیشگیرانه برای جلوگیری از سقوط در طول بحران‌های مالی آینده همانند سقوطی که به دنبال ورشکستگی شرکت لمن برادرز در سال ۲۰۰۸ اتفاق افتاد طراحی شده است.

۳-۶-۴- صندوق‌های بازار پول اروپا

صندوق‌های بازار پول^۲: MMF یک صندوق با سرمایه متغیر است که در ابزارهای مالی کوتاه مدت بسیار مؤثر سرمایه‌گذاری می‌کند. ایرلند در حال حاضر اقامتگاه شماره یک اروپایی برای MMF از لحاظ حجم دارایی‌های خالص است البته صندوق‌های بازار پول در حال حاضر کماکان تحت اصلاحات پارلمانی اتحادیه اروپا قرار دارد. در اروپا صندوق‌های بازار پول تحت چارچوب UCITS^۳ قرار دارند و صندوق تحت UCITS صرف‌نظر از اینکه در کدام کشور اروپایی تشکیل شده باشد می‌تواند در هر کشوری فعالیت انجام دهد.

UCITS: اولین دستورالعمل UCITS در ۲۰ دسامبر ۱۹۸۵، با هدف تسهیل ارائه پیشنهادات مبادلات صندوق‌های سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران خرد^۴ به تصویب رسید. در اوایل دهه ۱۹۹۰، پیشنهادی برای

^۱ European Market Infrastructure Regulation

^۲ MMFs

^۳ Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities

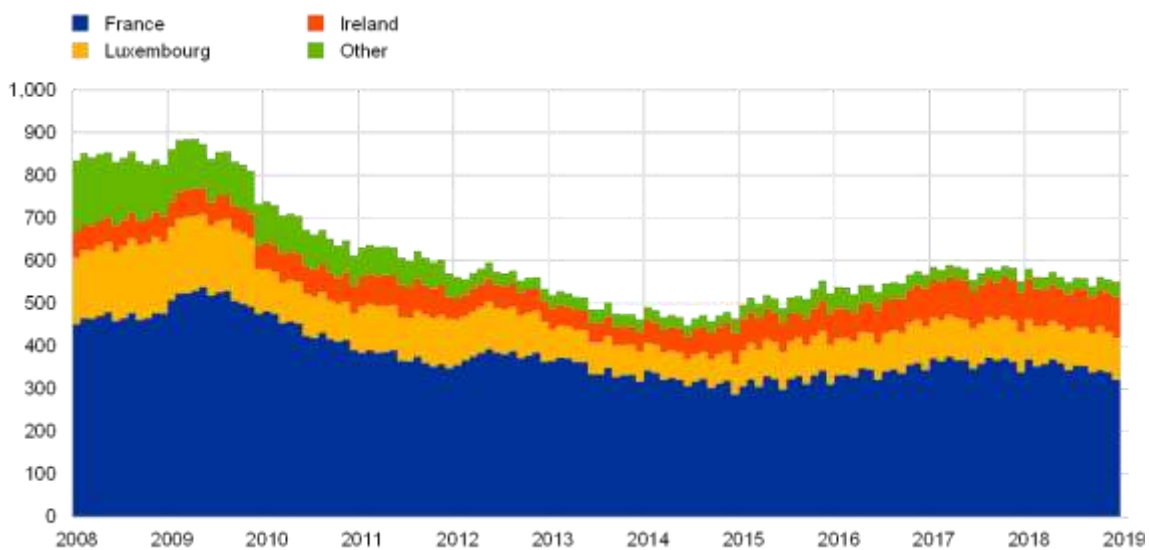
^۴ retail investors

اصلاح این دستورالعمل ارائه شد اما هرگز به طور کامل تصویب نشد. به این ترتیب، UCITS II وجود ندارد. با این حال، در سال ۲۰۰۲، پس از بحث در میان کشورهای عضو، دو دستورالعمل جدید تصویب شد. دستورالعمل EC / ۱۰۷/۲۰۰۱ و EC / ۱۰۸/۲۰۰۱، که با هم به عنوان UCITS III شناخته می‌شود، طیف سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری UCITS را گسترش داد و برخی از محدودیت‌ها را برای بودجه‌های شاخص کاهش داد. UCITS چهارم یا دستورالعمل EC ۶۵/۲۰۰۹ / تغییرات فنی بیشتری را به ارمغان آورد و در ماه جولای ۲۰۱۱ به تصویب رسید. در آخر، UCITS پنجم یا دستورالعمل EU ۹۱/۲۰۱۴ / که در ماه مارس ۲۰۱۶ به اجرا گذاشته شد، مسئولیت‌ها و الزامات پاداش مدیران صندوق با مقررات مدیران صندوق سرمایه‌گذاری‌های جایگزین (AIFMD) در آن شد. لازم به ذکر است صندوق‌های قابل معامله در بورس (ETFs) و صندوق‌های بازار پول^۱ (MMFs) تقریباً همیشه در چارچوب مقرراتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری UCITS تأسیس می‌شوند.

به طور کلی پس از بحران‌های مالی اروپا، تا حدودی از استقبال سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازار پول اروپا به عنوان یک گزینه سرمایه‌گذاری بدون ریسک کاسته شده است. در نمودار زیر روند ارزش صندوق‌های بازار پول اروپا در طی سال‌های ۲۰۰۸ تا پایان ۲۰۱۸ میلادی نشان داده شده است. بر اساس آمارهای بانک مرکزی اروپا، سرمایه‌گذاران در کشورهای فرانسه، لوکزامبرگ و ایرلند بیش‌ترین سرمایه‌گذاری را در قیاس با سایر کشورها در این صندوق‌ها داشته‌اند.

شکل ۲۹- روند ارزش صندوق‌های بازار پول اروپا در طی سال‌های ۲۰۰۸ تا پایان ۲۰۱۸ میلادی

^۱ Money Market Funds



منبع: بانک مرکزی اروپا – واحد: میلیارد یورو

فصل چهارم

بازار پول در ایران

۴-۱- مقدمه

همان‌طور که بخش نخست اشاره شد، در مورد کشورمان ایران، تنها بخشی از مشکلات در اقتصاد کشور ناشی از تحریم‌ها بوده و قسمت عمده مشکلات مربوط به ساختار بیمار اقتصاد در داخل می‌باشد، نمی‌توان انتظار داشت که با بهبود اوضاع سیاسی به تنهایی، مسیر همواری برای رشد و توسعه اقتصادی پیشرویمان فراهم گردد و تا زمانی که به موازات رفع چالش‌های سیاسی، به دنبال حل سیستماتیک معضلات اقتصادی با رویکرد تولید محوری نباشیم، امکان خروج از شرایط فعلی امکان‌پذیر نخواهد بود. از این رو باز آرای سیستمی در بازار پول و با محور قراردادن بخش تولید و بالا بردن هزینه برای فعالیت‌های غیرمولد از الزامات دستیابی به توسعه است.

یکی از بازارهایی که طی سالیان اخیر با چالش اساسی روبه‌رو بوده، بازار پول و سیستم بانکی کشور می‌باشد که نیازمند توجه ویژه از سوی سیاست‌گذاران کشور است. همان‌طور که می‌دانیم از مهم‌ترین کارکردهای نظام بانکی، تأمین منابع مالی مورد نیاز بخش حقیقی اقتصاد است. دستیابی به رشد اقتصادی و تخصیص بهینه منابع مستلزم وجود یک نظام مالی کارآمد می‌باشد که بتواند با کمترین هزینه، بهترین تخصیص منابع مالی را برای بخش‌های مولد اقتصادی که نیازمند تأمین مالی هستند، فراهم آورد. کارایی نظام مالی و یا تخصیص بهینه منابع از عوامل تأثیرگذار بر رشد اقتصادی است. در ایران نیز بانک‌ها همواره نقش مهمی در اقتصاد داشته‌اند و با توجه به اینکه تأمین منابع مالی بنگاه‌های اقتصادی متکی به بانک‌ها بوده و به اصطلاح تأمین مالی در کشور بانک‌محور می‌باشد و نقش بازار سرمایه و سهامداران در مقایسه با بانک‌ها کمتر است، حساسیت عملکرد سیستم بانکی و کارایی آن بسیار حائز اهمیت می‌باشد.

به‌طور کلی بازار پول یک بازار سازمان‌یافته نیست. به عبارت دیگر محل جغرافیایی خاصی برای بازار پول در نظر گرفته نمی‌شود و به‌طور کلی بانک‌ها، مؤسسات اعتباری غیربانکی و سایر مکان‌هایی که دادوستد ابزارهای مالی بازار پول در آن انجام می‌شود، تشکیل‌دهنده بازار پول هستند. مشارکت‌کنندگان در بازار پول، افراد یا واحدهای دارای مازاد نقدینگی هستند که به عنوان پس‌انداز کننده از طریق مستقیم یا غیرمستقیم منابع خود را با سررسیدهای کوتاه مدت در اختیار واحدهای نیازمند منابع مالی قرار می‌دهند. به عبارتی، مهم‌ترین رسالت بازار پول ایجاد تسهیلات برای واحدهای اقتصادی به منظور تأمین نقدینگی - به معنای کوتاه مدت آن - و نیز تأمین سرمایه در گردش است.

بازار مالی در ایران به طور سنتی یک بازار بانک محور است. به عبارت دیگر بانک‌ها نقش اصلی‌تری در تأمین مالی دارند و البته نقش بازار سرمایه طی سالیان اخیر بیشتر و پررنگ‌تر شده است. با این حال طی سال‌های گذشته، کشور همواره با مشکل نقدینگی روبه‌رو بوده، به طوری که با وجود رشدهای بالای نقدینگی، همواره یکی از مشکلات اصلی فعالان اقتصادی، مشکل تأمین مالی و عدم دسترسی آسان به منابع بوده است. بر اساس گزارش رقابت‌پذیری مجمع جهانی اقتصاد و گزارشات فصلی مرکز پژوهش‌های مجلس اصلی‌ترین مشکلات فعالان اقتصادی، مشکل تأمین مالی عنوان‌شده و در صدر مشکلات قرار دارد. از این رو در این تحقیق به دنبال این موضوع بودیم تا با بررسی جامع انواع ابزارهای بازار پول و کارکردهای هر یک از آن‌ها در کشورهای مختلف و همچنین بررسی سازوکار اجرایی، نظارتی و مقرراتی در کشورهای دیگر، الگویی جهت راه‌اندازی یک بازار پول منسجم در کشور باهدف بهره‌مندی دولت، بانک مرکزی و شرکت‌ها از مجموعه‌ای از ابزارهای بازار پول با کارکردهای مختلف، فراهم آوریم.

۴-۲- بازار پول در ایران

تا قبل از تأسیس بانک‌های خصوصی در ایران در سال ۱۳۸۲ به دلیل دولتی بودن شبکه بانکی کشور، عملاً نظام بانکی اعم از تجاری و تخصصی در دست دولت بود. در بخش رسمی بازار پول، تعداد زیادی نهاد مالی تحت عنوان انواع قرض‌الحسنه‌ها و نهادهای مالی و اعتباری در ایران وجود دارد که بخش قابل‌توجهی از آن تحت نظارت بانک مرکزی نیستند. بنابراین از ابتدای انقلاب تاکنون، نهادهای مالی و اعتباری کشور در بخش بازار سازمان‌یافته یا طبق مقررات و تحت نظر بانک مرکزی عمل می‌کنند و یا تعدادی از آن‌ها مجوز تأسیس خود را از سایر سازمان‌ها مانند سازمان اقتصاد اسلامی، نهادهای نظامی و انتظامی، وزارت کشور و غیره دریافت کرده‌اند.

طی سالیان گذشته گستردگی بازارهای پولی و اعتباری غیررسمی و سازمان نیافته در ایران، بسیار وسیع‌تر از بازار پول رسمی کشور بود و همین مسئله باعث ایجاد تفاوت زیاد بین نرخ بهره وام‌ها در بازار پول رسمی و غیررسمی ایران شده بود. ضمناً حجم زیاد نقدینگی در بازار غیررسمی که توسط سیاست‌های پولی بانک مرکزی و سیاست‌های مالی دولت قابل هدایت نیست، توانسته بود به افزایش نرخ تورم در کشور کمک کند. برای رفع این مسایل، مجلس شورای اسلامی در تاریخ ۸۳/۱۰/۲۳ قانون تنظیم بازار غیرمتشکل پولی را به تصویب رساند. طبق ماده ۱ این قانون، اشتغال به عملیات بانکی توسط اشخاص حقیقی و حقوقی تحت هر عنوان و تأسیس و ثبت هرگونه نهاد مالی و اعتباری بدون دریافت مجوز از بانک مرکزی ممنوع است.

به طور کلی نظام مالی حاکم بر داد و ستدهای مالی ایران به دلیل نوع نهادهای مالی موجود، قدمت و حجم فعالیت آن‌ها، مبتنی بر شبکه بانکی است. حاکمیت قانون عملیات بانکی بدون ربا، نظام بانکی و بازارهای مالی رسمی کشور را از ویژگی‌های خاصی برخوردار ساخته است. این ویژگی یکی تضعیف وظایف سنتی بانکداری و دیگری تضعیف مرزها و حوزه‌های فعالیت بانک‌های تجاری و تخصصی در چارچوب عملیات بانکداری بدون رباست. با اجرای قانون عملیات بانکی بدون ربا، تعریف سنتی بانکداری یعنی واسطه‌گری مالی بین پس‌انداز کنندگان و سرمایه‌گذاران در مورد بانک‌های کشور ما مصداق ندارد. البته آن‌گونه که پیشرفت‌های فناوری مالی در برخی از کشورها توسعه‌یافته ایجاد می‌کند، بانک‌ها به عنوان مؤسسات مالی علاوه بر انجام نقش واسطه‌گری مالی در بازار پول، اقدام به تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه در قالب قراردادهای مشارکتی و یا به صورت مستقل در بخش‌های مختلف اقتصادی و غیردولتی می‌نماید. پیشرفت‌های فناوری مالی و تداخل روزافزون فعالیت‌ها در بازارهای پول و سرمایه مسئولان مالی و اقتصادی کشورهایی مانند ژاپن، سوئیس و سنگاپور را بر آن داشته است که دیدگاه سنتی یعنی دوگانگی بازارهای پول و سرمایه را کنار گذاشته و به منظور هماهنگی بیشتر، وظیفه نظارت بر بازارهای پول و سرمایه را بر عهده یک مقام ناظر (هیئت بازار سرمایه) واگذار نمایند. طبق قانون عملیات بانکی بدون ربا در ایران، بانک‌ها در چارچوب عقود پیش‌بینی‌شده می‌توانند در بازار پول و بازار سرمایه، در عقود تجاری و غیرتجاری به صورت مشارکتی و غیر مشارکتی اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند.

۴-۳- تحولات اخیر در حوزه بازار پول و عملیات بازار باز در کشور

در این قسمت به بررسی تحولات اخیر در حوزه بازار پول و عملیات بازار باز که توسط بانک مرکزی در کشور شروع شده است، پرداخته خواهد شد. همانطور که می‌دانیم بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران مسئول تنظیم و اجرای سیاست پولی و اعتباری بر اساس سیاست کلی اقتصادی کشور است (بند (الف) ماده ۱۰ قانون پولی و بانکی کشور). هدف بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران حفظ ارزش پول و موازنه پرداخت‌ها، تسهیل مبادلات بازرگانی و کمک به رشد اقتصادی کشور است (بند (ب) ماده ۱۰ قانون پولی و بانکی کشور).

سیاست‌های پولی بانک مرکزی برای تنظیم و کنترل حجم پولی در اقتصاد بکار گرفته می‌شود. این تنظیم و کنترل حجم پول در طریق اعمال سیاست‌های پولی با هدف کنترل نرخ تورم سیاستی بانک مرکزی و همچنین نرخ بهره در اقتصاد است. علی‌رغم این موضوع که نرخ بهره در اقتصاد همواره از دل شرایط اقتصادی

هر کشور مشخص و تعیین می‌شود؛ اما در هر کشوری همواره متولی اصلی این نرخ بانک‌های مرکزی کشورها هستند که از طریق سیاست‌های پولی خود می‌توانند این نرخ را تنظیم و تعدیل کنند. در همین راستا بانک مرکزی از ابزارهایی برای اجرای سیاست‌های پولی خود استفاده می‌کند که در ادامه اشاره شده است.

۴-۳-۱- ابزارهای سیاست‌های پولی در ایران

در اجرای سیاست پولی، بانک مرکزی می‌تواند مستقیماً از قدرت تنظیم‌کنندگی خود استفاده نموده و یا به طور غیرمستقیم از اثرگذاری بر روی شرایط بازار پول به عنوان انتشاردهنده پول پر قدرت (اسکناس و مسکوک در جریان و سپرده‌های نزد بانک مرکزی) استفاده نماید. بر همین اساس دو نوع ابزار سیاست پولی قابل تفکیک می‌باشد که ابزارهای مستقیم (عدم اتکا بر شرایط بازار) و غیرمستقیم (مبتنی بر شرایط بازار) سیاست پولی نامیده می‌شوند. ابزارهای سیاست پولی در ایران بر مبنای تفکیک مذکور به شرح ذیل می‌باشد.

۴-۳-۱-۱- ابزارهای مستقیم

کنترل نرخ‌های سود بانکی: در کشور ما با اجرای قانون عملیات بانکی بدون ربا و معرفی عقود با بازدهی ثابت و مشارکتی، ضوابط تعیین سود و یا نرخ بازده مورد انتظار ناشی از تسهیلات اعطایی بانک‌ها و حداقل و حداکثر سود و یا بازده مورد انتظار بر طبق ماده (۲) آیین‌نامه فصل سوم قانون عملیات بانکی بدون ربا بر عهده شورای پول و اعتبار می‌باشد. همچنین بر طبق ماده (۳) آیین‌نامه فصل چهارم قانون مذکور بانک مرکزی می‌تواند در تعیین حداقل نرخ سود (بازده) احتمالی برای انتخاب طرح‌های سرمایه‌گذاری و یا مشارکت و نیز تعیین حداقل و یا حداکثر نرخ سود مورد انتظار و یا نرخ بازده احتمالی برای سایر انواع تسهیلات اعطایی بانکی دخالت نماید.

سقف اعتباری: این نوع ابزارهای پولی با ایجاد محدودیت‌های اعتباری و اعطای اعتبارات مستقیم به همراه منظورکردن اولویت در امر اعطای اعتبارات بانکی در مورد بخش‌های خاص اقتصادی عملاً اقدام به جهت‌دهی اعتبارات به سمت بخش‌های مورد نظر می‌نماید. بر اساس ماده ۱۴ قانون پولی و بانکی کشور، بانک مرکزی می‌تواند در امور پولی و بانکی دخالت و نظارت‌هایی داشته باشد که از جمله مفاد آن محدودکردن بانک‌ها، تعیین نحوه مصرف وجوه سپرده‌ها و تعیین حداکثر مجموع وام‌ها و اعتبارات در رشته‌های مختلف است.

۴-۳-۱-۲- ابزارهای غیرمستقیم

نسبت سپرده قانونی: نسبت سپرده قانونی از جمله ابزارهای سیاست پولی بانک مرکزی می‌باشد. بانک‌ها موظف‌اند همواره نسبتی از بدهی‌های ایجادشده و به طور خاص سپرده‌های اشخاص نزد خود را در بانک مرکزی نگهداری کنند. بانک مرکزی از طریق افزایش نسبت سپرده قانونی حجم تسهیلات اعطایی بانک‌ها را منقبض و از طریق کاهش آن، اعتبارات بانک‌ها را منبسط می‌نماید. بر طبق ماده (۱۴) قانون پولی و بانکی نسبت سپرده قانونی از ۱۰ درصد کمتر و از ۳۰ درصد بیشتر نخواهد بود و بانک مرکزی ممکن است بر حسب ترکیب و نوع فعالیت بانک‌ها نسبت‌های متفاوتی برای آن تعیین نماید.

اوراق مشارکت بانک مرکزی: اجرای بهینه سیاست‌های پولی توسط بانک مرکزی، توسط ابزار اصلی و محوری عملیات بازار باز صورت می‌گیرد که به بانک‌ها انعطاف لازم را در مدیریت نقدینگی و مداخله در بازار پولی اعطاء می‌نمایند. به منظور توسعه و بسط عملیات بازار باز و اجرای سیاست‌های پولی از حیث مدیریت نقدینگی و تأثیر بر بازار پول و سرمایه، یافتن بدیل‌های مناسب در قالب موازین شرع مقدس اسلام بعد از اجرای قانون عملیات بانکی بدون ربا از جایگاه ویژه‌ای برخوردار گردید. اوراق قرضه به جهت مبتنی بودن بر بهره، اصولاً در اسلام پذیرفته‌شده نیست. لیکن اوراق مشارکت و سهام نمودن سرمایه‌گذاران در فعالیت‌های اقتصادی و پرداخت سودهای واقعی نه تنها با مانع مواجه نیست بلکه مورد تشویق نیز می‌باشد. برای اولین بار، بر اساس ماده ۹۱ قانون برنامه سوم به بانک مرکزی اجازه داده شد که با تصویب شورای پول و اعتبار، از اوراق مشارکت بانک مرکزی استفاده نماید. شایان‌ذکر است که بر اساس برنامه چهارم توسعه، انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی با تصویب مجلس شورای اسلامی مجاز خواهد بود. انتشار و عرضه اوراق مشارکت بانک مرکزی از جمله ابزارهای سیاست انقباضی و اجرای عملیات بازار باز می‌باشد؛ به طوری که با عرضه این اوراق از حجم نقدینگی کاسته‌شده و وجوه این اوراق نزد بانک مرکزی مسدود می‌گردد. در بخش پایه پولی نیز انتشار این اوراق موجب افزایش جزء بدهی‌های بانک مرکزی و کاهش پایه پولی خواهد شد. لذا در مجموع انتشار اوراق موجبات کاهش رشد نقدینگی را فراهم می‌سازد. در واقع سیاست‌گذار پولی را قادر می‌نماید تا در مواقع لزوم از طریق کنترل نقدینگی، دستیابی به نرخ تورم پایین را میسر سازد.

سپرده ویژه بانک‌ها نزد بانک مرکزی: یکی از مهم‌ترین اقداماتی که در جهت استفاده مطلوب از ابزارهای غیرمستقیم پولی در چارچوب قانون عملیات بانکی بدون ربا صورت گرفت، اجازه افتتاح حساب سپرده ویژه بانک‌ها نزد بانک مرکزی است که در اواخر سال ۱۳۷۷ به تصویب شورای پول و اعتبار رسید.

هدف اصلی از اجرای این طرح، اعمال سیاست‌های پولی مناسب جهت کنترل و مهار نقدینگی از طریق جذب منابع مازاد بانک‌ها بوده است. لازم به ذکر است که بانک مرکزی به سپرده ویژه بانک‌ها نزد خود بر اساس ضوابط خاصی سود پرداخت می‌کند.

۴-۴- انتشار اوراق دولتی اسناد خزانه اسلامی و مراحله عام دولت

بر اساس بررسی‌ها و مطالعات انجام‌شده یکی از اصلی‌ترین ابزارهای بازار پول جهت اعمال سیاست‌های پولی بانک‌های مرکزی در کشورها و همچنین تأمین مالی کسری بودجه دولت‌ها، استفاده از اوراق و ابزارهای بازار پول می‌باشد. در کشور ما نیز انتشار اوراق اسناد خزانه اسلامی و اخیراً اوراق مراحله عام دولت در همین راستا بوده است.

۴-۴-۱- اوراق اسناد خزانه اسلامی

این اوراق، با هدف تسویه بدهی‌های دولت به طلبکاران غیردولتی، کنترل نقدینگی بازار، اجرای سیاست‌های پولی، تأمین کسری بودجه و مدیریت بازار منتشر می‌شود. همچنین این ابزار، یکی از اصلی‌ترین ابزار بازار پول جهت اعمال سیاست‌های پولی از سوی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در زمان انتشار آن بوده است. اسناد خزانه، در زمره اوراق بهادار با نامی قرار می‌گیرند که بیانگر تعهد دولت‌ها به بازپرداخت مبلغ اسمی آن‌ها در آینده است. اسناد خزانه از ابزارهای مالی با ماهیت بدهی بوده که بدون کوپن سود منتشر می‌شود و هدف اصلی آن، تأمین کسری بودجه دولت‌هاست. اسناد خزانه یک از اصلی‌ترین ابزار بازار پول جهت اعمال سیاست‌های پولی است.

اسناد خزانه مرسوم در دنیا توسط دولت به رقمی کمتر از قیمت اسمی به خریداران فروخته‌شده و از منابع مالی حاصل از فروش، بدهی‌های دولت پرداخت می‌شود اما به دلیل اشکالات فقهی وارد بر این روش، دولت جمهوری اسلامی ایران، این اوراق را صادر و به شکل مستقیم به طلبکاران غیردولتی واگذار می‌کند. دارنده اوراق در صورت نیاز به وجه نقد، این اوراق را در بازار ابزارهای نوین مالی فرابورس ایران به فروش می‌رساند. تفاوت عمده این اسناد با سایر اوراق بهادار منتشرشده در بازار پول و سرمایه تا آن زمان، در سررسید آن و پرداخت سود بوده است. این اوراق عموماً سررسیدی کمتر از یک سال داشته و اغلب سررسیدشان به صورت ۴، ۱۳، ۲۶ و ۵۲ هفته‌ای است. اسناد خزانه اسلامی بدون سود بوده و هیچ‌گونه پرداخت میان‌دوره‌ای تحت عنوان سود نخواهند داشت و سرمایه‌گذاران از مابه‌التفاوت قیمت خرید اوراق و ارزش اسمی دریافتی آن در

سررسید، منتفع خواهند شد. دارندگان اوراق، مبلغ اسمی را در سررسید از دولت دریافت می‌کنند. همچنین، این اوراق در مقایسه با دیگر ابزارهای بازار پول از درجه نقدشوندگی بیشتری برخوردار است.

۱-۴-۴-۱- ضمانت و تسویه اوراق اسناد خزانه اسلامی

ضامن این اوراق، وزارت امور اقتصادی و دارایی بوده و خزانه‌داری کل کشور پرداخت مبلغ اسمی اسناد خزانه اسلامی در هر مرحله را تعهد کرده است. همچنین خزانه‌داری کل کشور بازپرداخت این اوراق در سررسید را در زمره دیون ممتاز دولت قرار داده است بدین معنی که پرداخت مبلغ اسمی اسناد خزانه اسلامی در سررسید این اوراق، هم‌ردیف پرداخت حقوق کارکنان دولت بوده و با همان درجه اهمیت و اضطراب صورت می‌گیرد. فرآیند پرداخت مبلغ اسمی اسناد خزانه اسلامی در سررسید نیز بدین صورت تعریف شده است که سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور، وجه مورد نیاز برای بازپرداخت ارزش اسمی اوراق را با توجه به زمان سررسید، از طریق خزانه‌داری کل کشور به بانک عامل منتقل می‌کند. شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه، بر اساس اطلاعات آخرین دارندگان اسناد خزانه اسلامی، ارزش اسمی اوراق را از طریق بانک عامل به حساب دارندگان مذکور واریز خواهد کرد.

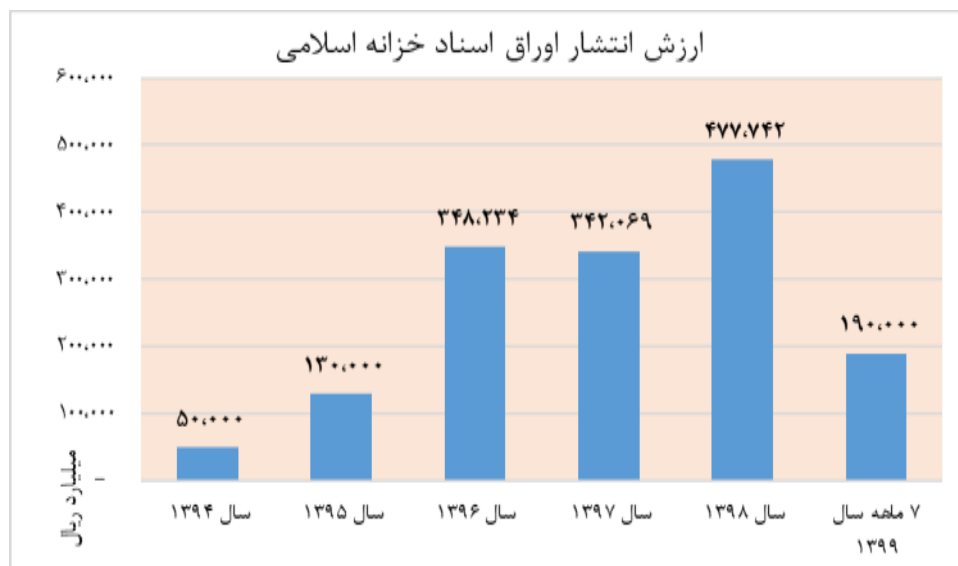
۴-۱-۴-۲- فرآیند انتشار و فروش اسناد خزانه اسلامی

وزارت امور اقتصادی و دارایی به نمایندگی از دولت، اسناد خزانه اسلامی را از محل ردیف بودجه اختصاص‌یافته، منتشر می‌کند. دستگاه‌های ذی‌ربط نیز بر اساس بودجه اختصاص‌یافته و اولویت‌بندی، لیست پیمانکاران طلبکار از دولت را به بانک عامل معرفی خواهند کرد. بعد از احراز هویت و اخذ اطلاعات لازم توسط بانک عامل، لیست پیمانکاران به فرابورس ایران اعلام خواهد شد. سپس حداکثر ظرف ۱۰ روز کاری، اطلاعات در سامانه معاملات ثبت‌شده و پیمانکاران می‌توانند نسبت به فروش اسناد خزانه اسلامی در بازار ابزارهای نوین مالی فرابورس ایران اقدام کنند. پیمانکارانی که برای تأمین منابع مالی خود نیاز به وجه مالی داشته باشند، می‌توانند اوراق خود را از طریق یکی از کارگزاران عضو فرابورس ایران به قیمت روز در بازار فرابورس ایران به فروش برسانند.

در نمودار زیر روند ارزش انتشار اوراق اسناد خزانه اسلامی در کشور طی سال‌های ۱۳۹۴ تا پایان مهرماه سال ۱۳۹۹ نشان داده شده است. همانطور که مشاهده می‌شود در مجموع و تا پایان مهرماه سال ۱۳۹۹، حدود ۱۵۳۸ هزارمیلیاردریال اوراق منتشر شده است. همانطور که در نمودار مشاهده می‌شود ارزش انتشار اوراق اسناد خزانه اسلامی طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ روندی صعودی داشته و در سال ۱۳۹۸ ارزش انتشار

این اوراق به بیش از ۴۷۷ هزارمیلیاردریال رسیده است. اما در طی سال ۱۳۹۹ و با مطرح‌شدن بحث انتشار اوراق مربحه عام دولت که در ادامه توضیح داده خواهد شد، روند انتشار اوراق اسناد خزانه در مقایسه با سال گذشته کاهش داشته است. لازم به ذکر است که میانگین نرخ بازده تا سررسید اوراق اسناد خزانه اسلامی از ابتدای انتشار این اوراق تا پایان مهرماه سال ۱۳۹۹ حدود ۲۲,۱ درصد بوده است و طی این مدت نرخ‌های ۳۱,۴ درصد و ۱۴,۲ درصد را نیز به عنوان بیش‌ترین و کمترین نرخ‌های بازده تا سررسید تجربه کرده است.

شکل ۳۰- روند ارزش انتشار اوراق اسناد خزانه اسلامی در کشور



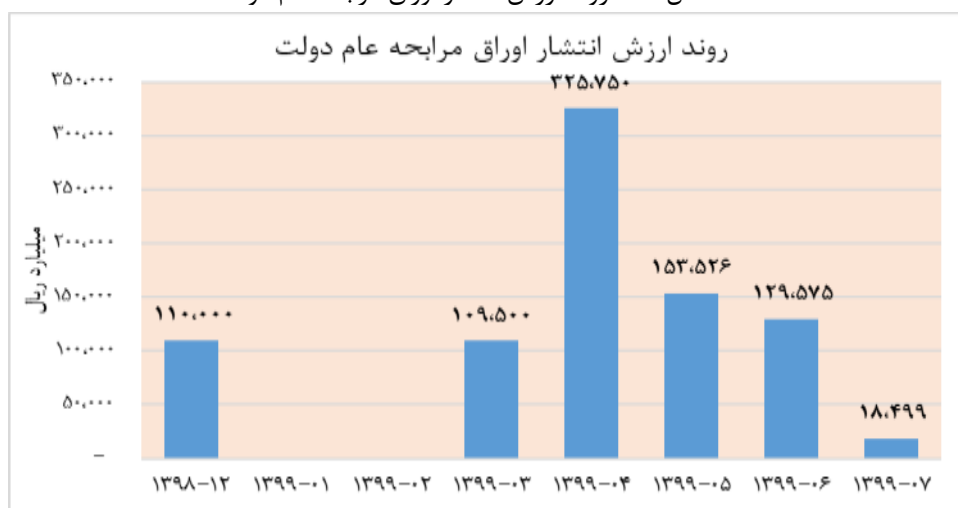
۴-۴-۲- اوراق مربحه عام دولت

دولت به منظور تأمین کسری بودجه و جلوگیری از پولی‌سازی کسری بودجه خود، از اسفندماه سال ۱۳۹۸ اقدام به انتشار اوراق بهادار اسلامی در قالب اوراق مربحه عالم دولت و انجام عملیات بازار باز می‌کند. از خردادماه سال جاری تاکنون حدود ۲۴ مرحله پذیره‌نویسی اوراق مربحه عام دولت جمهوری اسلامی ایران صورت گرفته است و از این محل حدود ۸۵۰ هزارمیلیاردریال منابع به منظور تأمین کسری بودجه دولت و تأمین نقدینگی مورد نیاز برای خرید کالاها و خدمات مورد نیاز دستگاه‌های اجرایی موضوع اعتبارات هزینه‌ای و عمرانی مندرج در جدول شماره (۷) قانون بودجه سال ۱۳۹۹ کل کشور، تأمین مالی شده است. اوراق مربحه عامل دولت اوراقی ۴ ساله با مبلغ اسمی هر ورقه یک میلیون ریال، ناشر آن وزارت امور اقتصادی و دارایی به نمایندگی از طرف دولت جمهوری اسلامی، ضامن اوراق سازمان برنامه و بودجه کشور، متعهد تسویه و پرداخت خزانه‌داری کل کشور و با پرداخت‌های سود ۶ ماهه می‌باشد که نرخ آن در هر مرحله با نظر

وزارت امور اقتصادی و دارایی تعیین می‌شود. به طور کلی اوراق مرابحه نوعی از اوراق بهادار است که صاحبان آن به صورت مشاع، مالک مال یا دینی هستند که بر اساس قرارداد مرابحه حاصل شده است. صاحب ورق مالک آن دین است. این اوراق بازدهی ثابت دارند و می‌توان آن‌ها را در بازار ثانویه به فروش رساند. دولت‌های بعضی از کشورهای اسلامی، از این مفهوم بیع در فقه استفاده می‌کنند و اوراق مرابحه را به جای اوراق قرضه به فروش می‌رسانند تا معاملات با قوانین شریعت تناقضی نداشته باشند. این کار با روش‌های مختلفی انجام می‌شود که از آن جمله می‌توان به اوراق مرابحه تأمین مالی، اوراق مرابحه تأمین نقدینگی، اوراق مرابحه تأمین سرمایه در گردش واحدهای تجاری و اوراق مرابحه رهنی اشاره کرد.

در نمودار زیر روند ارزش انتشار اوراق مرابحه عام دولت در کشور طی اسفندماه ۱۳۹۸ تا پایان مهرماه سال ۱۳۹۹ نشان داده شده است. همانطور که مشاهده می‌شود در مجموع و تا پایان مهرماه سال ۱۳۹۹، حدود ۸۵۰ هزارمیلیاردریال اوراق منتشرشده و به فروش رفته است. همانطور که در نمودار مشاهده می‌شود ارزش انتشار اوراق مرابحه عام دولت در تیرماه سال جاری به حدود ۳۲۶ هزارمیلیاردریال اوراق رسیده است. بر اساس شواهد، از اواسط خردادماه تا پایان مردادماه سال جاری که اوراق مرابحه عام دولت مطابق برنامه‌ریزی انجام‌شده و با حجم بالا منتشر و به فروش رفت، تا حد بسیار خوبی از افزایش نرخ تورم و پایه پولی در کشور جلوگیری شد و توانست به خوبی در آن مقطع ایفای نقش نماید. لازم به ذکر است که میانگین نرخ بازده تا سررسید اوراق مرابحه عام دولت از ابتدای انتشار این اوراق تا پایان مهرماه سال ۱۳۹۹ حدود ۲۰,۲ درصد بوده است و طی این مدت نرخ‌های ۲۳,۵ درصد و ۱۸,۶ درصد را نیز به عنوان بیش‌ترین و کمترین نرخ‌های بازده تا سررسید تجربه کرده است.

شکل ۳۱- روند ارزش انتشار اوراق مرابحه عام دولت



۴-۲-۱- مکانیزم اجرایی و فرآیند انتشار اوراق مباحه عام دولت

در حال حاضر و بر اساس بند ک تبصره ۵ قانون بودجه کشور در سال ۹۹، کمیته‌ای متشکل از رئیس سازمان برنامه و بودجه کشور، وزیر امور اقتصادی و دارایی و رئیس کل بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، به منظور مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق مالی اسلامی در بازارهای پول و سرمایه کشور و نظارت بر نحوه انتشار اوراق مالی اسلامی، برنامه زمانی و تواتر انتشار اوراق و نرخ‌های سود اسمی اوراق منتشره را تعیین می‌کنند. همانطور که اشاره شد انتشار اوراق مباحه عام دولت بر اساس جداول زمان‌بندی هفتگی و با حجم انتشار و نرخ مشخص از طریق بانک مرکزی اعلام و پس از روز معاملاتی مربوطه و فرآیند تأیید و تخصیص اوراق، گزارش نتایج حراج مذکور توسط بانک مرکزی به عموم اطلاع‌رسانی می‌شود. در شکل زیر نمونه‌ای از شرایط اوراق عرضه‌شده در حراج مورخ ۲۲ مهرماه ۱۳۹۹ نشان داده شده است.

شکل ۳۲- مشخصات اوراق بدهی دولتی عرضه‌شده در حراج مورخ ۲۲ مهرماه ۱۳۹۹

جدول: مشخصات اوراق بدهی دولتی قابل عرضه در حراج (۲۲ مهرماه ۱۳۹۹)

نماد	تاریخ سررسید	تاریخ انتشار	نرخ سود اسمی (درصد سالانه)	قیمت اسمی هر ورقه (هزار ریال)	مبلغ انتشار/عرضه (هزار میلیارد ریال)
اراد۴۹	شهریورماه ۱۴۰۲	۱۳۹۹/۰۶/۱۲	۱۷	۱۰۰۰	۱۵.۶
اراد۵۳	مهرماه ۱۴۰۲	۱۳۹۹/۰۶/۲۵	۱۷	۱۰۰۰	۲۳.۵
اراد۵۴	آذرماه ۱۴۰۱	۱۳۹۹/۰۷/۰۸	۱۶	۱۰۰۰	۲۸

۴-۲-۲- فرآیند عرضه اوراق مباحه عام دولت

بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی متقاضی شرکت در حراج می‌توانند نسبت به ارسال سفارش‌های خود تا ساعت ۱۲:۰۰ روز مندرج در اطلاعیه عرضه اوراق تنها از طریق سامانه بازار بین‌بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران اقدام کنند. همچنین کلیه نهادهای مالی موضوع بند (۲۱) ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران - مصوب ۱۳۸۴ - از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه‌ای و شرکت‌های تأمین سرمایه متقاضی شرکت در این حراج نیز می‌توانند سفارش‌های خود را تا ساعت ۱۲:۰۰ روز مندرج در اطلاعیه عرضه اوراق از طریق سامانه مظنه‌یابی شرکت مدیریت فناوری بورس تهران (قابل دسترسی برای کارگزاران مجاز در سامانه معاملات فرابورس ایران) ثبت کنند. معاملات و تخصیص مربوط به حراج روز کاری بعد و پس از تأیید وزارت امور اقتصادی و دارایی انجام می‌شود.

ذکر این نکته ضروری است که، وزارت امور اقتصادی و دارایی الزامی به پذیرش کلیه پیشنهادات دریافت شده یا فروش کلیه اوراق عرضه‌شده در حراج ندارد. بانک مرکزی سفارشات دریافت شده را برای تصمیم‌گیری به وزارت امور اقتصادی و دارایی ارسال می‌کند و وزارتخانه مزبور، نسبت به تعیین سفارش‌های برنده از طریق مشخص کردن حداقل قیمت پذیرفته‌شده در سازوکار حراج اقدام می‌کند. در نهایت، عرضه اوراق به تمامی برندگان به قیمت یکسان انجام می‌شود. در حالتی که سفارشات اوراق تأییدشده از سوی وزارت امور اقتصادی و دارایی مربوط به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی و از طریق سامانه بازار بین‌بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران باشد، فرآیند تخصیص و معاملاتی آن از طریق کارگزار بانک مرکزی انجام‌شده و در صورتی که سفارشات اوراق تأییدشده از سوی وزارت امور اقتصادی و دارایی مربوط به سایر نهادهای مشخص‌شده و از طریق سامانه مظنه‌گیری باشد، فرآیند تخصیص و معاملاتی آن از طریق کارگزار مربوط به همان نهاد سفارش‌دهنده صورت می‌پذیرد.

همچنین بر اساس جزء (۴) بند «ک» تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۹۹، بانک مرکزی تنها مجاز به خرید و فروش اوراق مالی اسلامی دولت در بازار ثانویه اوراق است. بنابراین در چارچوب قوانین، بانک مرکزی مجاز به خرید اوراق مالی اسلامی در بازار اولیه نبوده و نمی‌تواند در فرآیند برگزاری حراج، اوراق بدهی دولتی را با هدف تأمین مالی دولت خریداری کند. همچنین، کارگزاری بانک مرکزی تأمین‌کننده زیرساخت معاملات و برگزارکننده حراج فروش اوراق به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی عضو بازار بین‌بانکی است و تعهدی نسبت به حجم و قیمت اوراق به فروش رفته در بازار اولیه ندارد.

شایان‌ذکر است حسب هماهنگی‌های انجام‌شده با سازمان بورس و اوراق بهادار:

۱. ثبت مظنه در سامانه مذکور از سوی نهادهای واجد شرایط به منزله قبول تعهد خرید بوده و در صورت استنکاف از ایفای تعهدات اعلامی در موعد مقرر، مشمول قوانین و مقررات مربوط از جمله قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران خواهد شد.

۲. نهادهای مالی تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار با رعایت مفاد اساس‌نامه و مقررات ناظر بر فعالیت نهادهای مالی می‌توانند نسبت به ثبت مظنه در سامانه مذکور اقدام نمایند.

۳. وزارت امور اقتصادی و دارایی در خصوص پذیرش یا عدم پذیرش تمام یا بخشی از درخواست‌های ثبت‌شده مختار است. کلیه متقاضیانی که پیشنهادهای آن‌ها مورد تأیید قرار می‌گیرد، موظف‌اند حداکثر تا دو

روز کاری پس از اعلام، نسبت به ارائه نسخه‌های تکمیل‌شده قراردادهای تعهد پذیرهنویسی و سایر مدارک و مستندات مورد نیاز اقدام نمایند.

۴. کلیه سفارش‌ها به صورت "معتبر تا لغو" (Good till Cancel) "در سامانه ثبت شود.

۵. عامل فروش اوراق فوق‌الذکر ایستگاه معامله گر مستقل بانک مرکزی است.

لازم به ذکر است در صورتی که تمام اوراق عرضه‌شده در فرآیند حراج و پس از بررسی‌های وزارت امور اقتصادی و دارایی به فروش نرود، باقیمانده اوراق از طریق بورس (خارج از فرآیند حراج) و با نرخ کشف‌شده در فرآیند حراج آن مرحله، به سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی عرضه می‌شود. لازم به ذکر است که معاملات ثانویه این اوراق پس از انجام بررسی‌های سیستمی و فنی از ۲ تا ۳ روز کاری بعد از تاریخ پذیرهنویسی می‌تواند آغاز شود.

۴-۴-۳- تحولات اخیر در اجرای عملیات بازار باز

در راستای اجرای چارچوب جدید سیاست‌گذاری پولی با هدف مدیریت نرخ سود در بازار بین بانکی و نهایتاً کنترل نقدینگی و مهار تورم و فراهم کردن بستر لازم برای سیاست پولی مبتنی بر هدف‌گذاری تورم با استفاده از ابزارهای کوتاه‌مدت غیرمستقیم سیاست پولی و به استناد بندهای (الف) و (ب) ماده (۱۰) و بندهای (۵) و (۶) ماده (۱۳) قانون پولی و بانکی کشور مصوب ۱۳۵۱، بند (۹) مصوبه مورخ ۱۳۹۷، ۰۷، ۱۰ شورای عالی هماهنگی اقتصادی و بند (م) تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۹۸، در تاریخ ۱۳۹۸، ۰۱، ۲۷ دستورالعمل "انجام عملیات بازار باز و اعطای اعتبار در قبال اخذ وثیقه توسط بانک مرکزی" (به همراه اصلاحات آن در مورخ ۱۳۹۸/۱۰/۰۳) توسط شورای محترم پول و اعتبار تصویب شد.

متعاقب این امر کمیته اجرایی عملیات بازار باز در تاریخ ۱۳۹۸/۰۶/۳۱ به دستور رئیس کل بانک مرکزی با هدف فراهم‌سازی بسترها و الزامات مورد نیاز تشکیل شد. در همین راستا، طی ماه‌های اخیر با همکاری دستگاه‌های مربوطه بسترهای سخت‌افزاری و نرم‌افزاری مورد نیاز اجرای عملیات به همراه تدارک ابزارهای مورد نیاز فراهم شد. لذا در حال حاضر زمینه برای اجرای تدریجی عملیات بازار باز جهت مدیریت نرخ سود در بازار بین‌بانکی و هدایت نرخ سود در این بازار در چارچوب جدید سیاست‌گذاری پولی فراهم شده است.

لازم به توضیح است که استفاده از "عملیات بازار باز" و همچنین برقراری دامنه نرخ سود (کریدور نرخ سود) از جمله مهم‌ترین مؤلفه‌های چارچوب جدید سیاست‌گذاری پولی محسوب می‌شوند. ابزارهای عملیاتی

پیش‌بینی‌شده جهت جذب یا تزریق نقدینگی به بازار بین بانکی با هدف پی‌گیری موضع سیاست پولی بانک مرکزی در چارچوب جدید سیاست‌گذاری پولی، شامل خرید و فروش قطعی اوراق بهادار دولتی، توافق بازخرید منطبق با شریعت بر مبنای دارایی پایه اوراق بهادار دولتی و ارز، اعطای اعتبار در قبال وثیقه (اوراق بهادار دولتی، طلا و ارز) و همچنین سپرده‌پذیری بانک مرکزی از بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی (منطبق با شریعت) می‌باشد.

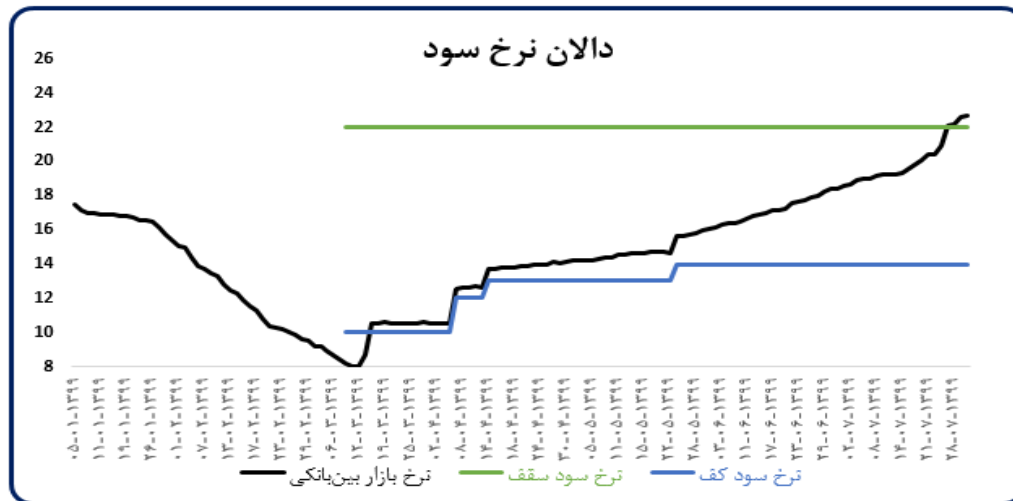
با توجه به هماهنگی‌های صورت گرفته بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی می‌توانند حسب اعلان قریب‌الوقوع بانک مرکزی در خصوص انجام عملیات بازار باز نسبت به مدیریت نقدینگی (کمبود یا مازاد) خود در بازار بین‌بانکی اقدام نمایند. همچنین از آنجا که بانک مرکزی در چارچوب جدید سیاست‌گذاری پولی، مدیریت نقدینگی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی را بر مبنای اوراق بهادار اسلامی منتشرشده توسط خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی انجام می‌دهد، بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی نسبت به اختصاص بخشی از دارایی‌های خود به اوراق مزبور مکلف شده‌اند.

در همین راستا و بر اساس مواد (۶) و (۱۱) دستورالعمل «عملیات بازار باز و اعطای اعتبار در قبال اخذ وثیقه توسط بانک مرکزی» و مصوبه هیئت عامل بانک مرکزی، بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی می‌توانند ذخایر مازاد خود را در نرخ سود کف دامنه نرخ سود و به صورت یک‌شبه نزد بانک مرکزی سپرده‌گذاری کنند. همچنین بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی می‌توانند کسری ذخایر خود را از طریق اعتبارگیری از بانک مرکزی به صورت یک‌شبه و مشروط به ارائه وثایق کافی، در نرخ سود ۲۲ درصد (سقف دامنه نرخ سود بین بانکی) تأمین کنند. امکان‌پذیر شدن سپرده‌گذاری نزد بانک مرکزی و اعطای اعتبار در قبال اخذ وثیقه باعث ایجاد دالان نرخ سود در بازار بین‌بانکی می‌شود. این امر، ضمن کاهش نوسانات نرخ سود بازار بین‌بانکی، ابزارهای جدیدی برای مدیریت نقدینگی و هدایت نرخ سود در بازار بین‌بانکی و متعاقباً جهت‌دهی به نرخ‌های سود در بازارهای مالی و هدایت نرخ تورم به سمت نرخ تورم هدف در اختیار بانک مرکزی قرار می‌دهد.

همچنین بر اساس اعلام بانک مرکزی، بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی که قرارداد ودیعه مربوط به سپرده‌گذاری در کف دالان نرخ سود را امضاء و به بانک مرکزی ارسال کرده‌اند، می‌توانند از تاریخ ۱۰ خردادماه ۱۳۹۹ نسبت به سپرده‌گذاری ذخایر مازاد خود نزد بانک مرکزی اقدام نمایند. سایر بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نیز پس از امضاء و ارسال قرارداد ودیعه می‌توانند از این امکان برای مدیریت نقدینگی خود

استفاده کنند. در نمودار زیر دامنه نرخ سود بین بانکی و تغییرات این نرخ از ابتدای سال جاری نشان داده شده است.

شکل ۳۳- دامنه نرخ سود بین بانکی و تغییرات این نرخ از ابتدای سال جاری



منبع: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

۴-۴-۴- انجام عملیات «ریپو» برای اولین بار در ایران

هم‌راستا با مصوبات ستاد هماهنگی اقتصادی دولت در زمینه توسعه «عملیات بازار باز» و تأکید رییس‌جمهور مبنی بر هدایت نرخ سود بازار بین بانکی با سازوکار بازار، برای اولین بار بانک مرکزی روز دوشنبه ۲۸ مهرماه ۱۳۹۹ با هدف تأمین نقدینگی بسیار کوتاه‌مدت (اضطراری) بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی، در قالب قرارداد توافق بازخرید (ریپو) با درخواست اعتبارگیری یک بانک متقاضی موافقت کرد. میزان این اعتبارگیری ۸,۹ هزار میلیارد ریال بود که در نرخ سود سقف دالان (۲۲ درصد) صورت گرفت. معاملات مربوط به نقل و انتقال اوراق توسط کارگزاری بانک مرکزی انجام و تسویه ریالی آن نیز صورت پذیرفت. یادآور می‌شود مطابق دستورالعمل و شیوه‌نامه اجرایی «انجام عملیات بازار باز و اعطای اعتبار در قبال اخذ وثیقه» بانک‌ها مشروط به تودیع وثیقه می‌توانند از اعتبارات کوتاه‌مدت بانک مرکزی استفاده کنند. اعتبارگیری از بانک مرکزی در نرخ سود سقف و بر اساس قراردادهای وثیقه‌گیری یا توافق بازخرید انجام می‌شود. با توجه به ماهیت زمان‌بر وثیقه‌سپاری، بانک‌ها می‌توانند از قرارداد توافق بازخرید بر پایه خرید و فروش اوراق بدهی دولتی که انعطاف‌پذیری بیشتری دارد استفاده کنند. به دلیل محدودیت زمانی فعالیت

بازار سرمایه برای نقل و انتقال مالکیت اوراق، به بانک‌های متقاضی استفاده از این خدمات توصیه شده است در ارسال درخواست به این محدودیت‌ها توجه داشته باشند.

در هر هفته و بر اساس پیش‌بینی بانک مرکزی مبنی بر کمبود یا مازاد نقدینگی در بازار بین‌بانکی و یا فاصله گرفتن نرخ سود موزون بازار از نرخ سود هدف، موضع پولی بانک مرکزی در آن هفته مشخص می‌شود. در صورت پیش‌بینی کمبود نقدینگی، بانک مرکزی اقدام به تزریق نقدینگی در قالب قرارداد توافق با خرید (ریپو) با سررسید ۱۴ روزه می‌نماید. بر این اساس بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی می‌توانند در روزهای شنبه تا چهارشنبه از اعتبارگیری قاعده‌مند (دریافت اعتبار با وثیقه از بانک مرکزی) مشروط به در اختیار داشتن اوراق بدهی دولتی و در قالب توافق با خرید با نرخ سود سقف دالان (۲۲ درصد) از طریق سامانه بازار بین بانکی بانک مرکزی اقدام و استفاده کنند.

در مجموع بانک مرکزی در چارچوب مدیریت نقدینگی مورد نیاز بازار بین‌بانکی ریالی، عملیات بازار باز را به صورت هفتگی اجرا می‌کند. موضع این بانک (خرید یا فروش قطعی یا اعتباری اوراق بدهی دولتی) بر اساس پیش‌بینی وضعیت نقدینگی در بازار بین‌بانکی و با هدف کاهش نوسانات نرخ بازار بین‌بانکی حول نرخ سیاستی، از طریق انتشار اطلاعیه در سامانه بازار بین‌بانکی اعلام می‌شود.

فصل پنجم

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

در این تحقیق به بررسی جامع بازار پول در کشورهای مختلف مانند آمریکا، مالزی، ترکیه، هند و اروپا از منظر انواع ابزارهای بازار پول، کارکردهای هر یک از ابزارهای مورد استفاده، مشارکت‌کنندگان بازار پول در کشورهای مورد بررسی و همچنین بررسی سازوکار اجرایی، نظارتی و مقرراتی در این کشورها، با هدف پیشنهاد انتشار و استفاده از انواع ابزارهای رایج در بازار پول در کشور، اصلاح زیرساخت‌ها و نقش ارکان و فعالان این بازار در کشور و در نهایت پیشنهاد الگویی جهت راه‌اندازی یک بازار پول منسجم در کشورمان به منظور بهره‌مندی دولت، بانک مرکزی، بانک‌ها و بنگاه‌های اقتصادی از مجموعه‌ای از ابزارهای بازار پول با کارکردهای مختلف، پرداخته شد.

۵-۱- خلاصه کشورهای مورد بررسی

بازار بدهی آمریکا، به عنوان یکی از فعال‌ترین بازارهای دنیا شناخته می‌شود. به طور کلی شرکت‌ها و واحدهای دولتی برای کسب وجوه مالی کوتاه مدت، اوراق بهادار مختلفی را در بازار پول منتشر می‌کنند. شناخته‌شده‌ترین این اوراق بهادار عبارت‌اند از: اوراق خزانه، وجوه فدرال، قرارداد یا توافق بازخرید اوراق بهادار، اوراق تجاری، گواهی سپرده قابل معامله، و پذیره‌های بانکی. یکی از بزرگ‌ترین و نقد شونده‌ترین بازارهای اوراق در دنیا شامل اوراق بدهی است که توسط وزارت خزانه‌داری آمریکا، سازمان‌های دولتی آمریکا و شرکت‌های تحت نظر دولت آمریکا منتشر می‌شود. اوراق بدهی خزانه‌داری آمریکا که به عنوان اوراق تأمین مالی بدهی دولت فدرال از آن استفاده می‌شود، به عنوان کم ریسک‌ترین اوراق بدهی در بورس آمریکا محسوب می‌گردد. پرداخت این اوراق به طور کامل توسط دولت آمریکا تضمین شده است. مهم‌ترین نهاد قانون‌گذار اوراق بهادار در ایالات متحده آمریکا، کمیسیون بورس اوراق بهادار (SEC) است. مأموریت سه‌گانه کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا شامل محافظت از سرمایه‌گذاران، حفظ وضعیت بازار در حالت منصفانه و کارآمد و تشویق تشکیل سرمایه است. همچنین مرجع نظارتی صنعت مالی (FINRA)^۱ به عنوان بزرگ‌ترین ناظر غیردولتی اوراق بهادار در آمریکا می‌باشد که به حمایت از سرمایه‌گذاران پرداخته و از طریق قوانین موثر و کارآمد، به خصوص از طریق فرآیند عرضه، به دنبال یکپارچگی بازار می‌باشد.

به طور کلی در آمریکا الزامات ثبت و پذیرش، عرضه و نوع عرضه اوراق بدهی بر اساس ماهیت اوراق، ناشر اوراق (داخلی/خارجی و یا پذیرفته‌شده و پذیرفته‌نشده در بورس‌ها) و سرمایه‌گذاران آن متفاوت می‌باشد و بر هر کدام رویه‌ها و دستورالعمل‌های مجزا تعریف شده است. به عنوان مثال خزانه‌ایالات متحده آمریکا دارای یک

^۱ The Financial Industry Regulatory Authority

فرایند رسمی است که از راه آن اقدام به انتشار اوراق خزانه تازه منتشرشده از راه بازارهای حراج (مزایده) اوراق خزانه می‌کند. هر هفته (و به طور معمول در روز پنج‌شنبه)، اوراق خزانه‌های ۱۳ هفته‌ای و ۲۶ هفته‌ای برای فروش عرضه می‌شود. معامله گران اوراق بهادار دولتی، شرکت‌های مالی و غیرمالی، و افراد باید درخواست خرید خود را از راه اینترنت، تلفن، و یا به شکل نامه مکتوب) تا ساعت ۱ بعدازظهر اولین دوشنبه بعد از اعلام حراج به بانک فدرال رزرو ارائه کنند. درخواست‌ها و قیمت‌ها در روز بعد (سه شنبه) بررسی شده و اوراق خزانه در اولین پنج‌شنبه بعد از اعلام حراج به خریداران تحویل داده می‌شود. اوراقی که قبلاً منتشرشده است، از طریق کارگزار در بازار ثانویه به فروش می‌روند. بازار ثانویه شامل بازار خارج از بورس (OTC)، بورس نزدک (NASDAQ) و بورس نیویورک (NYSE) است. روش عرضه اوراق در بازار اوراق آمریکا معمولاً به صورت حراج چندقیمتی رقابتی و غیررقابتی صورت می‌پذیرد.

در کشور مالزی به واسطه تلاش‌ها و همکاری‌های هماهنگ کمیسیون اوراق بهادار و بانک نگارای مالزی با یکدیگر، بازار اوراق (پول و اوراق بدهی) در طی سال‌های گذشته رشد قابل توجهی داشته است. بانک نگارا و کمیسیون اوراق بهادار مالزی طی یک تفاهم‌نامه، چارچوب همکاری بین دو نهاد را برای ایفای وظایف خود مشخص نموده‌اند. این تفاهم‌نامه به منظور تسهیل همکاری و تبادل اطلاعات برای دستیابی به اهداف مشترک هر دو نهاد مالی، سازوکارها را ترسیم کرده است. ابزارهای بازار پول که در مالزی وجود دارد شامل ابزارهای متعارف و غیرمتعارف می‌باشد و بر اساس ناشر از حیث دولت، نهادهای دولتی و بخش خصوصی تقسیم‌بندی می‌شود. اوراق منتشره توسط دولت و یا نهادهای دولتی مانند اسناد خزانه مالزی می‌باشد. همچنین اسناد پولی بانک نگارای مالزی نیز جز این دسته قرار می‌گیرد. اوراق منتشره توسط شرکت‌ها شامل اوراق تجاری، گواهی پذیرش بانکی، ابزارهای سپرده قابل معامله، ابزارهای قابل معامله اسلامی و توافقنامه بازخرید نیز در گروه ابزارهای بازار پول قرار می‌گیرد.

کشور مالزی با داشتن توانایی‌های عظیم در زمینه بانکداری اسلامی و همچنین قانون بانکداری و مالیه اسلامی، دارای بازار بین بانکی و بازار پولی پررونق بوده و طی سالیان اخیر بانک‌های کشور مالزی توانسته‌اند با ارائه روش‌های نوین بانکداری نقش مهمی در جذب منابع مسلمانان و حتی غیرمسلمانان ایفا کنند. از نظر سیاست‌گذاری پولی اسلامی، کشور مالزی با جدیت بسیار زیاد، تلاش کرده است تا علاوه بر بازار بین بانکی متعارف و مبتنی بر بهره، بازار بین بانکی اسلامی را راه‌اندازی و توسعه دهد و از این طریق سیاست‌های پولی

خود را اعمال و کنترل کند. بدین منظور بازار پولی بین بانکی اسلامی در سوم ژانویه ۱۹۹۴ توسط بانک مرکزی مالزی راه‌اندازی شد.

یکی از ارکان بازار پول در مالزی معامله گران اصلی متعارف و اسلامی هستند. سیستم معامله‌گران اصلی در مالزی در سال ۱۹۸۹ به عنوان بخشی از ابتکار عمل توسعه بازارهای اولیه و ثانویه اوراق بهادار بخش عمومی ایجاد شد. از این رو این موضوع منجر به ایجاد یک تقاضای ثابت برای عرضه اوراق دولتی و بانک نگارای مالزی از طرف معامله‌گران اصلی گردید. همچنین وجود معامله گران اصلی، باعث افزایش نقدشوندگی در معاملات اوراق بخش عمومی در بازار ثانویه شد. افزایش اهمیت مالی- اسلامی و نقش بسزای آن در بانکداری اسلامی منجر به توسعه و معرفی سیستم معامله گران اسلامی به وسیله بانک نگارای مالزی در سال ۲۰۰۹ گردید که به نوعی نقش تکمیل‌کننده معامله گران اولیه را ایفا می‌نمودند. در بازار مالزی، عملیات مربوط به بازار اولیه از طریق بانک نگارای مالزی در قالب سیستم FAST صورت می‌گیرد. انجام معامله در اوراق بهادار بازار پول که عمدتاً شامل اوراق بهادار دولتی می‌شود، بر اساس قانون خدمات و بازار سرمایه سال ۲۰۰۷ تنظیم می‌گردد. معامله گران اوراق بهادار دولتی، معمولاً شامل مؤسسات بانکی هست که توسط بانک نگارای مالزی مجاز هستند. در کنار بانک‌های تجاری و بانک‌های اسلامی، بانک‌های سرمایه‌گذاری به عنوان فعالان بازار بین بانکی برای اوراق بهادار دولتی می‌باشند. علاوه بر این، بانک نگارای مالزی قوانین و دستورالعمل‌هایی را منتشر می‌نماید که به تنظیم انتشار، تخصیص، پرداخت سود، بازخرید و تسویه وجوه از طریق سیستم FAST و RENTAS می‌پردازد. در مالزی، اوراق قرضه، اسناد خزانه و صکوک هم می‌تواند در بازار خارج از بورس (در مواردی که اوراق بدهی پذیرش نشده‌اند) و هم در بازار بورس (تنها اوراقی که پذیرش شده‌اند) مورد معامله قرار گیرند. اکثر اوراق قرضه، اسناد خزانه و صکوک در بازار ثانویه خارج از بورس از طریق مذاکره میان خریدار و فروشنده معامله می‌شود. اکثر معاملات از طریق تلفن صورت می‌پذیرد. علاوه بر این در مالزی، فعالین بازار می‌توانند با استفاده از بستر معاملات الکترونیکی (ETP) که توسط بورس اوراق بدهی مالزی (شرکت تابعه بورس مالزی) اجرایی شده است، به مشاهده، جستجو و انجام معاملات خارج از بورس بپردازند. معاملات اوراق بدهی در بازار اوراق بدهی مالزی نیز فراهم شده است. اوراقی که در این بازار معامله می‌شود با عنوان اوراق بدهی و صکوک قابل معامله شناخته شده است. اوراق بدهی و صکوک قابل معامله در بازار اوراق بهادار مالزی در سال ۲۰۱۲ معرفی شد.

دیگر کشور مورد بررسی در این تحقیق، کشور ترکیه بود. بازار اوراق ترکیه عملیات خود را در سال ۱۹۹۱ به منظور تسهیل در شفاف‌سازی و ایجاد محیطی قابل‌اعتماد برای معاملات ثانویه اوراق بدهی و ابزارهای مربوطه ایجاد نمود. با توجه به ساختار دولتی بورس استانبول و نیاز شدید به تأمین مالی از بخش عمومی، بازار اوراق بدهی ترکیه هدف خود را تأمین مالی داخلی با کمترین هزینه قرار داد. به طور کلی در کشور ترکیه اوراق دولتی و بانکی سهم عمده‌ای از انتشار اوراق در بازار پول و بدهی ترکیه را به خود اختصاص داده‌اند. بخش عمده این اوراق شامل اوراقی که توسط نهادهای عمومی غیر شرکتی منتشر می‌شود شامل اوراق دولتی و اسناد نقدشونده بانک مرکزی ترکیه است. بر اساس آمارهای بانک مرکزی ترکیه، حدود ۹۰ درصد از ارزش اوراق منتشرشده در بازار اوراق ترکیه (شامل ابزارهای بازار پول و سرمایه) به اوراق ریپو و ریپوی معکوس بین بانکی اختصاص دارد. ابزارهای بازار پول در کشور ترکیه در بازارهای مالی متعددی از این کشور عرضه و معامله می‌شود که از این بین می‌توان به بازار پول استانبول، بازار قراردادهای بازخريد، بازار قراردادهای بازخريد بین بانکی و بازار خرید و فروش یکجا اشاره کرد. علاوه بر بازارهای ساختار یافته مانند بورس استانبول، انواع اوراق در ترکیه می‌توانند در بازار خارج از بورس (OTC) مورد معامله قرار گیرند. با این حال، معاملات بازار خارج از بورس باید به بورس استانبول گزارش گردد. تسویه معاملات بازار خارج از بورس از طریق حساب‌های بانکی در بانک مرکزی و یا از طریق حساب‌های کارگزاری در بانک تسویه و سپرده‌گذاری استانبول به نام «تاکاس بانک» و یا از طریق سیستم MKK-13 شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه ترکیه صورت می‌گیرد. در هر فصل خزانه‌داری ترکیه انواع اوراق بهاداری که منتشر می‌شود را مشخص می‌نماید. مقادیر انتشار به صورت ماهانه اعلام می‌گردد. اوراق بدهی داخلی بر اساس روش‌های حراج، سیستم Tap و فروش عمومی عرضه می‌گردد. خزانه‌داری عمدتاً از روش سیستم حراج چندگانه قیمت استفاده کند.

بازار بدهی هند به صورت سنتی یک بازار عمده‌فروشی محدود به بازیگران نهادی همچون بانک‌ها هست. اصلاحات مالی طی سالیان اخیر در این کشور باعث بهبود چشمگیر بازارهای بدهی شد. به منظور تأمین مالی کسری بودجه سالیانه، دولت ابزارهای درآمد ثابت را منتشر می‌نماید و از طریق انتشار اوراق G-Sec، به نوعی وام دریافت می‌کند. بانک مرکزی هند از طرف دولت اقدام به انتشار اوراق بهادار دولتی می‌نماید. به طور کلی دولت بیش از ۸۰٪ از اوراق بدهی منتشرشده در بازار بدهی هند را احاطه کرده است که شامل اوراق بهادار دولتی (G-Sec)، اسناد خزانه و اوراق بخش عمومی (PSU) است. قانون اوراق بهادار دولت در سال

۲۰۰۶ و مقررات اوراق بهادار دولت در سال ۲۰۰۷ چارچوب قانونی سیستم فعلی عرضه و معاملات اوراق بهادار دولتی (G-Sec) را فراهم کرده است.

بانک مرکزی هند به منظور عملیات بازار باز (OMO) در بازار ثانویه اوراق دولتی حضور دارد. بانک مرکزی به منظور مدیریت تورم و نقدشوندگی اوراق دولتی، به وسیله عملیات بازار باز به خرید و فروش اوراق بدهی دولتی می‌پردازد. عملیات بازار باز بانک مرکزی از این جهت اهمیت دارد که آنان اثر افزایش استقراض دولت را بر نقدینگی، نرخ‌های بهره و تورم در اقتصاد را کنترل و تنظیم می‌نمایند. همانطور که اشاره شد نهادهای قانون‌گذار در بازار سرمایه هند به طور مستقیم و غیرمستقیم شامل هیئت اوراق بهادار هند (SEBI)، وزارت امور شرکت‌ها، دپارتمان امور اقتصادی وزارت دارایی هند، دولت هند، بانک مرکزی هند (RBI) و بورس اوراق بهادار هند می‌باشد. اوراق بهادار دولتی از طریق حراجی که بانک مرکزی هند انجام می‌دهد، فروخته می‌شود. این حراج از طریق سامانه متمرکز بانکداری بانک مرکزی با عنوان E-Kuber صورت می‌پذیرد. بانک‌های تجاری، بانک‌های تعاونی شهری، معامله‌گران اولیه، شرکت‌های بیمه و صندوق‌های احتیاطی، کسانی که حساب‌های جاری (CA) و یا حساب‌های اوراق بهادار همچون SGL نزد بانک مرکزی دارند، به عنوان اعضای این پلتفرم الکترونیکی مطرح می‌باشند. معاملات ثانویه در اوراق بهادار دولتی (G-Sec) می‌تواند در بازار ثانویه از طریق سیستم NSD-OM، بازار خارج از بورس (گزارشات معاملات در سیستم NSD-OM صورت می‌پذیرد) و سیستم‌های تحت وب در بورس مورد خرید و فروش قرار گیرد. اوراق دولتی می‌توانند در بازار عمده‌فروشی اوراق (WDM) بورس ملی هند و یا بورس بمبئی مورد معامله قرار گیرند. هر دو بازار مذکور نیز پلتفرم معاملاتی الکترونیکی دارند.

بازار پول اروپا بخش مهمی از سیستم مالی در اروپا است. در واقع یک بازار عمده‌فروشی برای منابع کوتاه مدت به یورو، که قرض دهنده و قرض گیرنده منابع با سررسیدهای متنوعی از یک شب تا یک سال را در خود جای داده است. بازار پول اروپا نقش اصلی را در اجرا و پیاده‌سازی سیاست‌های پولی در منطقه یورو به عهده دارد. مشارکت‌کنندگان اصلی در بازار پول اروپا شامل بانک‌ها (مؤسسات سپرده پذیر)، شرکت‌های سرمایه‌گذاری (شرکت‌های مالی)، شرکت‌ها (شرکت‌های غیرمالی) و بانک‌های مرکزی کشورهای عضو می‌باشند.

به طور کلی بازار پول اروپا به ۵ بخش (بازار) اصلی تقسیم می‌شود. بازار معاملات تضمین‌شده که شامل تمام معاملات قراردادهای بازخرید و بازخرید معکوس به یورو و با سررسیدهای مختلف و کمتر از یکسال بین

مؤسسات و شرکت‌های مالی، دولت‌های عضو و یا شرکت‌های غیرمالی می‌باشد. بازار سپرده‌ها و معاملات تضمین نشده که شامل تمام قرض‌گیری‌ها و وام‌دهی‌ها به یورو با سررسیدهای یک روزه تا ۳۶۵ روزه (کمتر از یک سال) بین شرکت‌ها و مؤسسات مالی (بجز بین بانک‌های مرکزی کشورهای عضو)، دولت‌ها و یا شرکت‌های غیرمالی می‌باشد. بازار معاملات قراردادهای سوآپ ارزهای خارجی با سررسیدهای مختلف و کمتر از یکسال به یورو که در آن‌ها قرارداد خرید/فروش مقدار مشخصی ارز خارجی در برابر یورو و با تاریخ مشخص برای سررسید و بازخرید ارز مبدأ مشخص و معامله می‌شود. بازار قراردادهای سوآپ شاخص یورو با سررسیدهای مختلف که فعالین اصلی این بازار نیز شرکت‌های مالی، دولت‌های مرکزی و یا شرکت‌های غیرمالی هستند که بر اساس الزامات چارچوب LCR در بازل ۳ به فعالیت می‌پردازند. و در نهایت بازار اوراق بهادار کوتاه مدت که دو مورد اوراق بهادار کوتاه مدت که در بازار پول اروپا مورد توجه بوده و حجم معاملات قابل‌توجهی دارند شامل اوراق اروپایی کوتاه مدت (STEP) و اوراق تجاری اروپایی قابل مذاکره فرانسوی (NEU CP) می‌باشند.

۵-۲- پیشنهادات

در این قسمت پیشنهادات بر اساس مطالعه و بررسی کشورهای مورد نظر از منظر اجزا و بخش‌های مختلف بازار پول و همچنین بررسی‌های به عمل آمده در خصوص وضعیت فعلی کشور در حوزه بازار پول، ابزارها و سایر ارکان ارائه خواهد شد. باتوجه به رویکرد فرآیند محوری که در این تحقیق و در بررسی تمام کشورهای مورد بررسی و همچنین بررسی وضعیت کشور در حوزه بازار پول (فصل ۴) صورت گرفته است، در ادامه و در قالب جدول زیر عناوین پیشنهادات مطرح شده به تفکیک اجزای فرآیند مورد بررسی و همچنین کشورهای که از آن‌ها الگوبرداری و بومی سازی شده است ارائه شده و در ادامه توضیحات تکمیلی مربوط به هر یک از پیشنهادات ارائه خواهد شد.

جدول ۲- عناوین پیشنهادات ارائه شده بر اساس اجزای فرآیند مورد بررسی در تحقیق

اجزای فرآیند مورد بررسی	عنوان پیشنهادات	کشورهای مورد نظر
ساختار کلی بازار پول	- الگوی راه‌اندازی بازار پول متمرکز در کشور	آمریکا، مالزی، ترکیه، هندوستان، اروپا
ابزارهای بازار پول	- الگوی راه‌اندازی بازار پول متمرکز در کشور (بند ۴) - پیشنهاد انتشار و استفاده از اوراق تجاری - پیشنهاد انتشار و استفاده از اوراق گواهی سپرده قابل معامله و غیرقابل معامله - پیشنهاد انتشار و استفاده از اوراق گواهی ودیعه بانک مرکزی - پیشنهاد انتشار و استفاده از پذیره‌های بانکی - انتشار گواهی سپرده بانکی توسط بانک‌ها	آمریکا، مالزی، ترکیه، هندوستان، اروپا
ارکان و سیاست‌گذاران اصلی بازار	- الگوی راه‌اندازی بازار پول متمرکز در کشور (بندهای ۱، ۲ و ۳) - اصلاح ساختار کمیته انتشار اوراق مالی اسلامی در بازارهای پول و سرمایه کشور - الگوی راه‌اندازی بازار پول متمرکز در کشور (بند ۷. فرهنگ‌سازی و افزایش آگاهی سرمایه‌گذاران و بخش‌های مختلف اقتصادی کشور در خصوص مزایا و کارکردهای ابزارهای مختلف در بازار پول)	آمریکا، مالزی، ترکیه، هندوستان
بازیگران و مشارکت‌کنندگان بازار پول	- افزایش وزن اوراق دولتی در ترازنامه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری - الزام صندوق سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت به نگهداری اوراق بدهی به جای سپرده بانکی - مجوز تأسیس صندوق‌های با درآمد ثابت	آمریکا، مالزی، ترکیه، هندوستان

	جدید و صدور مجوز افزایش سقف منوط به رعایت نصاب در سرمایه‌گذاری در اوراق بدهی - الزام انواع شرکت های بیمه به نگهداری اوراق بدهی در ترکیب دارایی‌های خود - نقش مؤسسات رتبه‌بندی در انتشار انواع ابزارهای بازار پول - ایجاد صندوق‌های بازار پول	
آمریکا، مالزی، ترکیه، هندوستان	- الگوی راه‌اندازی بازار پول متمرکز در کشور (بند ۳. افزایش رویکرد سیستمی، برنامه‌ریزی بلندمدت و پایبندی به این برنامه‌ها با هدف اصلاح ساختار اقتصادی، کنترل تورم، حفظ ارزش پول و اجرای سیاست‌های پولی در کشور) - نقش مؤسسات رتبه‌بندی در انتشار انواع ابزارهای بازار پول	نهادهای نظارتی و قانون گذار
آمریکا، مالزی، ترکیه، هندوستان و اروپا	- الگوی راه‌اندازی بازار پول متمرکز در کشور (بند ۵. ایجاد بازار ثانویه فعال در بسترهای معاملاتی بازار سرمایه) - الگوی راه‌اندازی بازار پول متمرکز در کشور (بند ۶. راه‌اندازی بازار خارج از بورس (OTC) به صورت مذاکره‌ای و به شکل مرسوم در دنیا برای معاملات ابزارهای بازار پول در کشور)	مکانیزم های اجرایی معاملات

الگوی راه‌اندازی بازار پول متمرکز در کشور

راه‌اندازی بازار پول به شکل منسجم و از طریق افزایش ابزارهای مالی متنوع می‌تواند به افزایش کارایی سیستم پولی کشور کمک کرده و نیازهای دولت، بانک‌ها و شرکت‌های تجاری را بدون داشتن آثار مخرب پولی و اقتصادی تأمین نماید. هم‌اکنون تنوع ابزارهای بازار پول در کشورهای مختلف بسیار زیاد است و این نهادها می‌توانند بر اساس نوع نیاز خود از این ابزارها استفاده کنند؛ اما در ایران به دلیل پیشینه کم بازار پول و بازار بین بانکی و وجود محدودیت‌های قانونی، حقوقی و شرعی، ابزارهای متنوع و متناسب با نیازهای فعالان این

بازار ایجاد نشده است. به طور کلی بازار پول یکی از بازارهای بسیار مهم برای تأمین نقدینگی کوتاه مدت بانک‌ها، بنگاه‌های اقتصادی و نهادهای مالی و پولی است. وقتی این بازار کارایی لازم را دارد که ابزارهای مناسب با توجه به نیازها و شرایط نهادهای مالی آن کشور در آن بازار مورد معامله قرار بگیرد. هرچند بازار بین بانکی ایران از سال ۱۳۸۷ آغاز به کار کرده است، اما به دلیل توسعه نیافتن در حوزه ابزار و ساختارهای نظارتی و اجرایی، نتوانسته کارایی مناسبی داشته باشد.

بر اساس مطالعات انجام‌شده و بررسی ساختار، ابزارها و چهارچوب بازار پول در کشورهای مورد بررسی، از جمله مشکلات و آسیب‌های فعلی بازار پول در کشور می‌توان به عدم انسجام کافی در حوزه ارکان و زیرساخت‌های بازار پول، فعال نبودن بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان متولیان اصلی این بازار در حوزه سیاست‌گذاری، ابزارسازی و نظارت در بازار پول و همچنین تعامل و هماهنگی بسیار پایین بین ارکان و نهادهای تصمیم‌گیر در حوزه سیاست‌گذاری اقتصادی در کشور مانند سازمان برنامه و بودجه، وزارت امور اقتصادی و دارایی، بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار اشاره کرد. از طرفی بررسی کشورهای مختلف در خصوص سیاست‌گذاری‌ها در حوزه بازار پول نشان داد همه کشورها دارای برنامه‌های بلندمدت برای کنترل تورم، حفظ ارزش پول و اجرای سیاست‌های پولی خود هستند، درحالی‌که در کشور ما فقدان رویکرد سیستمی و بلندمدت در این حوزه به شدت احساس شده و همواره در بخش واقعی اقتصاد کشور شاهد تأثیرات این مهم بوده‌ایم. از دیگر مشکلات و کمبودهای ساختار فعلی بازار پول در کشور که با مطالعه و بررسی کشورهای مختلف بیشتر آشکار شد، ضعف سازوکارهای اجرایی و نظارتی کارا و عدم تنوع ابزارهای مورد استفاده در کشور است در حالی است که در تمامی کشورهای مورد بررسی نهادهای قانون‌گذار با به‌کارگیری سیستم‌های معاملاتی یکپارچه و همچنین ایجاد تنوع کافی در حوزه ابزارهای بازار پول برای ناشران و سرمایه‌گذاران با ویژگی‌ها و خصوصیات متفاوت، بازاری پویا و ایمن را برای مشارکت‌کنندگان این بازارها فراهم آورده‌اند.

به طور کلی به دلیل نوپا بودن بازار پول (بین بانکی) در ایران، مشکلات و آسیب‌های یادشده تا حدودی طبیعی است. اما کلید رونق بازار پول کارا در ایران، بازنگری در ساختار بازار پول موجود، طراحی و به‌کارگیری ابزارهای مالی جدید، ایجاد بازار ثانویه فعال و هماهنگی و فعال‌تر شدن بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان مقام قانون‌گذار و ناظر است.

هدف از پیشنهاد تشکیل بازار پول منسجم در کشور، مدیریت نقدینگی بانک‌ها و تسهیل تأمین مالی منابع مورد نیاز بانک‌ها، مؤسسات اعتباری و دیگر شرکت‌های تجاری در کوتاه مدت، تأمین مالی دولت و برقراری انضباط پولی و اجرای مؤثرتر سیاست‌های پولی کشور است. این بازار دست کم دو نقش حیاتی در نظام مالی ایفا می‌کند. نخستین نقش آن مداخله فعالانه و مؤثر بانک مرکزی در اجرای سیاست پولی از طریق راهبری نرخ‌های سود است؛ دوم، نقدینگی را به شکل مطلوبی از سرمایه‌گذاران دارای مازاد وجوه به سرمایه‌پذیران دارای کسری وجوه انتقال می‌دهند. بنابراین، سیاست‌گذاران انگیزه بالایی برای ایجاد یک بازار کارآمد و قوی دارند تا بانک مرکزی بتواند به نرخ سود مطلوب نظر خود دست یابد و بنگاه‌ها و نهادهای سرمایه‌پذیر نیز بتوانند به شکل کارایی به تأمین منابع مورد نیاز خود بپردازند. بدین منظور پیشنهاد می‌شود اقدامات زیر در راستای راه‌اندازی یک بازار پول منسجم و کارآمد نظر قرار گیرد.

۸. فعال‌تر شدن بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان متولیان اصلی این بازار در حوزه سیاست‌گذاری، ابزارسازی و نظارت در بازار پول؛

۹. افزایش تعامل و هماهنگی بین ارکان و نهادهای تصمیم‌گیر در حوزه سیاست‌گذاری اقتصادی در کشور مانند سازمان برنامه و بودجه، وزارت امور اقتصادی و دارایی، بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار؛

۱۰. افزایش رویکرد سیستمی، برنامه‌ریزی بلندمدت و پایبندی به این برنامه‌ها با هدف اصلاح ساختار اقتصادی، کنترل تورم، حفظ ارزش پول و اجرای سیاست‌های پولی در کشور؛

۱۱. طراحی و به‌کارگیری ابزارهای جدید در بازار پول متناسب با نیازهای مشارکت‌کنندگان در این بازار؛

۱۲. ایجاد بازار ثانویه فعال در بسترهای معاملاتی بازار سرمایه؛

۱۳. راه‌اندازی بازار خارج از بورس (OTC) به صورت مذاکره‌ای و به شکل مرسوم در دنیا برای معاملات ابزارهای بازار پول در کشور؛

۱۴. فرهنگ‌سازی و افزایش آگاهی سرمایه‌گذاران و بخش‌های مختلف اقتصادی کشور در خصوص مزایا و کارکردهای ابزارهای مختلف در بازار پول؛

در ادامه الگوی راه‌اندازی بازار پول در کشور بر اساس ارکان اصلی این بازار در قالب پیشنهادات ارائه شده در فلوچارت زیر نشان داده شده است. در فلوچارت زیر الگوی اقدامات و پیشنهادات مطرح شده در راستای راه‌اندازی بازار پول در کشور به تفکیک ارکان سیاست‌گذار اصلی در این حوزه یعنی مجموعه دولت، بانک مرکزی و سازمان بورس به تفکیک و همچنین سیاست‌های مشترک بین این سه نهاد ارائه شده است.



✚ اصلاح ساختار کمیته انتشار اوراق مالی اسلامی در بازارهای پول و سرمایه کشور

همانطور که اشاره شد، در حال حاضر و بر اساس بند ک تبصره ۵ قانون بودجه کشور در سال ۹۹، کمیته‌ای متشکل از رئیس سازمان برنامه و بودجه کشور، وزیر امور اقتصادی و دارایی و رئیس کل بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، به منظور مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق مالی اسلامی در بازارهای پول و

سرمایه کشور و نظارت بر نحوه انتشار اوراق مالی اسلامی، برنامه زمانی و تواتر انتشار اوراق و نرخ‌های سود اسمی اوراق منتشره را تعیین می‌کنند. با توجه به اهمیت رویکرد و نگاه سیستمی در اقتصاد و تأثیر تصمیمات در این حوزه بر سایر بازارهای موازی به خصوص بازار سرمایه، پیشنهاد می‌شود کمیته‌ای متشکل از رئیس سازمان برنامه و بودجه کشور، وزیر امور اقتصادی و دارایی، رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار و رئیس کل بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، به منظور مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق مالی اسلامی در بازارهای پول و سرمایه کشور و نظارت بر نحوه انتشار اوراق مالی اسلامی، نرخ‌های سود اسمی اوراق منتشره و نرخ حفظ قدرت خرید اسناد خزانه اسلامی تشکیل شود تا ابعاد مختلف برنامه‌ریزی و تصمیم‌گیری در این حوزه از منظر ملاحظات و ظرفیت‌های بازار سرمایه نیز مد نظر قرار گیرد.

➤ افزایش وزن اوراق دولتی در ترازنامه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری

در حال حاضر و بر اساس بر اساس بخشنامه بانک مرکزی مورخ ۱۳۹۹/۰۶/۱۲، شورای پول و اعتبار با اختیارات مقرر در قانون پولی و بانکی کشور و همچنین اجرای موثر مفاد دستورالعمل حداقل الزامات مدیریت ریسک نقدینگی مؤسسات اعتباری، کلیه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری را مکلف کرده است ظرف مدت ۳ ماه حداقل معادل ۳ درصد از مانده کل سپرده‌های خود را به صورت اوراق مالی اسلامی قابل معامله در بازار سرمایه که توسط خزانه‌داری کل کشور منتشر می‌شود، نگهداری نمایند. در همین راستا و به منظور توسعه هر چه بیشتر بازار بین بانکی در قالب استفاده از قراردادهای بازخريد و همچنین توسعه و تشويق بانک‌ها و مؤسسات اعتباری به استفاده هر چه بیشتر از سایر ابزارهای بازار پول که ظرفیت‌های انتشار آن در کشور موجود می‌باشد، پیشنهاد می‌شود نصاب ۳ درصد از مانده کل سپرده‌ها، بر اساس یک برنامه زمان‌بندی افزایش یابد.

➤ انتشار گواهی سپرده بانکی توسط بانک‌ها

در راستای بهبود مدیریت دارایی و بدهی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری و همچنین کاهش ریسک نقدینگی بانک در اثر برداشت منابع از سپرده‌های نزد بانک‌ها، پیشنهاد می‌شود بانک‌های کشور به جای دریافت منابع از سرمایه‌گذاران در قالب سپرده‌های بانکی، اقدام به انتشار گواهی سپرده بانکی کرده و در این قالب به جمع‌آوری منابع بپردازند. با بهره‌گیری از این ابزار هم نظم و انضباط مالی و ورود و خروج منابع در بانک‌ها بهبود می‌یابد و در نتیجه ریسک نقدینگی آن‌ها کاهش خواهد یافت؛ و هم سرمایه‌گذاران می‌توانند در صورت نیاز به

منابع خود، در هر لحظه با فروش اوراق گواهی سپرده خود در بازار معاملات ثانویه، به منابع خود دسترسی داشته باشند.

✚ الزام صندوق سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت به نگهداری اوراق بدهی به جای سپرده بانکی

طبق مطالعات انجام‌شده صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر اساس ماهیت آن‌ها، از اصلی‌ترین سرمایه‌گذاران و بازیگران در بازار ابزارهای پول (سررسید کمتر از یکسال و نقدشوندگی بسیار بالا) هستند. بر اساس اطلاعات صندوق‌های سرمایه‌گذاری در پایان شهریورماه سال ۱۳۹۹، ارزش مجموع صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت (شامل ۸۴ صندوق)، ۲۵۳۰ هزارمیلیاردریال می‌باشد. طبق بررسی‌های به عمل آمده سهم سپرده‌های بانکی در ترکیب دارایی‌های این صندوق‌ها حدود ۵۰ درصد از کل دارایی‌های تحت مدیریت آن‌ها می‌باشد. این در حالی است که در صندوق‌های با ماهیت مشابه در دنیا این نسبت حدود ۴ تا ۵ درصد می‌باشد. از طرفی سهم انواع اوراق بدهی در ترکیب صندوق‌های با درآمد ثابت کشور ۳۸,۷ درصد از کل دارایی‌های تحت مدیریت آن‌ها می‌باشد. لذا پیشنهاد می‌شود با تغییر حداقل‌ها در نصاب ترکیب دارایی‌ها، این صندوق‌ها ملزم شوند تا بجای سرمایه‌گذاری منابع خود در قالب سپرده‌های بانکی، اقدام به سرمایه‌گذاری در انواع اوراق بدهی (دولتی و غیردولتی) نمایند.

✚ مجوز تأسیس صندوق‌های با درآمد ثابت جدید و صدور مجوز افزایش سقف منوط به رعایت نصاب در سرمایه‌گذاری در اوراق بدهی

در راستای توسعه بازار اوراق بدهی و ایجاد تقاضای نهادی برای اوراق بدهی دولتی پیشنهاد می‌شود مجوز تأسیس صندوق‌های با درآمد ثابت جدید تسهیل شده و مجوز افزایش سقف برای صندوق‌های موجود مشروط به سرمایه‌گذاری در حداقل نصاب تعیین‌شده برای اوراق بدهی صورت گیرد.

✚ الزام انواع شرکت‌های بیمه به نگهداری اوراق بدهی در ترکیب دارایی‌های خود

همانطور که اشاره شد، در اغلب کشورهای مورد بررسی مانند آمریکا و هند شرکت‌های بیمه از اصلی‌ترین بازیگران و خریداران اوراق در بازار پول هستند. این شرکت‌ها می‌توانند منابع مازاد خود را با توجه به سررسیدهای تعهدات خود در انواع ابزارهای بازار پول با سررسیدهای کوتاه سرمایه‌گذاری کنند. به طور کلی در دنیا شرکت‌های بیمه بیشتر از سرمایه‌گذاری در ابزارهای بازار سرمایه در ابزارهای بازار پول سرمایه‌گذاری می‌کنند. لذا پیشنهاد می‌شود با انجام هماهنگی‌های لازم با نهاد قانون‌گذار در حوزه بیمه کشور، تدابیری

اتخاذ شود تا شرکت‌های صنعت بیمه در کشور به سرمایه‌گذاری منابع مازاد خود در انواع اوراق بدهی که از نقدشوندگی بالایی در بازار برخوردار هستند، ملزم شوند.

نقش مؤسسات رتبه‌بندی در انتشار انواع ابزارهای بازار پول

بر اساس مطالعات انجام‌شده در فرآیند انتشار برخی از انواع ابزارهای بازار پول مانند اوراق تجاری (CP) که در درجه اول توسط نهادهای شرکتی منتشر می‌شود، برای انتشار این اوراق لازم است که شرکت ناشر دارای رتبه اعتباری مشخص از یک موسسه رتبه‌بندی از بین مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری مورد تأیید نهاد قانون‌گذار باشد. در واقع مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری به رتبه‌بندی شرکت‌ها و نهادها در اساس اندازه، عملیات شرکت‌ها و الزامات قانون‌گذار برای هر اوراق می‌پردازند. در همین راستا پیشنهاد می‌شود به منظور تسهیل فرایند انتشار ابزارهایی مانند اوراق تجاری که می‌تواند مورد توجه بسیاری در شرکت‌ها و نهادها قرار گیرد، از رتبه اعتباری مشخص به جای ضامن و یا اخذ وثایق سنگین که توجیه انتشار این اوراق را برای متقاضیان کاهش می‌دهد، استفاده شود.

انتشار و استفاده از سایر ابزارهای بازار پول

در ادامه پیشنهاد انتشار و استفاده از انواع ابزارهای بازار پول در کشور ارائه شده است:

اوراق تجاری: اوراق تجاری معروف‌ترین و شناخته‌شده‌ترین ابزار بازار پول در جهان محسوب می‌شود. اوراق تجاری اسناد بدون تضمین کوتاه مدتی هستند که به وسیله شرکت‌ها و برای افزایش وجوه نقد در کوتاه مدت و اغلب برای تأمین مالی نیازهای سرمایه در گردش منتشر می‌شود. یکی از دلایلی که در خصوص انتشار حجم بالای اوراق تجاری در کشورهای دنیا می‌توان بیان کرد، این است که در اغلب کشورهای مورد بررسی، شرکت‌های با رتبه اعتباری بالا می‌توانند در یک فرآیند تسهیل شده وجوه مورد نیاز خود را به جای استقراض مستقیم از بانک‌ها، با نرخ بهره کمتر و از راه انتشار اوراق تجاری تأمین کنند. در اغلب کشورهای مورد بررسی مانند آمریکا نرخ اوراق تجاری هر ناشر با توجه به شرایط و رتبه اعتباری ناشر آن تعیین می‌شود که این موضوع باعث افزایش جذابیت بیشتر این اوراق برای ناشران و سرمایه‌گذاران می‌شود. همچنین در اکثر کشورهای مورد دسترسی بازار این اوراق قانونمند است و تنها بنگاه‌هایی که در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و از حداقل سرمایه تعیین‌شده‌ای برخوردار باشند، می‌توانند به انتشار اوراق تجاری اقدام کنند. امتیاز مهم این اوراق برای ناشران، کمتر بودن هزینه آن نسبت به استقراض از بانک‌های تجاری است.

همچنین اوراق تجاری به دلیل بازده بالاتر نسبت به اسناد خزانه و همچنین هم‌خوانی سررسید آن با نیازهای سرمایه‌گذاران، از جذابیت خاصی برای مشتریان برخوردار است.

اوراق گواهی سپرده قابل معامله و غیرقابل معامله: به طور کلی گواهی سپرده از مهم‌ترین ابزارهای بازار پول به شمار می‌رود. گواهی سپرده به سپرده‌های مدت‌داری اطلاق می‌شود که به وسیله بانک‌ها منتشر می‌شود و دارای نرخ سود و تاریخ سررسید مشخص هستند. در یک دسته‌بندی کلی، گواهی‌های سپرده در کشورهای مختلف مانند آمریکا به دو بخش قابل انتقال و غیرقابل انتقال تقسیم می‌شوند. دارنده گواهی سپرده قابل معامله می‌تواند آن را قبل از تاریخ سررسید در بازار ثانویه به فروش برساند. به همین دلیل این گواهی‌ها از نقد شوندگی بالایی برخوردار هستند، زیرا دارنده آن در صورت نیاز به پول نقد می‌تواند آن را در بازار ثانویه به فروش برساند. اما گواهی‌های غیرقابل مبادله، قابل فروش مجدد نیستند و دارندگان آن در صورت نیاز به وجه نقد تنها می‌توانند به مؤسسه سپرده‌پذیر مراجعه و با تحمل جریمه در نظر گرفته‌شده، سپرده خود را از مؤسسه خارج کنند. در نتیجه با توجه به احتیاجات ناشر و ناهای سرمایه‌گذاران انتشار هر دو نوع اوراق مذکور پیشنهاد می‌شود.

گواهی ودیعه بانک مرکزی: این ابزار می‌تواند از سوی بانک مرکزی تحت عنوان گواهی نگهداری منابع مالی مازاد بانک‌ها با سررسیدهای متغیر منتشر می‌شود. سازوکار این ابزار به گونه‌ای است که سرمایه‌گذاران، بانک‌ها و مؤسسات اعتباری، مازاد منابع خود را تحت عقد ودیعه در اختیار بانک مرکزی قرار می‌دهند. تحت این قرارداد، بانک مرکزی هیچ تعهدی به پرداخت بازدهی و سود به آن‌ها را نداشته و در عوض مبلغی را به عنوان هبه (هدیه) در سررسید متناسب با متوسط نرخ بین بانکی پرداخت می‌کند. این ابزار در راستای تسهیل عملیات مدیریت نقدینگی بانک مرکزی از طریق جذب مازاد نقدینگی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری کاربرد دارد. در حال حاضر نمونه این اوراق در بازار پول کشور مالزی منتشر و مورد استفاده قرار می‌گیرد. لازم به ذکر است در مردادماه سال جاری شورای پول و اعتبار با انتشار اوراق ودیعه بانک مرکزی با سررسید حداکثر دو ساله بوده و نرخ حداکثر معادل نرخ تورم سالانه موافقت کرد. پرداخت سود این اوراق به صورت سه ماهه و زمان انتشار آن به تشخیص هیئت عامل بانک مرکزی خواهد بود. با توجه به اینکه حداکثر نرخ این اوراق بر مبنای نرخ تورم سالانه اعلامی از سوی بانک مرکزی می‌باشد، نرخ این اوراق بر اساس تورم سالانه (با توجه به نرخ‌های تورم بالای کشور در شرایط فعلی) می‌تواند تعادل نرخ‌ها در بازارهای پول و سرمایه

را بر هم زده و مشکلاتی را ایجاد نماید. لذا پیشنهاد می‌شود در اوراق ودیعه به جای نرخ تورم سالانه از میانگین نرخ بین بانکی در مدت انتشار اوراق استفاده شود.

پذیره‌های بانکی: پذیره‌های بانکی، به برات‌های مدت‌دار قابل پرداخت به فروشنده کالاها اطلاق می‌شود که پرداخت آن به وسیله یک بانک تضمین می‌شود. این اوراق در تمام کشورهای مورد بررسی به عنوان یکی از ابزارهای پول رایج مورد استفاده قرار می‌گیرد. معمولاً پذیره‌های بانکی دارای سررسید ۹۰ روزه هستند اما در مواردی اوراق با سررسید ۳۰ روزه و ۱۸۰ روزه نیز منتشر می‌شود. پذیره بانکی که دستور پرداخت مبلغ معینی به حامل آن در تاریخ معینی است، از جمله قدیمی‌ترین و کوچک‌ترین (از نظر حجم و مبلغ) ابزارهای بازار پول به شمار می‌رود. در هر حال این ابزار به منظور تأمین مالی کالاهایی که هنوز از فروشنده به خریدار منتقل نشده است مورد استفاده قرار می‌گیرد. بدین ترتیب که این اوراق توسط یک مؤسسه تجاری و در وجه یک بانک تجاری خصوصی صادر می‌شود و وقتی که بانک مزبور آن را بپذیرد به عنوان یک پذیرش بانکی شناخته می‌شود.

ایجاد صندوق‌های بازار پول

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک نهادهای مالی هستند که فعالیت اصلی آن‌ها سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریک هستند. این صندوق‌ها وجوه اشخاص حقیقی و حقوقی را جمع‌آوری می‌کنند و در سبدهای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار متنوع سرمایه‌گذاری می‌کنند. در کشورمان ایران زیرساخت‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری به خوبی تبیین و ایجاد شده‌اند. ساختار حقوقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در کشور ناظر به قانون بازار اوراق بهادار ایران و نیز قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، تعریف شده است.

به طور کلی صندوق‌های بازار پول نوع از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک هستند، که هدف آن‌ها کسب بازدهی مناسب ضمن حفظ اصل سرمایه است. این نوع صندوق‌ها در انواع ابزارها و اوراق بهادار با سررسیدهای کوتاه مانند اسناد خزانه، اوراق تجاری، قراردادهای بازخرید، برات‌های بانکی و گواهی سپرده سرمایه‌گذاری می‌کنند، که علاوه بر نرخ بازده مناسب، ریسک بازار، ریسک اعتباری و ریسک نقدشوندگی پایین، مطمئن و تقریباً بدون ریسک هستند. به طور کلی در صورت توسعه ابزارها و راه‌اندازی سازوکارهای یک بازار پول منسجم در کشور می‌توان با راه‌اندازی صندوق‌های بازار پول تخصصی از مزایای این

صندوق‌های سرمایه‌گذاری بهره‌مند شد. از جمله مزایای ایجاد صندوق‌های بازار پول می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- کسب بازدهی مطمئن و بدون ریسک برای مشارکت‌کنندگان؛
- ایجاد بستری برای هدایت نقدینگی از بانک‌های دارای مازاد منابع؛
- تعمیق بازار پول و بین بانکی کشور و افزایش نقش این بازار در سیاست‌های پولی؛
- افزایش قدرت نقدشوندگی دارایی‌های بانک‌ها و مؤسسات اعتباری؛
- گزینه سرمایه‌گذاری مطمئن برای صندوق‌های بازنشستگی کشور؛
- سرمایه‌گذاری منابع مازاد شرکت‌های بیمه‌ای به منظور مدیریت بهتر دارایی‌ها و بدهی‌های این شرکت‌ها.
- گزینه سرمایه‌گذاری مطلوب برای سرمایه‌گذاران خرد و متنوع سازی پرتفوی سرمایه‌گذاری بین دارایی‌های با ریسک‌های مختلف.

۶ - فهرست منابع فارسی

بت شکن، محمدهاشم، (۱۳۹۲)، بانکداری شرکتی، پیوند بازار پول و سرمایه. بیست و سومین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی، ثبات اقتصادی و حمایت از تولید، پژوهشکده پولی و بانکی. (ص. ۸۳-۱۰۱).

بررسی ساختار مقررات‌گذاری و نظارت بر بازارهای مالی و ارائه پیشنهادات برای ایران. معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی، اسفند ۱۳۹۵.

جلالی نائینی، سید احمدرضا و نادریان، محمدمبین، (۱۳۹۳)، چارچوبی برای اصلاح سیاست‌گذاری پولی در ایران. چالش‌های پولی و بانکی اقتصاد ایران، تحلیل وضعیت و توصیه‌های سیاستی، پژوهشکده پولی و بانکی.

حاجی دولابی، هدی، (۱۳۹۶)، افزایش سهم بازار بدهی در تأمین مالی اقتصاد ایران؛ فرصت‌ها، تهدیدها. فصلنامه روند، سال بیست و چهارم، شماره ۸۰.

حاجیان، محمدرضا، (۱۳۹۰)، ریسک نقدینگی و بازار بین‌بانکی ریالی، مجموعه مقالات بیست و دومین همایش بانکداری اسلامی. شهریور.

خوانساری، رسول، (۱۳۹۰)، آسیب‌شناسی بازار بین‌بانکی ریالی در ایران با تأکید بر ابعاد فقهی. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.

دستورالعمل انجام عملیات بازار باز و اعطای اعتبار در قبال اخذ وثیقه توسط بانک مرکزی، مصوب ۱۳۹۸/۰۱/۲۷ شورای پول و اعتبار.

کریمی، صمد، (۱۳۸۵)، ساختار، استراتژی‌ها و سیاست‌های توسعه بازار مالی ایران. فصلنامه روند، دوره ۱۶، شماره ۴۸.

عسکری فیروزجانی، احسان؛ اسکندری، حمید، (۱۳۹۵)، بررسی تنوع محصولات و ابزارهای مالی در بورس های اوراق بهادار، بورس اوراق بهادار تهران - مدیریت تحقیق و توسعه.
قانون بودجه سال ۱۳۹۹ کل کشور.

گزارش وضعیت بازار سرمایه، (شهریورماه ۱۳۹۹)، سازمان بورس اوراق بهادار تهران - مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، گروه آمار و تحلیل ریسک.

گزارش آسیب‌شناسی نظام بانکی، بازار بین بانکی در ایران، معاونت پژوهش‌های اقتصادی وزارت اقتصاد، بهمن ۱۳۹۴.

گزارش بازار پول در ایران، اتاق بازرگانی، صنایع و معادن ایران، ۱۳۹۷.

میثمی، حسین؛ موسویان، سیدعباس؛ ندری کامران، (۱۳۹۶)، بازار پول اسلامی: ماهیت، کارکرد و ابزارها. فصلنامه اقتصاد اسلامی. دوره ۱۷، شماره ۶۵.

مرکز پژوهش‌های مجلس، (۱۳۹۴)، آسیب‌شناسی نظام بانکی - بازار بین بانکی در ایران (رویکردی مبتنی بر روابط بانکی)

موسویان، سیدعباس؛ الهی، مهدی، (۱۳۸۹)، امکان‌سنجی فقهی تشکیل بازار بین بانکی در بانکداری اسلامی، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی. سال دهم، شماره ۳۸، تابستان.

موسویان، سیدعباس؛ کاوند، مجتبی، (۱۳۸۹)، مدیریت نقدینگی در بانکداری اسلامی، معرفت اقتصادی، سال دوم، شماره اول، پیاپی سوم، پاییز و زمستان.

سلمانی قرائی، کامران؛ محمدی، مهران، (۱۳۹۵)، بررسی تطبیقی توافق‌نامه بازرخرد اوراق بهادار (ریپو) و امکان‌سنجی راه‌اندازی آن در بورس اوراق بهادار تهران، بورس اوراق بهادار تهران - مدیریت تحقیق و توسعه. محبی، لیلا، (۱۳۹۳)، معرفی روش‌های تأمین مالی اسلامی در کشورهای مختلف، پژوهشکده پولی و بانکی.

ندری، کامران؛ محرابی، لیلا، (۱۳۹۴)، تجربه کشورهای مختلف اسلامی در به‌کارگیری ابزارهای مالی منطبق با شریعت در بازار پول بین بانکی اسلامی، فصلنامه مطالعات مالی و بانکداری اسلامی سال اول، شماره یک.

نیلی، فرهاد؛ محمودزاده، امینه، (۱۳۹۳)، تنگنای اعتباری: از شواهد خرد تا پیامدهای کلان. چالش‌های پولی و بانکی اقتصاد ایران، تحلیل وضعیت و توصیه‌های سیاستی، پژوهشکده پولی و بانکی.

نیلی، فرهاد؛ محمودزاده، امینه، (۱۳۹۳)، شکست بازار اعتبارات. چالش‌های پولی و بانکی اقتصاد ایران، تحلیل وضعیت و توصیه‌های سیاستی، پژوهشکده پولی و بانکی.

وبسایت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

وبسایت شرکت فرابورس ایران.

۷ - فهرست منابع لاتین

Asian Development Bank, (2016), ASEAN+3 bond market guide 2016 Malaysia, available at:

<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/198601/asean3-bond-market-guide-2016-mal.pdf>

Bond issues: step-by-step guide, available at:

[https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-505-0428?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-505-0428?transitionType=Default&contextData=(sc.Default))

BSE FAQs on the Debt Markets, available at:

<https://www.bseindia.com/static/markets/debt/FaqsdebtSegment.aspx>

Borsa Istanbul, Borsa Istanbul markets & Operations, available at:

<https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/borsa-istanbul-markets-operations.pdf>

Brandt, Michael W., and Kenneth A. Kavajecz. 2004. "Price Discovery in the U.S. Treasury Market: The Impact of Order Flow and Liquidity on the Yield Curve, Journal of Finance ,59:6, 2623–2654.

Bursia Malaysia Securiteis BHD, (2019), Bursia Trade Securities II, Participating Organisations' Trading Manual (2019), available at:

<http://taadress.ta.com.my/Circular/RR%20002%20of%202019b.pdf>

Capital Markets: Debt 2019, available at:

<https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/capital-markets-debt-2019/india>

Federal Reserve of Bank of New York. Understanding U.S. Government Securities Quotes, available at:

<https://www.newyorkfed.org/aboutthefed/fedpoint/fed07.html>

GUIDELINES ON PRIVATE DEBT SECURITIES (2012), securities commission malaysia.

GUIDELINES ON ISSUANCE OF CORPORATE BONDS AND SUKUK TO RETAIL INVESTORS SC-GL/5-2015 (R5-2019)

Grant A. Driessen (2016). How Treasury Issues Debt, available at:

<https://www.crs.gov>

INSTRUMENTS OF THE MONEY MARKET .Federal Reserve Bank of Richmond Richmond, Virginia.

Payment systems in the euro area, available at:

<https://www.bis.org/cpmi/paysys/ecbcomp.pdf>

Payment systems in Turkey, available at:

<https://www.tbb.org.tr/english/cpss36.pdf>

Payment, clearing and settlement systems in Turkey, available at:

https://www.bis.org/cpmi/publ/d105_tr.pdf

Lopez, David. E Fleisher, Adam. and Cardona, Julian, (2019), Debt Capital Markets, available at:

<https://gettingthedealthrough.com/area/63/jurisdiction/23/debt-capital-markets-united-states/>

Money market statistical reporting, available at:

https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/money_market/html/index.en.html

MONETARY OPERATIONS in Malaysia, available at:

https://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en_fxmm_mo&pg=en_fxmm_mo_overview&ac=282

Mirakhor, A., & Zaidi, I. (2007). Profit-and-loss sharing contracts in Islamic finance. Handbook of Islamic banking, 49, 25-37.

Mirakhor, A., & Iqbal, Z. (2007). Qard hasan microfinance. New Horizon, 164(2), 18-20.

Monetary and Financial Statistics, available at:

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Parasal+ve+Finansal+Istatistikler>

MURPHY, CHRIS B. (2020),TAAPS, available at:

<https://www.investopedia.com/terms/t/taaps.asp>

REPORTING INSTRUCTIONS FOR THE ELECTRONIC TRANSMISSION OF MONEY MARKET STATISTICAL REPORTING (MMSR). version 3.2.

Rules and Regulations for the Securities and Exchange Commission and Major Securities Laws, available at:

<https://www.sec.gov/about/laws/secrulesregs.htm>

Reserve Bank of india, ANNUAL REPORT, available at:

<https://www.rbi.org.in/scripts/AnnualReportPublications.aspx?Id=10>

Regulation of Money Market Instrument in India, available at:

<https://indianmoney.com/articles/regulation-of-money-market-instruments-in-india>

Saunders, A. (2014). Financial markets and institutions. McGraw-Hill Higher Education.

Sushil Bikhchandani and Chi-fii Huang (1992). The Treasury Bill Auction and the When-Issued Market: Some Evidence. working paper ALFRED P. SLOAN SCHOOL OF MANAGEMENT.

Securities and Exchange Commission (2006). Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Notice of Filing of Proposed Rule Change and Amendment Nos. 1 and 2 Thereto Relating to Exchange Rule 86, available at:

<https://www.federalregister.gov/documents/2006/10/24/E6-17745/selfregulatory-organizations-new-york-stock-exchange-llc-notice-of-filing-of-proposed-rule-change>

The information content of the main money market instruments in the euro area, available at:

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb200106_focus06.en.pdf

Treasury Bills and Government Bonds in Turkey, available at:

<https://www.icbc.com.tr/en/retail-banking/detail/Treasury-Bills-and-Government-Bonds/290/819/0#:~:text=Treasury%20Bills%20and%20Government%20Bonds%20are%20government%20securities%20issued%20by,in%20foreign%20currency%20as%20well.>

TreasuryDirect, available at:

<https://www.treasurydirect.gov/tdhome.htm>

Turkish Capital Market Association, Hnabook of Turkish Capital Markets (2018), available at:

https://www.tspb.org.tr/wpcontent/uploads/2015/07/TCMA_Handbook_of_the_Turkish_Capital_Markets_2018-1.pdf

