

به نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بیمه سازی نقش کسترهای پولی در راهبرد بازارهای مالی

تهیه کنندگان: مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

یکی از جنبه‌های مهم تحلیل نقش پول در اقتصاد، توجه به ماهیت عرضه پول در اقتصاد ملی است. اگر مقامات پولی از عهده کنترل مؤثر عرضه پول برنایند، سیاست پولی نیز در رسیدن به هدفهای نهایی‌اش کارگر نخواهد افتاد.

امروزه در بسیاری از کشورهای در حال توسعه مسأله برقراری کنترل‌های مؤثر پولی سازگار با رشد اقتصاد غیرتورمی از اهمیت و توجه زیادی برخوردار است. وانگهی، در بین ابزارهای سیاست پولی، گزینش و کاربرد ابزارهای سیاستی غیرمستقیم پولی اهمیتی اساسی دارد. در واقع، آنچه در نظامهای مالی مبتنی بر بازار استفاده از ابزارهای غیرمستقیم پولی را ناگزیر می‌سازد، سازوکاری است که به حداقل کردن ریسک‌های اعتباری، تأمین مالی نهادهای ناتوان از پرداخت یا مواجه با تنگناهای مالی، و کارایی سیاست‌گذاریهای کلان اقتصادی می‌انجامد.

برپایه گزارش پیش‌رو، با توجه به کاستیها و تنگناهای سیاست‌گذاری پولی در ایران، یافتن سازوکار مناسبی برای کاربرد ابزارهای مالی کارآمد در جهت برقراری کنترل‌های مؤثر پولی ناگزیر می‌نماید. از این دیدگاه، به نظر می‌رسد که طرح انتشار اوراق مشارکت را بتوان گشایشی اساسی در دستیابی به ابزارهای مؤثر سیاستی غیرمستقیم پولی نیز به شمار آورد. با وجود این، ابهام‌های موجود درباره سازوکار انتشار اوراق مشارکت ممکن است به صورت موانعی جدی بر سر راه انتشار اوراق مزبور نمود یابد که باید مورد توجه قرار گیرد.

فهرست

۱- مقدمه	۱
۲- رهیافتی به سیاست‌گذاری اقتصادی	۱
۳- پول و سیاست پولی	۲
۴- فرآیند عرضه پول	۳
۵- ابزارهای سیاست پولی	۴
۶- اثربخشی ابزارهای غیرمستقیم پولی	۵
۷- امکان سنجی کاربرد ابزارهای غیرمستقیم پولی در ایران	۷
۸- سخن آخر	۹
۹- فهرست منابع	۱۰

* برگرفته از سخنرانی جناب آقای سیداحمد میرمطهری دبیر کل سازمان بورس اوراق بهادار تهران که در جریان برگزاری هشتمین سمینار بانکداری اسلامی - در شهریورماه ۱۳۷۶ - ایراد شده است.

در تحلیل‌های کلان اقتصادی، دیدگاه‌های متفاوتی درباره نقش پول در اقتصاد و میزان اثر بخشی سیاست‌های پولی وجود دارد. برخی از این تفاوت‌ها به سازوکارهای گذر پولی^(۱) مربوط می‌شود که اثر تغییر عرضه پول را از طریق یک متغیر میانی به متغیرهای هدف انتقال می‌دهند.

بر پایه نظریه‌های اقتصادی، چهار ساز و کار گذر پولی شناخته شده وجود دارد که اثر تغییر عرضه پول را از طریق :

۱- تغییر موجودی سبب داراییهای مالی^(۲)،

۲- تغییر ثروت،

۳- تغییر انتظارات، و

۴- تغییر دسترسی به اعتبار،

به متغیرهای هدف یعنی قیمت‌ها، ستاده و اشتغال انتقال می‌دهند.^(۳) با وجود این، سازوکار گذر پولی با کانال رخنه پولی^(۴) یکی نیست. به عبارت دیگر، ممکن است چند کانال رخنه پولی بتوان یافت که سازوکار گذر پولی یکسانی داشته باشند.

گذشته از همه اینها، اعتبار سیاست‌های پولی به ویژه در کشورهای در حال توسعه تا حدود زیادی به ماهیت و کارکرد پول ملی و پول‌های خارجی، اندازه بخش غیر رسمی اقتصاد ملی و به ماهیت سیاست‌های بودجه‌ای دولت بستگی می‌یابد.

در گزارش پیش‌رو، ضمن تشریح فرآیند عرضه پول و شناسایی عوامل مؤثر بر آن، ابزارهای بالقوه سیاست‌گذاری پولی است‌خراج شده است. سپس، با ارزیابی اثربخشی ابزارهای مختلف سیاست پولی و زمینه‌های کاربردی هر یک - به ویژه در کشورهای در حال توسعه - امکان کاربرد ابزارهای سیاستی غیرمستقیم پولی در ایران بررسی شده است.

۲- رهیافتی به سیاست‌گذاری اقتصادی

مهمترین هدف سیاست‌های کلان اقتصادی، کاهش اندازه یا پایایی انحراف متغیرهای بنیادی یعنی تولید، اشتغال و تورم از سطح طبیعی (تعادلی) آنهاست. در واقع، برگشت ناپذیریهای موجود در اقتصاد باعث می‌شود تا پس از وارد

1- Monetary Transmission Mechanism.

2- Portfolio Balance.

۳- برای شرح کاملتر مراجعه شود به :

● Goodhart, C.A.E. , **Ref. No. 5**, PP. 170-202.

● Pierce, D.G., and P.J. Tysome, **Ref. No. 8**, PP. 22-36.

4- Channel Of Monetary Influence

آمدن هر تکان^(۱)، اقتصاد نتواند به وضعیت طبیعی خود باز گردد یا آنکه فرآیند بازگشت به وضعیت طبیعی با کندی بسیار همراه شود. از این رو، کارکرد سیاستهای کلان اقتصادی با سترون سازی اثر ضربه نوسانها یا تند کردن فرآیند بازگشت به وضعیت طبیعی (رسیدن به پایداری اقتصادی) و تداوم آن، اهمیتی اساسی می یابد. در این میان، صرف نظر از نگرشهای ناهمسان نظریه های اقتصادی به کارکرد و اهمیت پول، توجه به نقش سیاستهای پولی به عنوان بخشی اساسی از مجموعه سیاستهای اقتصادی در دستیابی به هدفهای بنیادی کلان اقتصادی از اهمیت زیادی برخوردار است. گاهی هدفهای سیاستی را می توان به دو دسته هدفهای واسطه ای^(۲) و نهایی^(۳) نیز بخش بندی کرد. برای مثال، کنترل پایه پولی ممکن است یک هدف واسطه ای، و ابزاری برای هدف نهایی کنترل تورم باشد.

برای تعیین و رتبه بندی هدفهای سیاستی لازم است تعریفی از "تابع رفاه اجتماعی"^(۴) وجود داشته باشد که هزینه انحراف متغیرهای هدف را از سطح قابل قبول نشان دهد. چنین تابعی باید بازتاب خواسته های افراد جامعه باشد. برای مثال، اگر مردم تورم را کمتر از بیکاری تحمل کنند، آنگاه انحراف شاخص قیمتها از سطح قابل قبول جامعه باید به عنوان یک افت رفاه اجتماعی تلقی شود؛ و برنامه تورم زدایی در اولویت نخست قرار گیرد. بر این اساس و به عنوان یک قاعده کلی، هدفهای سیاستی باید به گونه ای گزینش شوند که رفاه اجتماعی به بالاترین سطح ممکن افزایش یابد.^(۵)

۲- پول و سیاست پولی

یکی از مهمترین جنبه های تحلیل کارکردها و نقش سیاستهای پولی، توجه به نقش پول است؛ بدین معنا که بود و نبود پول در سیاستهای اقتصادی چقدر اهمیت دارد. هر قدر تغییر حجم پول در گردش بتواند به طور قاعده مند^(۶) بر متغیرهای کلان اقتصادی اثر بگذارد، پول بااهمیت تر است.

در اقتصاد کلان دو گونه متغیر به چشم می خورد: یکی، متغیرهای واقعی مانند سطح ستاده، اشتغال، دستمزد واقعی، و نرخ بهره واقعی. دیگری، متغیرهای پولی مانند دستمزد اسمی (پولی)، سطح قیمتها و نرخ بهره اسمی. برخی بر این باورند، معیار اهمیت پول آن است که بتواند بر نیمرخ واقعی اقتصاد اثر بگذارد. بنابراین، هرگاه تغییر حجم پول در گردش نتواند بخش واقعی اقتصاد را دستخوش تغییر سازد، پول سترون (خنثی) است و بود یا نبود آن در سیاستهای اقتصادی مهم نیست. برخی دیگر نیز می گویند، هر دو گروه متغیرهای واقعی و پولی برای سیاستگزاری که کنترل رفتار هر دو (پایداری قیمتها و برقراری اشتغال در سطحی بالا و پایدار) را در نظر دارند، مهم

1- Shock

2- Intermediate targets

3- Final Targets

4- Social Welfare Function

● John B. Tylor, Ref.No. 9

۵- در این باره مراجعه شود به :

6- Systematic

است. از این نظر، هر گاه تغییر عرضه پول بتواند متغیرهای واقعی، پولی یا هر دو را تغییر دهد، وجود پول مهم شمرده می‌شود.

اهمیت پول را باید با اهمیت متغیرهای پولی متفاوت دانست؛ زیرا، حتی اگر تغییر عرضه پول نتواند به طور قاعده‌مند بر متغیرهای کلان اقتصادی اثر بگذارد، ممکن است متغیرهای پولی مانند ساختار نرخ بهره یا دسترسی به اعتبار بتوانند از پس این کار برآیند. عکس این حالت نیز می‌تواند رخ دهد. به عبارت دیگر، گاه ممکن است تغییر عرضه پول بتواند بر متغیرهای کلان اقتصادی تأثیر بگذارد، اما در عمل، سیاستهای پولی خنثی واقع شوند.

یکی دیگر از جنبه‌های مهم تحلیل نقش پول در اقتصاد، توجه به درون‌زا یا برون‌زا بودن عرضه پول در اقتصاد ملی است. برون‌زا بودن عرضه پول بدین معناست که مقامات پولی (بانک مرکزی) به گونه‌ای اثربخش بتوانند حجم پول را در کشور تعیین کنند. اگر مقامات پولی کشوری از عهده کنترل مؤثر عرضه پول برنمایند، سیاست پولی نیز در رسیدن به هدفهای نهایی‌اش کارگر نخواهد افتاد. بدین ترتیب، پیش از پرداختن به اینکه آیا و چقدر عرضه پول می‌تواند بر متغیرهایی مانند ستاده، قیمت‌ها و نرخ بهره تأثیر بگذارد، باید دید عرضه پول چگونه تعیین می‌شود.

۴- فرآیند عرضه پول

عرضه پول تابعی از پایه پولی (پول پر قدرت)^(۱) و ضریب افزایش^(۲) پول است. پایه پولی، در واقع بدهی بانک مرکزی به بخش خصوصی و شبکه بانکی است. بر پایه ترازنامه بانک مرکزی، ستون بدهیها که مصارف پایه پولی نیز هست، دربرگیرنده موارد زیر است :

۱- سکه و اسکناس نزد مردم

۲- سکه و اسکناس نزد بانکها

۳- سپرده‌های قانونی بانک نزد بانک مرکزی

۴- سپرده‌های آزاد (دیداری) بانکها نزد بانک مرکزی

همچنین، با توجه به ستون داراییهای ترازنامه بانک مرکزی، منابع پایه پولی را نیز چنین می‌توان برشمرد:

۱- خالص داراییهای خارجی بانک مرکزی

۲- خالص بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی

۳- بدهی شبکه بانکی به بانک مرکزی

۴- خالص سایر داراییها.

1- Monetary Base (High - Powered Money)

2- Money Multiplier

چنانکه پیداست، با توجه به برابری ستونهای دارایی و بدهی ترازنامه می‌توان نوشت :

- ۱- به شرط حمایت از نرخ برابری پول ملی، نوسان پایه پولی با مازاد تراز پرداختها همسوست.
 - ۲- به شرح حمایت از بهای اوراق قرضه دولتی، نوسان پایه پولی با کسری منابع شبکه بانکی همسوست.
 - ۳- به شرط حمایت از بهای اوراق بهادار بانکی، نوسان پایه پولی با کسری منابع شبکه بانکی همسوست.
- بدین ترتیب، بانک مرکزی باید بین کنترل نوسان پایه پولی (کنترل عرضه پول) و کنترل نوسان بهای اوراق بهادار موجود در اقتصاد - یعنی ارز، اوراق قرضه دولتی و اوراق بهادار بانکی - یکی یا ترکیبی از هر دو را برگزیند.
- ضریب افزایش پول نمایانگر توان پول‌سازی شبکه بانکی است که با تغییرات نسبت سپرده قانونی یا آزاد بانکها رابطه معکوس دارد. همچنین، تأثیر نسبت سکه و اسکناس در گردش به سپرده‌های دیداری بسته به قدر مطلق ضریب افزایش پول تغییر می‌کند. برای مثال، اگر ضریب افزایش پول بزرگتر از واحد باشد؛ ارتباط آن با نسبت مزبور ناهم‌سوست.

۵- ابزارهای سیاست پولی

تغییر عرضه پول در اقتصاد ملی از طریق تأثیرگذاری بر پایه پولی، ضریب افزایش پول یا هر دو امکان می‌یابد. در بین عوامل تأثیرگذار بر پایه پولی، خالص داراییهای خارجی بانک مرکزی و خالص بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی تابع سیاستهای ارزی و بودجه‌ای و حجم بازرگانی کشور است که کنترل آنها در دست بانک مرکزی نیست. آنچه می‌ماند، بدهی شبکه بانکی به بانک مرکزی، و به عبارت دیگر، اعتبارات اعطایی به بانکهاست که با تغییر آن، بانک مرکزی قادر است پایه پولی را تا حدودی تغییر دهد. از سوی دیگر، ضریب افزایش پول تابع پارامترهایی است که مهمترین آنها نسبت سپرده قانونی بانکهاست. از این رو، مهمترین ابزارهای سیاست پولی را برای تغییر عرضه پول، اینگونه می‌توان برشمرد:

- ۱- نسبت سپرده قانونی
- ۲- میزان وامدهی به بانکها و نرخ تنزیل مجدد
- ۳- عملیات بازار باز

نسبت سپرده قانونی، پیشتر برای آسودگی مردم از ایمنی سپرده‌هایشان نزد بانکها، نگاه‌داری می‌شد؛ اما امروزه یکی از ابزارهای سیاست پولی است که با تغییر آن ضریب افزایش پول و در پی آن عرضه پول تغییر می‌کند. این ابزار در سنجش با دو ابزار دیگر سریعتر اثر می‌کند؛ هر چند سرعت تأثیر آن به فاصله زمان بین تعیین نسبت و اجرای آن، و نیز به مدت قانونی نگهداری سپرده قانونی بستگی دارد. ناگفته نماند، نسبت سپرده قانونی ممکن است بر حسب ماهیت و سررسید انواع سپرده‌ها متفاوت باشد؛ و بانکها برای گریز از پرداخت سپرده قانونی اضافی، به افزایش

سپرده‌هایی روی آورند که مشمول فزونی سپرده قانونی نشده‌اند. همچنین، باید توجه داشت که کاربرد این روش برای تغییرات کوتاه‌مدت عرضه پول چندان مناسب نیست و تغییر زود به زود آن ممکن است به پدید آمدن ناپایداری و بی‌اطمینانی در شبکه بانکی کشور بینجامد.

از دیدگاه دومین ابزار سیاست پولی، هرگاه شبکه بانکی کشور دچار کمبود نقدینگی شود، بانک مرکزی به عنوان وام‌دهنده نهایی^(۱) نیاز بانکها را برآورده می‌کند. از این رو، با تغییر میزان و هزینه وامدهی به بانکها، حجم پول در گردش را نیز می‌توان کم و زیاد کرد. از سوی دیگر، تغییر نرخ تنزیل مجدد نیز می‌تواند تمایل بانکها را در استفاده از منابع بانک مرکزی تغییر دهد و بر حجم پول در گردش اثر بگذارد. با وجود این، بانکها در واکنش به تغییر میزان وامدهی بانک مرکزی و نرخ تنزیل مجدد، می‌توانند:

- همچنان از منابع بانک مرکزی استفاده کنند؛
- منابع دیگری را ردیابی کنند؛
- میزان وامدهی به مشتریان خود را کاهش دهند؛ یا
- هزینه وامدهی به مشتریان خود را افزایش دهند.

پیداست، اختیاری بودن واکنش شبکه بانکی می‌تواند پیش‌بینی‌های پولی و اعتباری را خدشه‌دار کند. همچنین باید توجه داشت، هر چند تغییر نرخ تنزیل مجدد به سرعت و به طور گسترده بر ساختار نرخ بهره اثر می‌گذارد، این تغییرات به عنوان ناگر قصد و نیت مقامات پولی، ممکن است پیامدهای روانی یا سیاسی ناخوشایندی را برای شبکه بانکی به همراه داشته باشد. امروزه در بیشتر کشورها نرخ تنزیل مجدد به عنوان ابزار سیاست پولی اهمیت خود را از دست داده است؛ تا به آنجا که در برخی کشورها و از جمله در استرالیا، انگلستان و کانادا این نرخ اعلام نمی‌شود.

ابزار سوم یعنی عملیات بازار باز را در بسیاری از کشورهای توسعه یافته، مهمترین ابزار سیاست پولی می‌دانند. در این باره، بانک مرکزی با خرید و فروش داراییهای مالی به ویژه اوراق قرضه دولتی، پایه پولی و در پی آن عرضه پول را تغییر می‌دهد. از سوی دیگر، با دخالت بانک مرکزی در بازار اوراق قرضه و تأثیرگذاری بر بها (نرخ بازدهی) آنها، ساختار نرخ بهره نیز تغییر می‌کند.

۶- اثر بخشی ابزارهای غیرمستقیم پولی

در بسیاری از کشورهای در حال توسعه به دلیل محدود بودن بازار سرمایه و بی‌رغبتی بخش خصوصی به خرید اوراق قرضه و به ویژه اوراق قرضه دولتی، بانک مرکزی در برابر بخشی از بدهی بانکها، اوراق قرضه را به آنها می‌فروشد و عملیات بازار باز از این فراتر نمی‌رود. از سوی دیگر، در کشورهای توسعه یافته کاربرد عملیات بازار باز

1 - Lender of Last Resort

یکی از شیوه‌های کارآمد تأمین کسری بودجه دولت، تعدیل فصلی نقدینگی خصوصی و فروشنده‌های تورمی است. در واقع، ناهمسانی کارایی کاربرد عملیات بازار باز در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه، یکی از علتهای اصلی ناهمخوانی تجربی ارتباط بین کسری بودجه و تورم در این کشورهاست. برای نمونه، پس از بحران بدهی در سال ۱۹۸۲، در برزیل ده درصد افزایش در نسبت کسری بودجه به درآمد ملی، میانگین سالانه نرخ تورم را از ۴۶/۵ درصد در سالهای پایانی دهه ۱۹۷۰ و تا پیش از بحران بدهی، به بیش از ۲۲۰ درصد در سال ۱۹۸۴ افزایش داد. در مقابل، هنگامی که پس از اجرای برنامه کاهش مالیات در سالهای ۱۹۸۱ تا ۱۹۸۲ توسط دولت ریگان، نسبت کسری بودجه به درآمد ملی در آمریکا از دو درصد - در زمان کارتر - به پنج درصد رسید، میانگین سالانه نرخ تورم از هفت درصد به دودرصد کاهش یافت.^(۱)

در واقع، پایین بودن میزان تأمین کسری بودجه از راه نشر بدهی (فروش اوراق قرضه به ساکنان کشور) و به طریق اولی پایین بودن نسبت بدهی دولت به ساکنان به درآمد ملی در کشورهای در حال توسعه سبب می‌شود که یک کسری مفروض بودجه، نرخ تورم بالاتری را در این کشورها به همراه داشته باشد. اندازه این نسبت و به عبارت دیگر، میزان استقبال مردم از اوراق قرضه نشر یافته، بیشتر به دو عامل زیر بستگی داشته است:

- ۱- میزان تشکل و گستردگی بازارهای مالی (بازار سرمایه) و از جمله بازار فروش بدهی دولتی.
- ۲- میزان اعتماد سرمایه‌گذاران (دارندگان اوراق قرضه) به توانایی ناشر در بازپرداخت اصل و بهره بدهی؛ و میزان نقدشوندگی آن اوراق.

بر روی هم، پیامد نهایی پایین بودن نسبت بدهی به درآمد در کشورهای در حال توسعه، کاهش تعداد سرمایه‌گذارانی بوده است که به دلخواه خود، بدهی دولتی را در سبد داراییهای مالی‌شان نگهداری می‌کنند. بدین ترتیب، بجز شبکه بانکی داخلی که به ناچار بخشی از داراییهای خود را باید به صورت بدهی دولتی نگاه دارد، کم و بیش بازار دیگری برای پذیرش بدهی دولتی به چشم نمی‌خورد. در واقع، مشکل دولتها در کشورهای در حال توسعه آن است که نمی‌توانند به میزان کشورهای توسعه یافته، کسری بودجه خود را از راه فروش بدهی در داخل کشور تأمین کنند. با از بین رفتن امکان تأمین کسری بودجه از راه ایجاد بدهی در داخل یا خارج، در کشورهای در حال توسعه تنها راهی که پیش‌روی دولتها باقی می‌ماند، تأمین کسری بودجه از راه نشر پول و پذیرش نرخ تورم بالاتر است. از دیدگاه نظری، روش تأمین کسری بودجه از راه نشر پول، دست کم به دو دلیل، قیمتها را بیش از روش تأمین از راه ایجاد بدهی افزایش می‌دهد:

نخست آنکه تأمین از راه نشر پول، حجم پول در گردش را افزایش می‌دهد که در تأمین از راه ایجاد بدهی چنین نیست.

دوم آنکه در روش تأمین از راه نشر پول، اثر ثروت بر مصرف و در نتیجه، بر تقاضای کل در هر سطح مفروض قیمت، بزرگتر از روش تأمین مالی از راه ایجاد بدهی است.

1- See Congdon, Tim G. , Ref. No. 2 , PP. 17-42.

چنانکه پیداست، تأمین پولی هر نسبت مفروض کسری بودجه به درآمد ملی در کشورهای در حال توسعه، قدر مطلق و تغییرپذیری نرخ تورم را بیش از کشورهای توسعه یافته می‌افزاید. از این دیدگاه، نرخ بالا و متغیر تورم به خودی خود عامل پدید آمدن فرآیندی است که در نهایت به از دست رفتن کارکردهای پول ملی، کاهش تقاضا برای مانده واقعی پول ملی، و بی‌اثر شدن سیاستهای پولی می‌انجامد. در واقع، بر پایه نظریه پولی سنتی در تعریف پول فرض بر آن است که ساکنان کشور پول خارجی نگاه نمی‌دارند. از این رو، کشش جانشینی تقاضا برای پول ملی و پولهای خارجی صفر انگاشته می‌شود. در این حالت، مقامات پولی کشور با کنترل عرضه پول ملی می‌توانند به طور مستقیم یا غیرمستقیم بر تقاضای کل اثر بگذارند. با وجود این، پدیده جانشینی ارز به جای پول ملی^(۱) - به عنوان فرآیندی که در آن پولهای خارجی رفته رفته جانشین پول ملی می‌شوند و تمام یا بخشی از کارکردهای آن را به عنوان انباشت ارزش، وسیله پرداختهای معوق، واحد شمارش، و وسیله دادوستد از آن خود می‌کنند - فرض اساسی نظریه پولی سنتی را به کلی بی‌اعتبار می‌کند. در این حالت، پولهای خارجی نیز به ناچار باید در تعریف پول گنجانیده شود؛ و چون عرضه پولهای خارجی در دست مقامات پولی کشور نیست، کنترل حجم پول در دسترس ساکنان کشور از دست آنها خارج می‌شود. بدین ترتیب، با بی‌اعتباری فرض پایداری تابع تقاضا برای پول، حتی اگر تغییر عرضه پول بتواند بر تقاضای کل اثر بگذارد، به دلیل ناتوانی مقامات پولی از کنترل عرضه پول و ناپایداری تابع تقاضا برای پول، سیاستهای پولی بی‌اثر می‌شود.^(۲)

۷- امکان سنجی کاربرد ابزارهای غیرمستقیم پولی در ایران

امروزه در بسیاری از کشورهای در حال توسعه مسأله برقراری کنترل‌های مؤثر پولی سازگار با رشد اقتصادی غیرتورمی از اهمیت و توجه زیادی برخوردار است. در واقع، اعتبار سیاستهای پولی در این کشورها تا حدود زیادی به ماهیت و کارکرد پول ملی و پولهای خارجی، اندازه بخش غیر رسمی اقتصاد ملی - به عنوان پدیده‌ای که در چارچوب بازارهای غیر رسمی ارز، اعتبار و کالا بر فرآیند اثربخشی کلی شوکهای سیاستی کلان اقتصادی تأثیر می‌گذارد و به ناپایداری آنها می‌انجامد - و به ماهیت سیاستهای بودجه‌ای دولت بستگی می‌یابد. گذشته از همه اینها، برقراری کنترل مؤثر پولی باشد با سه ملاحظه اساسی زیر ارتباطی تنگاتنگ دارد:

- ۱- گزینش یک لنگر اسمی مناسب مانند نرخ ارز یا یک متغیر انباشته پولی یا اعتباری دیگر؛
- ۲- سازگاری میزان گسترش اعتبارات داخلی بانک مرکزی با لنگر اسمی برگزیده؛ و
- ۳- سازوکار توزیع اعتبارات بانک مرکزی در شبکه مالی.

1- Currency Substitution

2- See ● Bergstrand, Jeffrey H. , and Thomas P. Bundt, **Ref. No. 1** , PP. 325-334.

● Melvin, Michael, **Ref. NO. 6** , PP. 543-558.

از سوی دیگر، در بین ابزارهای سیاست پولی، گزینش و کاربرد ابزارهای سیاستی غیرمستقیم پولی از اهمیت زیادی برخوردار است. در واقع، آنچه در نظامهای مالی مبتنی بر بازار استفاده از ابزارهای غیرمستقیم پولی را ناگزیر می‌سازد، سازوکاری است که به حداقل کردن ریسکهای اعتباری، تأمین مالی نهادهای ناتوان از پرداخت بدهی یا مواجه با تنگنایهای مالی، و کارایی سیاستگذاریهی کلان اقتصادی می‌انجامد. بر این اساس، و با توجه به کاستیها و تنگنایهای سیاستگذاری پولی در ایران، یافتن سازوکار مناسبی برای کاربرد ابزارهای مالی کارآمد در جهت برقراری کنترلهای مؤثر پولی از اهمیتی اساسی برخوردار است. از این دیدگاه، به نظر می‌رسد، طرح انتشار اوراق مشارکت را بتوان گشایشی اساسی در دستیابی به ابزارهای مؤثر سیاستی غیرمستقیم پولی به شمار آورد. به عبارت دیگر، بانک مرکزی با انتشار اوراق مشارکت مالی می‌تواند از وجوه حاصل از فروش آنها برای بازپرداخت بدهیهای دولت و اجرای سیاستهای پولی استفاده کند. به این ترتیب که به عنوان کارگزار دولت، حداقل سود اوراق مزبور را محاسبه و تضمین کند و در مواقع لزوم نیز برای اعمال سیاستهای پولی، اوراق مزبور را بازخريد و به طور مستقیم در معاملات آن دخالت کند. البته باید توجه داشت که اگر قرار باشد اوراق مشارکت به عنوان یک ابزار مؤثر سیاستگذاری به کار آید، باید ابزارهای مالی متشکل، کارآمد و گسترده‌ای در اقتصاد ملی وجود داشته باشد؛ یعنی اینکه خواه‌ناخواه باید بورس اوراق بهادار نیز مورد توجه و حمایت قرار گیرد. دوم اینکه اوراق مزبور باید جانشین مناسبی برای داراییهای مالی دیگر باشند که در این باره توجه به میزان نقدشوندگی آنها اهمیتی اساسی دارد. سوم اینکه نرخ سود این اوراق باید با نرخ بازده سایر داراییهای مالی موجود در اقتصاد ملی قابل رقابت باشد؛ ضمن اینکه دست کم ریسک تورم را نیز بتواند پوشش دهد. و چهارم اینکه میزان عرضه اوراق مزبور باید زیاد باشد. یعنی اینکه خرید و فروش حجم انبوهی از آنها از طریق تأثیرگذاری بر ساختار نرخ بهره یا تغییر میزان دسترسی به اعتبار بتواند بر متغیرهای کلان اقتصادی اثر بگذارد. گذشته از آنچه گفته شد؛ توجه به دو نکته دیگر نیز بسیار اهمیت دارد: یکی اینکه سودمندی اوراق مشارکت نباید مجوزی برای انتشار بی‌رویه آن باشد. به عبارت دیگر، تعیین میزان بهینه انتشار اوراق مزبور اهمیت زیادی دارد؛ زیرا انتشار بی‌رویه آن با افزایش مانده اوراق مزبور نزد مردم همراه می‌شود که به عنوان یک منبع ایجاد اختلال در شبکه پولی کشور ممکن است سلامت جریانهای پولی را به خطر بیندازد. دوم اینکه، فرصت تأمین مالی از راه انتشار اوراق مشارکت باید برای بخش خصوصی نیز فراهم شود. در واقع، وجود تبصره‌های تکلیفی بودجه طی سالهای اخیر در عمل دسترسی بخش خصوصی را به منابع اعتباری بسیار محدود کرده است؛ از این رو، تأمین مالی طرحهای انتفاعی و عمرانی از راه انتشار اوراق مشارکت می‌تواند زمینه‌های حضور گسترده‌تر بخش خصوصی را در جریان فعالیتهای اقتصادی کشور فراهم سازد. همچنین، با توجه به اینکه کوچکترین کم‌دقتی درباره مسایل پولی و مالی ممکن است عوارض اقتصادی و اجتماعی جبران‌ناپذیری را در پی داشته باشد؛ در پیش گرفتن رویه‌ای قاعده‌مند و منطقی برای طراحی و پیاده‌سازی سازوکارهای به کارگیری این ابزارها، ساخت سازمانی مطلوب و متناسب با شرایط ویژه اقتصاد ایران و توجه به سایر مسایل جانبی آن ناگزیر می‌نماید.

چنانکه ملاحظه شد، یکی از علتهای اصلی شکست سیاستگزاریهای کلان اقتصادی در کشورهای در حال توسعه، عدم برخورداری از امکان به کارگیری ابزارهای کارآمد سیاستی است که به نرخهای بالا و متغیر تورم در این کشورها انجامیده؛ و به طریق اولی پیامدهای دیگری مانند عارضه جانشینی ارز به جای پول ملی و گسترش اقتصاد زیرزمینی را به همراه آورده است که در نهایت سیاستهای پولی را در این کشورها بی اثر می سازد.

بر این اساس و در بین ابزارهای سیاست پولی، گزینش و کاربرد ابزارهای سیاستی غیرمستقیم پولی از اهمیت زیادی برخوردار است که در جریان بهینه سازی کنترل های پولی و اثربخشی سیاستگزاریهای کلان اقتصادی نیز نقش اساسی دارد. به نظر می رسد که در شرایط کنونی زمینه های به کارگیری مؤثر ابزارهای سیاست غیرمستقیم پولی در اقتصاد ایران نیز فراهم شده باشد. در واقع، انتشار اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای کارآمد سیاست سرمایه گذاری در بازار سرمایه کشور در بهینه سازی شیوه های کنترل منابع مالی، همترازی جریانهای واقعی و پولی، و در جریان راهبرد بازارهای مالی کشور از اهمیت زیادی برخوردار است. با وجود این، بی توجهی به کاستیها و دشواریهای عملی موجود بر سر راه، ممکن است عوارض اقتصادی و اجتماعی زیان باری را به همراه داشته باشد. از این دیدگاه، ابهامهای موجود درباره سازوکار انتشار اوراق مشارکت مانند مسأله تعیین ریسک اوراق مزبور در برابر بازدهی آنها، شیوه عرضه و نظارت بر جریانهای اجرایی آن، تعیین سودآوری اوراق و نحوه پرداخت سود آنها، روابط فنی، مالی و حقوقی سرمایه گذاران با مجریان و بهره برداران و جز اینها ممکن است به صورت موانعی جدی بر سر راه انتشار اوراق مزبور یا عدم استقبال عمومی از آنها نمود یابد. بر این اساس، پیشنهاد می شود پیش از هر اقدامی در این باره، بررسی کارشناسی دقیق و مفصلی برای طراحی و پیاده سازی سازوکارهای انتشار اوراق مشارکت، ساخت سازمانی مطلوب، شیوه های کارآمد کنترل، نظارت، اجرا، و ارزیابیهای فنی و اقتصادی و سایر مسایل مرتبط با آن انجام شود.

1. Bergstrand, Jeffrey H., and Thomas P. Bundt, "Currency Substitution and Monetary Autonomy: The Foreign demand for us demand Deposits", **Journal of International Money and Finance**, Vol. 9 , 1990 , PP. 325-334.
2. Congdon, Tim G., "The Link Between Budget Deficits and Inflation : Some Contrasts Between Developed and Developing Countries", in Michael J. Boskin, John S. Flemming, and Stefano Gorini (Eds.), **Private Saving and Public Debt**, Basil Blackwell, Oxford, 1987, PP. 17-42.
3. Dornbusch, Rudiger, "Lessons from Experiences with High Inflation", **The World Bank Economic Review**, vol. 6, No. 1, 1992, PP. 13-31
4. Goodhart, C.A.E. , **Monetary Theory and Practice : The Uk Experience**, Macmillan, Hampshire, 1987.
5. Jackson, T.M., **Basic Concepts in Monetary Economics**, Checkmate/Arnold, England, 1986.
6. Melvin, Michael, "The Dollarization of Latin America as a Market - enforced Monetary Reform: Evidence and Implications", **Economic Development and Cultural Change**, Vol. 36, No. 3, April 1988, PP. 543-556
7. Meyer, Paul A., **Money, Financial Institutions, and The Economy**, Irwing, USA, 1986.
8. Pierce, D.G., and P.J. Tysome, **Monetary Economics : Theories, Evidence and policy**, 2nd Ed., Butterworths, Cambridge University Press, Cambridge, 1985.
9. Tylor, John B., "An Apeal for Rationality in the Policy Activism Debated" in R.W. Hafre (Ed.), **The Monetary and Fiscal Policy Debate : Lessons From Two Decades**, Allanheld, Totowa, 1986.