

به نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

کاربردپذیری کواهی سپرده قابل معامله در بازار اوراق بهادار ایران

تهیه کنندگان: مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

کاربردپذیری گواهی سپرده قابل معامله در بازار اوراق بهادار ایران

اشاره

گواهی سپرده سندی است که توسط یک مؤسسه سپرده‌پذیر - عمدتاً بانکها - در قبال مبلغ مشخصی که نزد آنها سپرده شده، منتشر می‌شوند. این گواهیها دارای سررسید و نرخ بهره معین هستند و وجوه سرمایه‌گذاری شده در قالب آن، باید طی دوره تعیین شده نزد بانک یا مؤسسه سپرده‌پذیر باقی بماند و تنها پس از پایان سررسید سرمایه‌گذار می‌تواند اصل و بهره پول خود را از مؤسسه سپرده‌پذیر دریافت کند اما نوع قابل انتقال این اوراق که به گواهیهای سپرده قابل معامله معروفند، قبل از تاریخ سررسید در بازار دست دوم قابل واگذاری هستند. به همین دلیل این گواهیها از نقدینگی بالایی برخوردار هستند. گواهیهای سپرده یکی از ابزارهای نوین و مهم بازار پول هستند که از اوایل دهه ۱۹۶۰ میلادی مورد استفاده قرار گرفتند، اما به دلیل انعطاف‌پذیری، تنوع و بازار دست دوم سازمان یافته، به سرعت گسترش پیدا کردند به گونه‌ای که هم اکنون از مهمترین منابع تأمین مالی بانکهای تجاری و همچنین از اجزاء مهم پرتفوی سرمایه‌گذاران به شمار می‌روند. گزارش پیش‌رو علاوه بر معرفی گواهی سپرده و کارکردهای آن، کاربردپذیری گواهی سپرده قابل معامله را در بازار مالی ایران بررسی می‌کند.

چکیده

گواهی سپرده قابل معامله سندی است با سررسید و نرخ بهره مشخص که در ازای وجوه سپرده‌گذاری شده نزد بانکها و مؤسسات اعتباری منتشر می‌شود. گواهی سپرده یکی از مهمترین و در عین حال جدیدترین ابزارهای بازار پول محسوب می‌شود و به دلیل تنوع، انعطاف‌پذیری و امکان جذب سپرده‌های بزرگ، به شدت مورد استقبال بانکهای تجاری قرار گرفته و نقش عمده‌ای در تجهیز منابع مالی آنها بازی می‌کند. این گواهیها همچنین به دلیل ریسک اندک، بازده نسبتاً بالا و بازار دست دوم سازمان یافته در میان سرمایه‌گذاران نیز جذابیت خاصی دارند به گونه‌ای که حجم عمده‌ای از مبادلات بازار پول در اکثر کشورهای دنیا به این اوراق اختصاص دارد.

به رغم سابقه تقریباً چهل ساله این گواهیها در بازارهای پولی دنیا تاکنون نظام بانکی کشور از این ابزار سودمند بهره نگرفته است و حتی پس از گذشت حدود سه سال از دستورالعمل شورای پول و اعتبار، مطالعه جامعی نیز در این زمینه انجام نشده است. گزارش حاضر بر آن بوده است ضمن معرفی گواهی سپرده و کارکردهای آن، کاربردپذیری این ابزار مهم بازار پول را در ایران بررسی کند. بررسیهای انجام شده نشان می‌دهد که امکان استفاده از گواهی سپرده به شکل مرسوم آن برای نظام بانکی کشور وجود دارد و نوع عام معرفی شده در دستورالعمل شورای پول و اعتبار گزینه مناسبی در این خصوص محسوب می‌شود.

به طور معمول بازار دست دوم گواهیهای سپرده، از بازارهای خارج از بورس یا غیرمتشکل است و دادوستد در آنها توسط عده‌ای کارگزار و معامله‌گر انجام می‌شود که در سطح شهر پراکنده‌اند و از طریق تلفن یا رایانه با یکدیگر در ارتباط هستند و این گواهیها را به حساب خود یا مشتریان خود، خرید و فروش می‌کنند. همچنین در اکثر کشورها این گواهیها همانند وجه نقد در معاملات عمده مانند خرید خانه یا اتومبیل مورد استفاده قرار می‌گیرند.

بنابراین کاربرد بورس اوراق بهادار به عنوان نماد بازار سرمایه برای دادوستد ابزارهای بازار پول منطقی به نظر نمی‌رسد و در هیچکدام از بورسهای عمده دنیا نیز ابزارهای بازار پول مورد دادوستد قرار نمی‌گیرند. پس پیشنهاد می‌شود وظیفه ایجاد بازار دست دوم گواهیهای سپرده به نظام بانکی کشور به عنوان بخش متشکل بازار پول محول شود. بانکها در مرحله نخست می‌توانند از طریق اختصاص باجه‌های خاص در شعبه‌های تعیین شده مبادرت به خرید و فروش گواهی سپرده کنند و در مرحله بعد با اعطا مجوز به تعدادی کارگزار یا معامله‌گر، حوزه فعالیت بازار را افزایش دهند به گونه‌ای که با ایجاد یک بازار یکپارچه، امکان دادوستد گواهیهای سپرده کلیه بانکها و مؤسسات مالی در آن فراهم شود.

باید اشاره شود که در صورت تشکیل بازار مزبور، دیگر بانکها و مؤسسات مالی دخالتی در بازار دست دوم خرید و فروش گواهیهای سپرده نخواهند داشت و فعالیت آنها در بازار دست اول خلاصه خواهد شد. بدیهی است تدوین سازوکار اجرایی و همچنین مقررات مربوط به بازار دست دوم گواهیهای سپرده، نیازمند یک مطالعه دقیق و گسترده با شرکت کارشناسان بخش پولی و حقوقی است و گزارش اخیر می‌تواند به عنوان بستری مناسب برای شروع کار کارشناسی در این زمینه به کار گرفته شود.

کاربردپذیری گواهی سپرده قابل معامله در بازار اوراق بهادار ایران

فهرست مطالب

۱- مقدمه	۱
۲- بازار پول	۲
۱-۲ ویژگیهای بازار پول	۳
۲-۲ شرکتکنندگان در بازار پول	۳
۳-۲ ابزارهای بازار پول	۵
۱-۳-۲ اسناد خزانه	۸
۲-۳-۲ پذیرش بانکی	۸
۳-۳-۲ اوراق تجاری	۱۰
۳- گواهی سپرده	۱۱
۱-۳ تاریخچه انتشار گواهیهای سپرده	۱۲
۲-۳ مزایا و معایب گواهی سپرده	۱۴
۳-۳ انواع گواهی سپرده قابل معامله	۱۵
۱-۳-۳ گواهی سپرده داخلی	۱۵
۲-۳-۳ گواهی سپرده یورو	۱۵
۳-۳-۳ گواهی سپرده یانکی	۱۷
۴-۳-۳ گواهیهای سپرده مؤسسات اعتباری	۱۸
۴-۳ بازده گواهی سپرده	۱۸
۱-۴-۳ گواهیهای سپرده با نرخ بهره متغیر	۲۲
۵-۳ رتبه‌بندی	۲۲
۶-۳ ساختار بازار گواهی سپرده قابل معامله	۲۳
۱-۶-۳ سازوکار بازار دست اول	۲۴
۲-۶-۳ سازوکار بازار دست دوم	۲۵
۴- بررسی کاربردپذیری گواهی سپرده در ایران	۲۹
۱-۴ پیشینه تاریخی گواهی سپرده در ایران	۳۳
۲-۴ انواع گواهی سپرده موجود براساس دستورالعمل شورای پول و اعتبار	۳۴
۳-۴ سازوکار انتشار گواهی سپرده قابل معامله	۳۷
۴-۴ سازوکار دادوستد گواهی سپرده	۳۸
۵- سخن آخر	۳۹

۱- مقدمه

گواهی سپرده قابل معامله^(۱) سندی است با سررسید و نرخ بهره مشخص که در ازای وجوه سپرده‌گذاری شده نزد بانکها و مؤسسات اعتباری، منتشر می‌شود و دارنده آن در صورت نیاز به وجه نقد می‌تواند گواهی سپرده خود را در بازار دست دوم به فروش برساند. گواهی سپرده قابل معامله یکی از مهمترین و در عین حال جدیدترین ابزارهای بازار پول محسوب می‌شود و به دلیل تنوع، انعطاف‌پذیری و امکان جذب سپرده‌های بزرگ، به شدت مورد استقبال بانکهای تجاری قرار گرفته است. همچنین این گواهیها، به دلیل ریسک اندک، بازده نسبتاً بالا و بازار دست دوم سازمان یافته برای سرمایه‌گذاران نیز جذابیت خاصی دارند.

بررسیهای انجام شده نشان می‌دهد که گواهی سپرده قابل معامله نه تنها در کشورهای توسعه یافته بلکه در کشورهای در حال توسعه نیز نقش عمده‌ای در تجهیز منابع مالی بانکها و همچنین ترکیب پرتفوی سرمایه‌گذاران دارند. اما نظام بانکی ایران تاکنون از این ابزار مؤثر و کارا بهره نگرفته است و به رغم گذشت حدود سه سال از مصوبه شورای پول و اعتبار در خصوص انتشار این گواهیها، هنوز هیچکدام از بانکها و مؤسسات اعتباری کشور اقدام به انتشار گواهی سپرده قابل معامله نکرده‌اند که علت اصلی این امر ساختار دولتی و غیررقابتی بانکهای کشور است. در حال حاضر بانکها به دارندگان سپرده مدت‌دار خود گواهی ارایه می‌کنند که غیرقابل مبادله و استرداد قبل از سررسید آن نیز همراه با جریمه است. از این رو سرمایه‌گذاران کم و بیش، فرصتهای دیگر سرمایه‌گذاری را به گشایش حسابهای سپرده مدت‌دار نزد بانکها ترجیح داده‌اند. از طرف دیگر بانکها نیز مجبورند نقدینگی کافی برای پاسخگویی به تقاضاهای تسویه قبل از سررسید این گواهیها در اختیار داشته

1- Negotiable Certificate of Deposit (NCD)

باشند که این موضوع خود به مصرف بهینه وجوه سپرده شده لطمه وارد می‌کند در حالی که با انتشار گواهی سپرده قابل معامله، بانکها می‌توانند با اطمینان کامل روی مصرف وجوه سپرده شده، برنامه‌ریزی کنند و دیگر نیازی به نگهداری وجوه نقد برای تسویه گواهیها قبل از سررسید نیست، چون دارندگان گواهی سپرده در صورت نیاز به وجه نقد، می‌توانند گواهی خود را در بازار دست دوم و بدون تحمل جریمه به فروش برسانند. بدیهی است که این موضوع باعث تشویق سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری بیشتر در بانکها و در نهایت رونق فعالیت نظام بانکی خواهد شد.

گزارش پیش رو علاوه بر معرفی گواهی سپرده و کارکردهای آن، کاربردپذیری آن در اقتصاد ایران را بررسی می‌کند.

۲- بازار پول

بخش‌بندی بازارهای مالی به چند روش امکان‌پذیر است که یک راه ساده آن تمایز قایل شدن بین بازار پول و بازار سرمایه است. این تقسیم‌بندی برپایه سررسید وامها انجام می‌شود.

بنابر تعریف، بازار پول بازاری برای دادوستد پول و دیگر داراییهای مالی جانشین نزدیک پول است که سررسید کمتر از یکسال دارند. همچنین می‌توان از بازار پول به عنوان بازار ابزارهای مالی کوتاه‌مدت 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. 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 با هدف حداقل کردن این هزینه، تلاش می‌کنند که کمترین منابع مالی ممکن را برای انجام دادوستدهای روزانه نگهداری کنند. برای این منظور، آنها از ترکیبی از منابع نقد و ابزارهای مالی بازار پول با ویژگی نقدینگی بالا و هزینه و ریسک نسبتاً اندک، استفاده خواهند کرد.

در مقابل، بازار سرمایه، بازاری برای داراییهای مالی با سررسید واقعی بیشتر از یک سال است و ارتباط نزدیکتری با فرآیند پس‌انداز / سرمایه‌گذاری دارد. نقش اصلی بازار سرمایه، پیوند دادن واحدهای پس‌اندازی با واحدهای سرمایه‌گذار و هدایت منابع پس‌اندازی به سوی مصارف سرمایه‌گذاری است.

گفتنی است که بخش‌بندی بازارهای مالی برپایه سررسید داراییها، یک قاعده کلی نیست و در عمل ابزارهای پولی با سررسید تا پنج سال نیز مشاهده می‌شوند. نکته آخر اینکه، بازار پول برخلاف بازار سرمایه، یک بازار سازمان یافته نیست و معاملات ابزارهای وابسته به آن در **بازارهای خارج از بورس**^(۱) انجام می‌شود. 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. برای نمونه، شهر نیویورک به دلیل تمرکز بانکها و معامله‌گران بازار پول به عنوان مرکز بازار پول ایالات متحده آمریکا شناخته می‌شود.

۲-۱ ویژگیهای بازار پول

بازار پول دربرگیرنده مجموعه متعددی از بازارهای فرعی است که ارتباط نزدیکی با یکدیگر دارند و حرکت منابع در آنها به سهولت انجام می‌شود. بدیهی است که وجود بازارهای فرعی در مجموعه بازار پول به دلیل تنوع ابزارهای مالی مورد استفاده در آن است و سرمایه‌گذاران با توجه به بازده و ریسک مورد انتظار، محل سرمایه‌گذاری خود را انتخاب می‌کنند.

یکی دیگر از ویژگیهای بازار پول، عمق زیاد آن است که در نتیجه وجود شبکه بزرگی از شرکت‌کنندگان در بازار ایجاد می‌شود. به گونه‌ای که دادوستدهای بزرگ هم باعث نوسان زیاد قیمت داراییها نمی‌شوند. به علاوه تفاوت‌های احتمالی در قیمت ابزارهای مشابه از طریق تحرکات عرضه و تقاضا از بین می‌رود. بازار پول از نظر چارچوب قانونی هم بسیار انعطاف‌پذیر است به همین دلیل، راهکارهای مناسبی برای معرفی ابزارهای جدید و همچنین روشهای جدید دادوستد در بازار پول وجود دارد.

۲-۲ شرکت‌کنندگان در بازار پول

بانک مرکزی، بانکهای تجاری، دولتها، شرکتهای تجاری، مؤسسات دولتی، صندوقهای سرمایه‌گذاری، کارگزاران و سرمایه‌گذاران اعضای اصلی بازار پول هستند.

بانکهای تجاری سه نقش عمده در بازار پول ایفا می‌کنند. نخست اینکه برای تأمین ذخایر مورد نیاز خود، بویژه برای دوره‌های کوتاه‌مدت، از بانک مرکزی وام دریافت می‌کنند که اخذ این وامها از طریق روزنه تنزیل و با نرخ بهره تعیین شده توسط بانک مرکزی - نرخ تنزیل مجدد - انجام می‌شود. تصمیم بانک برای دریافت وام از این

1- Over the Counter (OTC)

محل به نسبت نرخ تنزیل و نرخ بهره جاری بستگی دارد. منابع مورد نیاز بانکها برای دوره‌های میان مدت و بلندمدت هم از طریق انتشار گواهی سپرده و همچنین فروش توافق بازخريد^(۱) تأمین می‌شود. توافق بازخريد، فروش اوراق بهادار به همراه توافقی مبنی بر بازخريد آن در یک دوره تعیین شده در آینده است. در حقیقت این توافق - وقتی کاملاً اجرا شود - یک وام کوتاه‌مدت تضمین شده است. گفتنی است که بانکهای تجاری در طرف تقاضای استقراض توافق بازخريد نقش فعالی دارند. نقش دوم بانکها در بازار پول، به عنوان واسطه‌های بازار برای ابزار مشتقه نرخ بهره بازار خارج از بورس^(۲) است که در سالهای اخیر به سرعت گسترش یافته است. این ابزار، ضوابطی را برای مبادله پرداختهای نقدی، مبتنی بر تغییرات نرخ بهره بازار فراهم می‌کند. برای مثال در سواپ^(۳) نرخ بهره، طرفین برای مبادله پرداختهای نقدی به یکدیگر براساس حرکت نرخهای بهره بازار خاصی توافق می‌کنند. بانکها به طور متناوب و به عنوان واسطه در معاملات سواپ حاضر می‌شوند و نقش طرف مقابل را برای هر دو طرف معامله بازی می‌کنند. وظیفه سوم بانکهای تجاری در بازار پول فراهم کردن تعهداتی است - در قبال دریافت کارمزد - که پرداختهای بهره‌ای و دیگر پرداختهای تعیین شده برای سرمایه‌گذاران در اوراق بهادار بازار پول، به موقع پرداخت شود. یک نوع از این الزامها، اعطای خط اعتباری برای پشتیبانی ناشران اوراق بهادار است. البته این حمایت به شرایط مالی ناشر بستگی تام دارد. بانکها همچنین بازخريد اوراق بهادار را در سررسید، در صورت قصور ناشر، تضمین می‌کنند.

دولتها نیز بخش بزرگی از بازار پول را به خود اختصاص می‌دهند. آنها از طریق فروش اسناد خزانه^(۴) که نوعی تعهد کوتاه‌مدت محسوب می‌شود منابع مالی مورد نیاز خود را تأمین می‌کنند.

بخش دیگری از بازار پول به شرکتهای تجاری تعلق دارد. ابزار مورد استفاده این مؤسسات برای تأمین منابع مورد نیاز، اوراق تجاری^(۵) است. البته شرکتهای بزرگتر - بویژه شرکتهای دارای مبادلات بین‌المللی - می‌توانند از ابزار پذیرش بانکی^(۶) موجود در بازار پول هم استفاده کنند.

اتحادیه‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت شامل صندوقهای سرمایه‌گذاری بازار پول^(۷)، اتحادیه‌های سرمایه‌گذاری دولتی و صندوقهای سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت بانکها هم گروه ویژه‌ای از واسطه‌های بازار پول هستند. این واسطه‌ها حجم بزرگی از ابزارهای بازار پول را خریداری می‌کنند و سپس بخشی از آنها را به

1- Repurchase agreements

2- OTC interest rate derivatives

3- Swap

4- Treasury bills

5- Commercial paper

6- Bankers Acceptances

7- Money Market Mutual Funds

سرمایه‌گذاران می‌فروشند. بدین ترتیب اشخاص و سرمایه‌گذاران کوچک هم می‌توانند از بازده ابزارهای بازار پول برخوردار شوند.

از دیگر فعالان بازار پول، می‌توان به کارگزاران و معامله‌گران اشاره کرد. کارگزاران و معامله‌گران نقش کلیدی در بازار پول دارند و یکنواختی و روان بودن کارکرد بازار به عملکرد آنها بستگی دارد. بازاریابی برای اوراق بهادار جدید و همچنین ایجاد بازار دست دوم برای خرید و فروش اوراق بهادار موجود قبل از سررسید به عهده کارگزاران است. آنها در ازای دریافت کارمزد، خریداران و فروشندگان ابزارهای بازار پول را به یکدیگر معرفی می‌کنند همچنین در تعدادی از بازارها به عنوان واسطه‌های معامله به فعالیت می‌پردازند.

بانک مرکزی نیز یکی دیگر از عناصر کلیدی بازار پول، است. بانک مرکزی با خرید و فروش اسناد خزانه، ذخایر در دسترس بانکها و دیگر مؤسسات سپرده‌پذیر را کنترل می‌کند. از دیگر اقدامات این نهاد در بازار پول، می‌توان به تغییر ذخایر و نرخهای بازار پول از طریق جابجایی نرخ تنزیل مجدد اشاره کرد. زیرا تغییر نرخ تنزیل اثر مستقیم و قوی بر سایر نرخهای موجود در بازار پول دارد. مجموعه اقدامات انجام شده توسط بانک مرکزی در بازار پول به عنوان سیاست پولی شناخته می‌شود.

آخرین دسته از شرکت‌کنندگان در بازار پول، سرمایه‌گذاران خصوصی هستند که با هدف تنوع بخشی ترکیب داراییهای خود و کسب عایدی بیشتر وارد بازار می‌شوند. بازار پول به دلیل وجود ابزارهای متنوع، امکان انتخاب دوره دلخواه برای سرمایه‌گذاری و ریسک اندک، برای سرمایه‌گذاران بسیار جذاب است.

۲-۳ ابزارهای بازار پول

ابزارهای بازار پول براساس روش قیمت‌گذاری به دو دسته تقسیم می‌شوند. تعدادی از ابزارهای بازار پول برپایه نرخ تنزیل^(۱) و تعدادی دیگر براساس بازده^(۲) (نرخ بهره) قیمت‌گذاری می‌شوند. برای نمونه قیمت‌گذاری اسناد خزانه و اوراق تجاری برپایه نرخ تنزیل انجام می‌گیرد. بدین ترتیب که اوراق بهادار به قیمت کمتر از ارزش اسمی و به صورت تنزیل شده به فروش می‌رسند اما دارنده اوراق بهادار در سررسید، ارزش اسمی آن را دریافت خواهد کرد. برای قابل مقایسه بودن عایدی ناشی از این ابزارها با بازده ابزارهای بهره‌ای از روش زیر استفاده می‌شود:

$$d = \frac{M - P}{M \times n} \quad (1)$$

که در آن

$$P = \text{قیمت}$$

$$M = \text{ارزش اسمی}$$

n = زمان باقیمانده تا سررسید که به صورت کسری از ۳۶۵ روز بیان می‌شود.

$$d = \text{نرخ تنزیل}$$

برای مثال اگر یک ورقه بهادار سه ماهه با ارزش اسمی ۲۵۰,۰۰۰ ریال به قیمت ۲۴۰,۰۰۰ ریال به فروش

برسد نرخ تنزیل برابر خواهد با:

$$d = \frac{250,000 - 240,000}{250,000 \times 0.25} = 16\%$$

با نزدیک شدن به زمان سررسید مقدار n و در نتیجه مخرج کسر کاهش می‌یابد که این فرایند با ثابت ماندن بقیه عوامل به معنای افزایش بازده اوراق است. ثابت بودن بازده این اوراق حکم می‌کند که قیمت آنها افزایش یابد. بازنویسی فرمول (۱)، قیمت فروش اوراق با در نظر گرفتن نرخ تنزیل تعیین شده را ارایه می‌کند. برای مثال قیمت خرید یک ورقه بهادار ۲۵۰,۰۰۰ ریالی دوماهه با نرخ تنزیل ۱۰ درصد معادل ۲۴۵,۸۳۵ ریال خواهد بود.

$$P = M - d (M.n) \quad (2)$$

$$P = 250,000 - 0.1 (250,000 \times 0.166) = 245,835$$

معادله (۱) امکان مقایسه عایدی کلیه اوراق بهاداری که بازده آنها برپایه نرخ تنزیل تعیین می‌شوند را فراهم می‌سازد. گفتنی است که این رقم دقیقاً معادل بازده محاسبه شده برپایه بهره نیست. زیرا عایدی ناشی از نرخ تنزیل به صورت سهمی از ارزش اوراق بهادار در زمان سررسید - کل مبلغ دریافتی در سررسید - بیان می‌شود در حالی که عایدی بهره‌ای درصدی از مبلغ سرمایه‌گذاری شده^(۱) است. برای نمونه اگر در مثال فوق مبلغ ۲۴۰,۰۰۰ ریال - مبلغ سرمایه‌گذاری شده - در مخرج کسر قرار گیرد. تنزیل ۱۰,۰۰۰ ریالی معادل نرخ بهره ۱۶/۶ درصدی خواهد بود. اگر i را به عنوان نرخ بهره در نظر بگیریم:

$$i = \frac{M - P}{P.n} \Rightarrow d = \frac{i}{1 + i.n} \quad \text{یا} \quad i = \frac{d}{1 - d.n} \quad (3)$$

که دو فرمول اخیر امکان تبدیل نرخ تنزیل و نرخ بهره به یکدیگر را فراهم می‌کند. همچنان که نشان داده شد؛ بازده بدست آمده از یک نرخ تنزیل معین، بیشتر از رقم عددی اعلام شده است. مثلاً در مثال ما، سرمایه‌گذار به جای بازده ۱۶ درصدی، در عمل ۱۶/۶ درصد نسبت به میزان سرمایه‌گذاری عایدی کسب می‌کند. در مقابل، اوراق بهادار بهره‌دار به ارزش اسمی فروخته می‌شوند. اما ناشر متعهد می‌شود که پرداختهای بهره‌ای مشخصی را در فواصل معین یا به طور یکجا در زمان سررسید در اختیار سرمایه‌گذار قرار دهد. به عبارت دیگر قرض‌دهنده یا سرمایه‌گذار علاوه بر دریافت مبلغ سرمایه‌گذاری شده در سررسید، بهره هم دریافت می‌کند. گفتنی است که ابزارهای بهره‌ای بیشتر توسط بخش خصوصی منتشر می‌شوند. مهمترین ابزارهای بازار پول که در جهان و به شکل گسترده‌تر در ایالات متحده آمریکا و اروپا مورد استفاده قرار می‌گیرند در جدول شماره ۱ آورده شده است.

واقعیت این است که ابزارهای معرفی شده، جانشین نزدیک یکدیگرند. به عبارت دیگر، حرکت‌های قیمتی این ابزارها نزدیک به هم است و تفاوت در بازده این اوراق جزئی است. هر چند به دلیل بزرگ بودن مقیاس معاملات در بازار پول، اختلاف جزئی در بازده می‌تواند به معنی تفاوت فاحش در سود یا زیان باشد.

جدول ۱- مهمترین ابزارهای مالی بازار پول

ابزار	قرض‌گیرندگان اصلی
وجوه فدرال	بانکها
روزنه تنزیل	بانکها
گواهی سپرده قابل معامله	بانکها
توافق باخرید	بانکها، معامله‌گران اوراق بهادار، شرکتهای غیرمالی، دولتها
اسناد خزانه	دولتها
اوراق قرضه شهرداری	دولتها
اوراق تجاری	مؤسسات مالی و غیرمالی
پذیرش بانکی	مؤسسات مالی و غیرمالی
سهام مبتنی بر ابزارهای بازار پول	صندوقهای بازار پول، صندوقهای سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت
قراردادهای آتی	معامله‌گران، بانکها
قراردادهای اختیار معامله	معامله‌گران، بانکها
سوآپ	بانکها

۲-۳-۱ اسناد خزانه^(۱)

اسناد خزانه، اوراق بهادار کوتاه مدتی هستند که توسط دولت صادر می‌شوند و سررسید آنها عموماً بین سه ماه، شش ماه و یک سال است. این اسناد اغلب فاقد کوپن بهره‌اند و هنگام فروش به صورت تنزیل شده 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.

برای مثال سرمایه‌گذار برای خرید یک برگه ۱۰۰،۰۰۰ ریالی با نرخ تنزیل ۱۲ درصد و سررسید ۹۱ روز، تنها ۹۷،۰۰۸ ریال پرداخت خواهد کرد.

$$P = M - (di \times \frac{d}{365}) \quad (۴)$$

که در آن

M = ارزش اسمی

P = قیمت فروش

di = نرخ تنزیل

d = عمر اوراق

$$\Rightarrow P = 100,000 - (12 \times \frac{91}{365}) = 97,008$$

انتشار و بازخرید این اوراق توسط بانک مرکزی 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 عمده‌تاً توسط مؤسسات سرمایه‌گذاری که به دنبال سرمایه‌گذاری موقت در مکانی مطمئن هستند، خریداری می‌شود.

۲-۳-۲ پذیرش بانکی^(۲)

پذیرش بانکی یکی از قدیمی‌ترین و در عین حال کم اهمیت‌ترین ابزارهای بازار پول است. پذیرش بانکی نوعی برات یا حواله پرداخت مبلغ مشخصی در یک زمان معین است. این اوراق توسط بنگاههای تجاری صادر می‌شوند و توسط بانکهای تجاری طرف قرارداد، مورد پذیرش قرار می‌گیرند. پذیرش بانکی جزء ابزارهای تنزیل

شده است و خریدار هنگام خرید اوراق، مبلغ کمتری از ارزش اسمی پرداخت می‌کند ولی در سررسید ارزش اسمی اوراق را دریافت خواهد کرد. به طور معمول ارزش سررسید اوراق توسط بانک به سرمایه‌گذار پرداخت می‌شود. به عبارت دیگر بازپرداخت وامها تضمین شده است.

بازده پذیرش بانکی همان نرخ تنزیل اعمال شده هنگام فروش است و به طور سالانه محاسبه می‌شود. برای مثال، ارزش تنزیل شده یک برگه ۱,۰۰۰,۰۰۰ ریالی با نرخ ۱۲ درصد و سررسید ۹۰ روزه به روش زیر محاسبه می‌شود.

$$D = M \times \frac{d}{365} \times di \quad (5)$$

که در آن

M = ارزش اسمی

d = عمر اوراق

di = نرخ تنزیل

D = مقدار تنزیل

$$\Rightarrow D = 1,000,000 \times \frac{90}{365} \times \frac{12}{100} = 29589$$

مبلغی که سرمایه‌گذار هنگام خرید یک برگه ۱,۰۰۰,۰۰۰ ریالی پرداخت می‌کند برابر است با

$$970411 = \text{مقدار تنزیل} - \text{ارزش اسمی} = \text{ارزش تنزیل شده}$$

سرمایه‌گذاران در پذیرش بانکی در صورت نیاز به وجه نقد قبل از سررسید، می‌توانند اوراق خود را در بازار دست دوم به قرض‌دهندگان جدید و با نرخ تنزیل متفاوت از نرخ اولیه، واگذار کنند. برای مثال اگر سرمایه‌گذار اول، برگه خود را ۶۰ روز قبل از سررسید و با نرخ تنزیل ۱۱٪ به سرمایه‌گذار دیگری بفروشد عایدی معادل ۱۱۵۰۷ ریال خواهد داشت.

$$\text{ارزش تنزیل} = M - (M \times \frac{d}{365} \times di) \quad (6)$$

$$= 1,000,000 - (1,000,000 \times \frac{60}{365} \times 0.11) = 981918$$

$$\text{ریال} \quad 11507 = 981918 - 970411 = \text{بازده}$$

۲-۳-۳ اوراق تجاری^(۱)

نوعی اوراق قرضه کوتاه مدت - با سررسید ۲۷۰ روز یا کمتر - است که توسط شرکتهای مالی و مؤسسات غیرمالی منتشر می شود. اوراق تجاری برای شرکتهایی که در کوتاه مدت به وجه نقد نیاز دارند، ابزار مالی مؤثری است. همچنین این اوراق می توانند به عنوان راهکار تأمین مالی میان مدت و حتی درازمدت نیز مورد استفاده قرار گیرند. در این حالت، شرکت، اوراق تجاری جدید را به قصد پرداخت بدهیهای سررسید شده قبلی خود منتشر می کند. البته 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 نمی شود. هر چند که بنگاههای فروشنده این اوراق، می بایست دارای خطوط پشتیبانی کننده 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 تعیین شده ای برخوردار باشند، می توانند به انتشار اوراق تجاری اقدام کنند. اوراق تجاری همانند اسناد خزانه، به صورت تنزیل شده به فروش می رسند و بازده آنها به روش نرخ تنزیل محاسبه می شود. اوراق تجاری برخلاف اسناد خزانه، بازار دسته دوم قابل توجهی ندارند و این عامل باعث کاهش قدرت نقدینگی آن شده است.

این اوراق به دو دسته عمده تقسیم می شوند:

- دسته اول، اوراقی هستند که توسط شرکتهای بزرگ و معتبر منتشر می شوند. این اوراق مستقیماً و بدون نیاز به کارگزاران و معامله گران به خریداران ابزارهای مالی فروخته می شوند.
- دسته دوم که توسط شرکتهای کوچکتر اما خوشنام و معتبر منتشر می شوند از طریق معامله گران و کارگزاران به مشتریان فروخته می شوند. نرخ بهره این دسته از اوراق معمولاً بیشتر از اوراق منتشر شده توسط شرکتهای بزرگ است که علت آن ریسک بیشتر و همچنین وجود هزینه های دادوستد توسط معامله گران است.

انتشار اوراق تجاری به طور معمول توسط یک فروشنده خاص، برای مثال شعبه یک بانک تجاری، انجام می شود و بازخرید آن هم اغلب به عهده فروشنده است.

اوراق تجاری مزیت های عمده 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 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.

۳- گواهی سپرده^(۱)

گواهی سپرده جوانترین و در عین حال از مهمترین ابزارهای بازار پول به شمار می‌رود. این گواهیها از اوایل دهه ۱۹۶۰ میلادی مطرح شدند و به دلیل انعطاف‌پذیری، تنوع و بازار دست دوم سازمان یافته، به سرعت گسترش یافتند. به گونه‌ای که هم اکنون از مهمترین منابع تأمین مالی بانکهای تجاری و همچنین از اجزاء مهم پرتفوی سرمایه‌گذاران به شمار می‌روند.

گواهی سپرده، سندی است که توسط یک مؤسسه سپرده‌پذیر - عموماً بانکها - در قبال مبلغ مشخصی پول که نزد آنها سپرده شده، منتشر می‌شود. این گواهیها دارای سررسید و همچنین نرخ بهره معین هستند. وجوهی که در قالب گواهی سپرده، سرمایه‌گذاری می‌شوند باید طی دوره معین نزد بانک یا مؤسسه سپرده‌پذیر باقی بمانند. در چنین حالتی سرمایه‌گذار می‌تواند اصل و بهره پول خود را در سررسیدهای تعیین شده دریافت کند. 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.

در یک دسته‌بندی کلی، گواهیهای سپرده به دو بخش قابل انتقال^(۲) و غیرقابل انتقال^(۳) تقسیم می‌شوند. دارنده گواهی سپرده قابل معامله می‌تواند آن را قبل از تاریخ سررسید در بازار دست دوم به فروش برساند. به همین دلیل این گواهیها از نقدینگی بالایی برخوردار هستند، در حالیکه گواهیهای غیرقابل مبادله باید تا زمان سررسید نگهداری شوند. برتری گواهیهای سپرده قابل مبادله نسبت به نوع غیرقابل مبادله آن کاملاً مشهود است. زیرا دارنده آن در صورت نیاز به نقدینگی می‌تواند آن را در بازار دست دوم به فروش برساند. اما گواهیهای

1- Certificate of Deposit

2- Negotiable certificate of Deposit

3- Non - Negotiable certificate of Deposit

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 گرفته شده، سپرده خود را از مؤسسه خارج کنند. حداقل دوره سررسید گواهیهای سپرده هفت روز و حداکثر آن نامحدود است. اما در عمل بیشتر گواهیهای سپرده با سررسید کمتر از یکسال منتشر می‌شوند و در بین آنها، گواهیهای سه ماهه و شش ماهه از عمومیت بیشتری برخوردارند. گواهیهای سپرده قابل معامله براساس ارزش اسمی به دو دسته گواهیهای بزرگ و گواهیهای کوچک تقسیم می‌شوند. برای نمونه در آمریکا ارزش اسمی گواهی سپرده 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، در حالی که اغلب مشتریان گواهیهای سپرده کوچک، اشخاص هستند. همچنین نرخ بهره گواهی سپرده کوچک، کمتر از گواهی سپرده بزرگ است.

۳-۱ تاریخچه انتشار گواهیهای سپرده

نخستین گواهیهای سپرده قابل معامله در آمریکا و در سال ۱۹۶۱ منتشر شدند. به همین دلیل این گواهیها به عنوان جوانترین ابزارهای بازار پول شناخته می‌شوند. دلیل اصلی انتشار گواهیهای سپرده در این کشور افزایش نرخهای بهره پس از خاتمه جنگ جهانی دوم بود. افزایش نرخ بهره موجب شد که شرکتها، سپرده‌های دیداری خود را که بهره‌ای به آن تعلق نمی‌گرفت از بانکها خارج نمایند و تمایل بیشتری به خرید اسناد خزانه و دیگر ابزارهای بازار پول از خود نشان دهند. به طوری که سهم سپرده‌های دیداری و پول نقد به دارایی شرکتها آمریکایی از ۲۹ درصد در سال ۱۹۴۶ به ۱۶ درصد در سال ۱۹۶۰ کاهش یافت. بنابراین بانکها برای جبران زیان ناشی از کاهش سپرده‌های دیداری شرکتها و همچنین برای جذب سپرده‌های جدید از بازار پول، انتشار گواهیهای سپرده قابل معامله را در دستور کار خود قرار دادند.

فرست نشنال سیتی بانک نیویورک^(۱) (سیتی بانک) اولین مؤسسه مالی بود که دست به انتشار گواهی سپرده بزرگ قابل معامله زد و در پی آن بازار دست دوم گواهیهای مزبور نیز با همکاری مؤسسات تنزیل و گروه کوچکی از معامله‌گران اوراق بهادار ایجاد شد. بلافاصله دیگر بانکهای بزرگ نیویورک در رقابت با سیتی بانک، برای جذب منابع شرکتها، گواهیهای سپرده خود را منتشر ساختند. به طوری که ظرف یکسال از انتشار اولین گواهیها توسط سیتی بانک، حجم آن از یک میلیارد دلار فراتر رفت. بازار گواهی سپرده آمریکا تا سال ۱۹۷۰ به جز چند دوره

1- First National City Bank of New York (Citibank)

رکود، از رشد روزافزونی برخوردار بود. مهمترین دوره‌های رکود در سال ۱۹۶۶ و به شکل شدیدتر در سال ۱۹۶۹ و اوایل ۱۹۷۰ اتفاق افتاد. در این سالها به علت افزایش نرخهای بهره، حجم بازار گواهی سپرده به شدت کاهش یافت.

نمودار ۱- ارزش گواهیهای سپرده بزرگ منتشره توسط بانکهای آمریکایی

طی سالهای ۹۳-۱۹۶۱

روند رو به رشد مبادلات گواهی سپرده تا سال ۱۹۸۲ نیز ادامه یافت. اما از سال ۱۹۸۴ تا ۱۹۹۰ روند افزایشی حجم گواهیهای سپرده بزرگ موجود در بانکهای بزرگ، شدت بیشتری به خود گرفت. از سال ۱۹۹۰ به دنبال کاهش تقاضای وام بانکی که ناشی از شرایط رکودی حاکم بر اقتصاد آمریکا بود حجم گواهی سپرده منتشره بانکها نیز کاهش یافت. به طوری که حجم آن از ۲۱۵ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۱ به ۱۱۴ میلیارد دلار در اواخر سال ۱۹۹۲ رسید. براساس آمارهای موجود، حجم گواهیهای سپرده بزرگ منتشر شده توسط بانکها و مؤسسات اعتباری آمریکا در سال ۱۹۹۹ بیشتر از ۵۵۰ میلیارد دلار بود که در مقایسه با حجم ۱۰۰ میلیارد دلاری آن در سال ۱۹۸۴ نشانگر ۴۵۰ درصد رشد است.

بعد از گذشت چند سال از انتشار نخستین گواهیهای سپرده در آمریکا، اکثر کشورهای جهان استفاده از این ابزار بازار پول را، در دستور کار خود قرار دادند. برای مثال، بانکهای انگلیسی از سال ۱۹۶۸ اقدام به انتشار گواهی سپرده کردند. در حال حاضر، انواع گواهی سپرده سهم عمده‌ای از بازار پول بیشتر کشورهای جهان را به خود اختصاص می‌دهند.

۲-۳ مزایا و معایب گواهی سپرده

● مزایای گواهی سپرده برای خریداران

- الف - گواهیهای سپرده دارای نرخ بهره معین و تضمین شده برای یک دوره مشخص هستند؛
- ب - از نظر زمان سررسید بسیار متنوع هستند بنابراین انتخاب دوره سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران آسان است؛
- ج - برای سرمایه‌گذاران امکان سرمایه‌گذاری در مبالغ اندک هم وجود دارد؛
- د - پرداخت اصل و فرع آن اغلب تضمین می‌شود بنابراین ریسک عدم پرداخت آن اندک است؛
- ه - از بازار دست دوم فعال برخوردارند؛ و
- و - درجه نقدشوندگی آن بالاست.

مزایای انتشار گواهی سپرده برای بانکها و مؤسسات سپرده‌پذیر هم قابل توجه است. نخست اینکه، آنها به راحتی می‌توانند از این طریق به جذب سپردههای بزرگ اقدام کنند. دوم آنکه این منابع تا زمان سررسید نزد بانک باقی می‌مانند، پس امکان برنامه‌ریزی دقیق‌تر و استفاده کاراتر از آنها برای بانک وجود دارد.

● معایب

- الف - به دلیل ثابت‌بودن بهره این اوراق، سرمایه‌گذاران قادر نیستند از مزایای افزایش آتی نرخ بهره استفاده کنند.

۳-۳ انواع گواهی سپرده قابل معامله

به طور معمول گواهی سپرده قابل معامله براساس بازار در نظر گرفته شده 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 و به صورت ارزی منتشر می‌شوند. گواهیهای سپرده ارزی خود به دو دسته یانکی^(۱) و یورو تقسیم می‌شوند که این امر به دلیل اهمیت و جایگاه بازار آمریکا و بازار اروپا در بازار پول جهان است. گواهیهای سپرده ارزی که به قصد فروش در آمریکا منتشر می‌شوند به نام گواهیهای سپرده یانکی و گواهیهای سپرده‌ای که برای فروش در اروپا منتشر می‌شوند به گواهیهای سپرده یورو^(۲) معروفند. 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^(۳) معروف هستند.

۳-۳-۱ گواهی سپرده داخلی^(۴)

گواهی سپرده داخلی معمول‌ترین نوع گواهیهای سپرده است که توسط بانکهای داخلی یک کشور و برای فروش در همان کشور منتشر می‌شود. گواهی سپرده داخلی سندی است که نشان‌دهنده سپرده شدن مبلغ معین در یک مؤسسه سپرده‌پذیر است و مقدار سپرده، تاریخ سررسید، نرخ بهره و روش محاسبه بهره روی آن درج می‌شود. گواهیهای سپرده داخلی معمولاً بخاطر سرعت و سهولت در انجام معامله به صورت "بی‌نام"^(۵) منتشر می‌شوند. البته گواهیهای با سررسید بیشتر یک سال اغلب "بانام"^(۶) هستند. سررسید این گواهیها حداقل ۷ روز است اما بیشتر آنها سررسید ۱ تا ۱۲ ماهه دارند. هر چند که انتشار گواهیهای با سررسید ۵ ساله یا بیشتر نیز امکان‌پذیر است.

۳-۳-۲ گواهی سپرده یورو

گواهیهای سپرده یورو از انواع گواهی سپرده ارزی هستند که توسط شعب بانکهای خارجی مستقر در

1- Yankee CDs

2- Euro CDs

3- Thrift CDs

4- Domestic CDs

5- Bearer

6- Registered

کشورهای اروپایی منتشر می‌شوند. نوع دلاری این گواهیها که به نام گواهی سپرده یورو دلار^(۱) شناخته می‌شوند از معمولترین نوع گواهیهای یورو هستند. این گواهیها قابل معامله‌اند و معمولاً براساس میزان بهره در نظر گرفته شده برای اوراق، قیمت‌گذاری می‌شوند. گواهیهای یورو دلار برای نخستین بار در سال ۱۹۶۶ در لندن و توسط فرست نشنال سیتی بانک مستقر در لندن منتشر شد. علت این امر پایین‌تر بودن نرخهای بهره در انگلیس نسبت به آمریکا و تمایل بانکها برای تأمین منابع ارزانتر و همچنین عدم نیاز به اعمال ذخیره قانونی برای گواهیهای یورو دلار برخلاف گواهیهای سپرده داخلی بود.

بیشتر گواهیهای یورو دلار نرخ بهره ثابت دارند و سررسید آنها سه تا شش ماهه است. البته گواهیهای یورو دلار با نرخ بهره شناور هم منتشر می‌شوند ولی سررسید آنها معمولاً طولانی‌تر از نوع ثابت است.

نوعی دیگری از گواهیهای یورو دلار وجود دارند که به گواهیهای سپرده بخش پذیر^(۲) معروفند. این گواهیها اغلب در مبالغ بالا، بین ۱۰ تا ۳۰ میلیون دلار منتشر می‌شوند و فروش آنها نیز تابع فرآیند خاصی است. گواهیهای مزبور در مرحله نخست به معامله‌گران واگذار می‌شود و آنها نیز پس از تقسیم به قطعات کوچکتر (۱۰،۰۰۰ تا ۲۵۰،۰۰۰ دلار) آن را مورد معامله قرار می‌دهند. گفتنی است که همه گواهیهای کوچک حاصل از یک گواهی بزرگ، نرخ بهره، زمان انتشار، زمان پرداخت بهره و سررسید مشابه دارند.

شعب بزرگ بانکهای آمریکایی، ژاپنی، کانادایی، بانکهای چند ملیتی و بانکهای تسویه انگلیس^(۳) مهمترین منتشرکنندگان گواهیهای سپرده یورو دلار هستند. جدول دو حجم گواهیهای سپرده ارزی^(۴) را در بازار لندن نشان می‌دهد. بخش عمده این گواهیهای سپرده، گواهیهای یورو دلار است.

1- Euro Dollar CDs

2- Tranche

3- British Clearing banks

4- Foreign Currency CD

جدول ۲- ارزش گواهیهای سپرده ارزی در بازار لندن (میلیارد دلار، درصد)

سال	کل	بانکهای آمریکایی	بانکهای ژاپنی	بانکهای انگلیسی	بانکهای دیگر
۱۹۸۰	۴۸/۷	۲۶/۸ (۵۵/۰٪)	۸/۸ (۱۸/۱٪)	۴/۶ (۹/۴٪)	۸/۵ (۱۷/۵٪)
۱۹۸۱	۷۶/۱	۴۳/۸ (۵۷/۵٪)	۱۱/۹ (۱۵/۷٪)	۶/۶ (۸/۷٪)	۱۳/۸ (۱۸/۱٪)
۱۹۸۲	۹۲/۶	۵۰/۳ (۵۴/۴٪)	۱۹/۰ (۲۰/۵٪)	۹/۳ (۱۰/۰٪)	۱۴/۰ (۱۵/۱٪)
۱۹۸۳	۹۹/۸	۴۶/۰ (۴۶/۰٪)	۲۹/۲ (۲۹/۲٪)	۸/۶ (۸/۶٪)	۱۶/۱ (۱۶/۱٪)
۱۹۸۴	۹۴/۷	۳۴/۰ (۳۵/۹٪)	۳۳/۴ (۳۵/۳٪)	۷/۶ (۸/۱٪)	۱۹/۷ (۲۰/۸٪)
۱۹۸۵	۹۲/۱	۳۲/۱ (۳۴/۸٪)	۲۸/۹ (۳۱/۴٪)	۸/۹ (۹/۷٪)	۲۲/۲ (۲۴/۱٪)
۱۹۸۶	۱۱۴/۸	۲۷/۸ (۲۴/۲٪)	۴۵/۴ (۳۹/۶٪)	۱۲/۵ (۱۰/۹٪)	۲۹/۱ (۲۵/۳٪)
۱۹۸۷	۱۳۴/۵	۲۶/۴ (۱۹/۷٪)	۵۹/۰ (۴۳/۸٪)	۱۲/۸ (۹/۵٪)	۳۶/۳ (۲۷/۰٪)
۱۹۸۸	۱۴۰/۷	۲۳/۱ (۱۶/۴٪)	۶۷/۴ (۴۷/۹٪)	۹/۹ (۷/۰٪)	۹۰/۳ (۲۸/۶٪)
۱۹۸۹	۱۳۵/۳	۱۸/۹ (۱۳/۹٪)	۶۷/۳ (۴۹/۷٪)	۱۲/۰ (۸/۹٪)	۳۷/۱ (۲۷/۴٪)
۱۹۹۰	۱۳۶/۹	۱۳/۴ (۹/۸٪)	۵۸/۲ (۴۲/۵٪)	۱۴/۴ (۱۰/۵٪)	۵۰/۹ (۳۷/۲٪)
۱۹۹۱	۱۱۶/۳	۱۳/۰ (۱۱/۲٪)	۳۶/۸ (۳۱/۶٪)	۱۵/۵ (۱۳/۳٪)	۵۱/۰ (۴۳/۹٪)

مأخذ: Bank of England, Quarterly Bulletin, Various Issues.

اطلاعات جدول دو حاکی است که از اواخر سال ۱۹۸۲ تا ۱۹۹۱ هم حجم و هم سهم گواهیهای منتشره توسط بانکهای آمریکایی، کاهشی محسوس پیدا کرده است و بانکهای ژاپنی و دیگر بانکهای خارجی جایگزین همکاران آمریکایی خود در انتشار گواهیهای سپرده یورو دلار شده‌اند. زیرا بانکها پیوسته، هزینه‌های مؤثر افزایش منابع در داخل کشور را با افزایش سرمایه از طریق انتشار گواهی سپرده یورو دلار مقایسه می‌کنند و در صورت بالاتر بودن هزینه مؤثر انتشار گواهی سپرده یورو دلار، آنها گواهیهای سپرده داخلی را جایگزین می‌کنند.

۳-۳-۳ گواهی سپرده یانکی

گواهیهای سپرده یانکی، گواهیهای ارزی هستند که توسط شعب آمریکایی بانکهای خارجی منتشر می‌شوند. مشهورترین انتشاردهندگان این گواهیها، بانکهای بزرگ ژاپنی، کانادایی، انگلیسی و اروپای غربی هستند که در نیویورک شعبه دارند. بانکهای مذکور از منابع حاصل از فروش گواهیهای سپرده برای اعطای وام به شرکتهای

بزرگ آمریکایی استفاده می‌کنند. انتشار گواهیهای سپرده بانکی، از سال ۱۹۷۰ آغاز شد و بازده آن به دو دلیل از بازده گواهیهای سپرده داخلی بالاتر بود. نخست اینکه، بانکهای خارجی به اندازه بانکهای داخلی شناخته شده نبودند و اطمینان کامل نسبت به آنان وجود نداشت. دوم، سرمایه‌گذاران به دلیل مقررات متفاوت حسابداری و همچنین دسترسی محدود به اطلاعات این بانکها، برای ارزیابی کیفیت اعتباری آنها دارای مشکل بودند. اما با گذشت زمان، مشارکت سرمایه‌گذاران در بانکهای خارجی گسترش یافت و در نتیجه تعدادی از آنها سود گواهیهای سپرده بانکی را کاهش دادند. البته بالاتر بودن هزینه مؤثر افزایش منابع این بانکها از طریق انتشار گواهی سپرده بانکی به دلیل پرداخت سود بیشتر، تا حدودی به وسیله معافیت آنها از نگهداری ذخیره قانونی جبران می‌شود.

۳-۳-۴ گواهیهای سپرده مؤسسات اعتباری

این گواهیها تنها توسط مؤسسات بزرگ اعتباری (بانکهای پس‌انداز، اتحادیه‌های اعتباری و صندوقهای وام و پس‌انداز) منتشر می‌شوند و قابل مبادله‌اند. گواهیهای سپرده مؤسسات اعتباری نسبت به انواع دیگر از اهمیت کمتری برخوردارند. برای مثال حجم گواهیهای سپرده مؤسسات اعتباری در سال ۱۹۹۰ در بازار آمریکا کمتر از ۱۱ میلیارد دلار بود.

۳-۴ بازده گواهی سپرده

برخلاف دیگر ابزارهای معرفی شده که قیمت‌گذاری آنها برپایه نرخ تنزیل انجام می‌شد، گواهی سپرده یک ابزار بهره‌ای است. و قیمت‌گذاری آن براساس بازده انجام می‌شود. به عبارت دیگر خریداران این اوراق، علاوه بر دریافت مبلغ سرمایه‌گذاری شده در سررسید، بهره هم دریافت می‌کنند که بر حسب توافق می‌تواند در دوره‌های مشخص یا به صورت یکجا در زمان سررسید باشد. بنابراین ارزش زمان سررسید گواهی سپرده بیشتر از ارزش اسمی آن خواهد بود پس:

$$M = D (1 + i.n) \quad (7)$$

$$n = \text{عمر اوراق به صورت کسری از سال (۳۶۵ روز)}$$

$$D = \text{میزان سپرده}$$

$$i = \text{نرخ بهره گواهی سپرده}$$

$$M = \text{ارزش زمان سررسید}$$

برای مثال ارزش سررسید گواهی سپرده یک میلیون ریالی با سررسید سه ماهه و نرخ بهره سالانه ۱۵ درصد معادل ۱,۰۳۷,۵۰۰ ریال خواهد بود:

$$M = 1,000,000 \left(1 + \frac{90}{360} \times 0.15\right) = 1,037,500$$

بنابراین بازده سرمایه‌گذاری فوق برای خریدار اوراق معادل ۳۷,۵۰۰ ریال است. با استفاده از معادله (۷) می‌توان قیمت بازاری گواهی سپرده که معادل تنزیل ارزش سررسید اوراق نسبت به بازده جاری زمان باقیمانده تا سررسید است را محاسبه کرد.

$$P = \frac{M}{1 + i.n} \quad (۸)$$

$$P = \frac{1,037,500}{1 + 0.25 \times 0.15} = 1,000,000$$

ملاحظه می‌شود که قیمت گواهی سپرده در ابتدای دوره معادل ارزش اسمی آن است. حال اگر نرخ بازده ابزارهای مشابه تغییر کند، قیمت گواهی سپرده نیز تغییر خواهد کرد. برای نمونه، اگر بعد از یک ماه، نرخ بهره گواهی سپرده (i) به ۱۲ درصد کاهش یافت، قیمت بازار آن نیز کاهش خواهد یافت.

$$P = \frac{1,037,500}{1 + 0.16 \times 0.12} = 1,017,955$$

نرخ بهره، مهمترین عامل برای متقاضیان سرمایه‌گذاری در گواهی سپرده است و بسته به مدت سپرده‌گذاری و همچنین مقدار سپرده قابل تغییر است. البته نرخ بهره گواهی سپرده صرف نظر از مدت زمان سرمایه‌گذاری (۳۰ روز، ۹۰ روز و...) به صورت سالانه اعلام می‌شود. علاوه بر این، این نرخها می‌تواند ساده یا مرکب باشد. نرخ بهره ساده، نرخی بهره‌ای است که فقط به اصل سپرده تعلق می‌گیرد و به نرخ بهره جاری نیز معروف است. اما در صورت لحاظ کردن نرخ بهره مرکب،^(۱) علاوه بر اصل سپرده به سودهای تحقق یافته نیز مجدداً بهره تعلق می‌گیرد. یعنی اگر سرمایه‌گذار از دریافت بهره تحقق یافته در سررسیدهای معین

1- Annual Percentage Yield

خودداری کند، نرخ بهره خالص دریافتی او در پایان دوره سرمایه‌گذاری، بیش از نرخ بهره جاری خواهد بود - جدول ۳.

میزان سپرده نیز به عنوان یک معیار مهم جهت افتتاح گواهی سپرده تلقی می‌شود. در بعضی از بانکها و مؤسسات مالی، صرف نظر از مدت زمان سرمایه‌گذاری، برای خرید گواهی سپرده، سرمایه‌گذاران موظف به رعایت حداقل سرمایه‌گذاری هستند. برای مثال جدول ۳ و ۵. به علاوه بعضی دیگر از بانکها و مؤسسات مالی برای گواهیهای سپرده با مقادیر مختلف - با سررسید مشابه - نرخهای بهره متفاوتی در نظر می‌گیرند - جدول ۴.

جدول ۳- بازده گواهی سپرده بزرگ در FISN^(۱)

مدت	نرخ بهره جاری درصد	بازده سالانه (APY) درصد	حداقل سپرده دلار	زمان پرداخت نرخ بهره
۹۰ روز	۶/۳۰	۶/۴۹	۹۹,۰۰۰	ماهانه
۱۸۰ روز	۶/۴۰	۶/۵۹	۹۵,۰۰۰	ماهانه
۱ سال	۶/۶۰	۶/۸۲	۹۵,۰۰۰	ماهانه
۲ سال	۶/۶۵	۶/۸۶	۹۵,۰۰۰	ماهانه
۳ سال	۶/۶۸	۶/۸۵	۹۵,۰۰۰	ماهانه
۵ سال	۶/۶۳	۶/۸۴	۹۵,۰۰۰	ماهانه
۷ سال	۷/۱۱	۷/۴۷	۵۰,۰۰۰	ماهانه
۱ سال	۷/۴۳	۷/۸۲	۵۰,۰۰۰	ماهانه

مأخذ: WWW.fisn.com

جدول ۴- بازده سالانه گواهی سپرده بانک ایندی مک^(۱) (درصد)

مدت	۱۰,۰۰۰ - ۲۴,۹۹۹/۹۹ دلار	۲۵,۰۰۰ - ۴۹,۹۹۹/۹۹ دلار	۵۰,۰۰۰ دلار بیشتر
یک ماه - ۸۹ روز	۳/۶۰	۳/۷۵	۳/۹۰
سه ماه - ۱۷۹ روز	۶/۵۰	۶/۵۰	۶/۵۰
شش ماه - ۳۶۴ روز	۶/۳۰	۶/۳۰	۶/۴۰
یک سال - ۵۴۴ روز	۵/۹۵	۶/۰۵	۶/۱۵
۱۸ ماه - ۷۲۹ روز	۵/۷۰	۵/۸۰	۵/۹۰
۲ سال - ۹۰۹ روز	۵/۴۵	۵/۵۵	۵/۶۵
۳۰ ماه - ۱۰۹۴ روز	۵/۴۵	۵/۵۵	۵/۶۵
۳ سال - ۵ سال	۵/۴۵	۵/۵۵	۵/۶۵

مأخذ: WWW.Indymackbank.com

جدول ۵- بازده سالانه گواهی سپرده بانک فرست نشنال^(۲)

مدت سپرده‌گذاری	بازده سالانه (APY) درصد
۹۱ روزه	۴/۵۸
۱۸۲ روزه	۵/۵۷
۱۲ ماهه	۶/۰۹
۲۴ ماهه	۶/۲۵
۳۶ ماهه	۶/۳۵
۴۸ ماهه	۶/۷۱

مأخذ: WWW.firstnb.com

۳-۴-۱ گواهیهای سپرده با نرخ بهره متغیر^(۱)

در گواهیهای سپرده با نرخ بهره متغیر یا گواهیهای سپرده با نرخ بهره شناور زمان سررسید به دوره‌های مساوی تقسیم و برای هر دوره، نرخ بهره به صورت مستقل تعیین می‌شود، همچنین بهره تحقق یافته هر دوره در پایان همان دوره به دارنده گواهی پرداخت می‌شود.

معیارهای تعیین نرخ بهره هر دوره نیز معمولاً یا ترکیبی از نرخ بازار دست دوم گواهی سپرده، نرخ تنزیل اسناد خزانه و بهره پیشنهادی بین بانکی یا نرخ بهره پایه است. برای مثال نرخ بهره مربوط به یک گواهی سپرده با نرخ متغیر که سررسید آن به دوره‌های یک ماهه تقسیم شده است، هر ماه براساس نرخ مرکب یک ماهه بازار دست دوم گواهی سپرده تجدید محاسبه می‌شود. این گواهیها معمولاً با سررسید ۱۸ ماهه و دو ساله منتشر می‌شوند و عمدتاً به دوره‌های یک و سه ماهه تقسیم می‌شوند.

گواهیهای سپرده با نرخ بهره متغیر دارای چند ویژگی هستند:

نخست، تأمین نقدینگی و منابع مالی بانکها با دوره‌های نسبتاً بلندمدت را ممکن می‌سازند؛ دوم، برای سرمایه‌گذاران در بازار پول که هم علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری در ابزارهای بلندمدت و هم به دنبال حفظ منافع خود در برابر زیان ناشی از افزایش نرخ بهره هستند ابزار مناسبی محسوب می‌شوند. به عبارت دیگر این نوع از گواهی سپرده یکی از معایب ذکر شده گواهیهای سپرده با نرخ بهره ثابت را پوشش می‌دهند.

۳-۵ رتبه‌بندی

یکی از رویدادهای مهم در بازار گواهیهای سپرده، ظهور بازارهای طبقه‌بندی شده است. بدین ترتیب که مؤسسات منتشرکننده گواهیهای سپرده از لحاظ ریسک و بازدهی در طبقات مختلفی قرار می‌گیرند.

رتبه‌بندی گواهی سپرده توسط مؤسسات مجاز با توجه به توانایی ناشر در بازپرداخت اصل و بهره گواهی سپرده در سررسید در مقایسه با سایر ناشران صورت می‌گیرد. همچنین عوامل دیگری نظیر نقدینگی بانک ناشر، ریسک نرخ بهره، وضعیت رقابتی بانک ناشر با سایر بانکها، سودآوری، داراییها، توانایی مدیران آن، وضعیت عمومی اقتصاد نیز در محاسبه ریسک گواهی سپرده مدنظر قرار می‌گیرند.

در این حالت بانکها و مؤسسات اعتباری فاقد شرایط مالی با ثبات، مجبورند برای جذب سپرده‌های مردم گواهیهای سپرده با نرخ بهره بالاتر منتشر کنند.

1- Variable - Rate CDs (VRCDs)

استاندارد و پورز^(۱)، خدمات سرمایه‌گذاری مودیز^(۲) و داف و فلیس^(۳) از معروفترین مؤسسات رتبه‌بند گواهی سپرده در جهان به شمار می‌روند.

۳-۶ ساختار بازار گواهی سپرده قابل معامله

گواهیهای سپرده به طور معمول دارای دو بازار هستند: بازار دست اول و بازار دست دوم. بازار دست اول مکانی است که در آن گواهیهای سپرده جدید، به طور مستقیم - طی فرآیند خاصی - به سرمایه‌گذاران واگذار می‌شود. در حالی که در بازار دست دوم، سرمایه‌گذاران می‌توانند گواهیهای سپرده خریداری شده را برای کسب وجه نقد یا تعویض با گواهیهای سپرده دیگر به فروش برسانند. به طور کلی می‌توان شرکت‌کنندگان در بازار گواهیهای سپرده قابل معامله را به گروههای پنجگانه سرمایه‌گذاران، انتشاردهندگان، کارگزاران، معامله‌گران و مؤسسات سپرده‌پذیر تقسیم نمود.

● ناشران گواهی سپرده، بانکها و مؤسسات اعتباری هستند که از طرف مقامات پولی اجازه نشر گواهی سپرده را دارند.

● مؤسسات سپرده‌پذیر هم نهادهای امینی هستند که توسط مقامات پولی تعیین می‌شوند.

● وظیفه معامله‌گران، تضمین نقدشوندگی گواهیهای سپرده در بازار دست دوم است. آنان همواره این آمادگی را دارند که گواهیهای سپرده را به حساب خود، خرید یا فروش کنند. معامله‌گران همچنین یکی از مهمترین متقاضیان خرید گواهیهای جدید در بازار دست اول هستند.

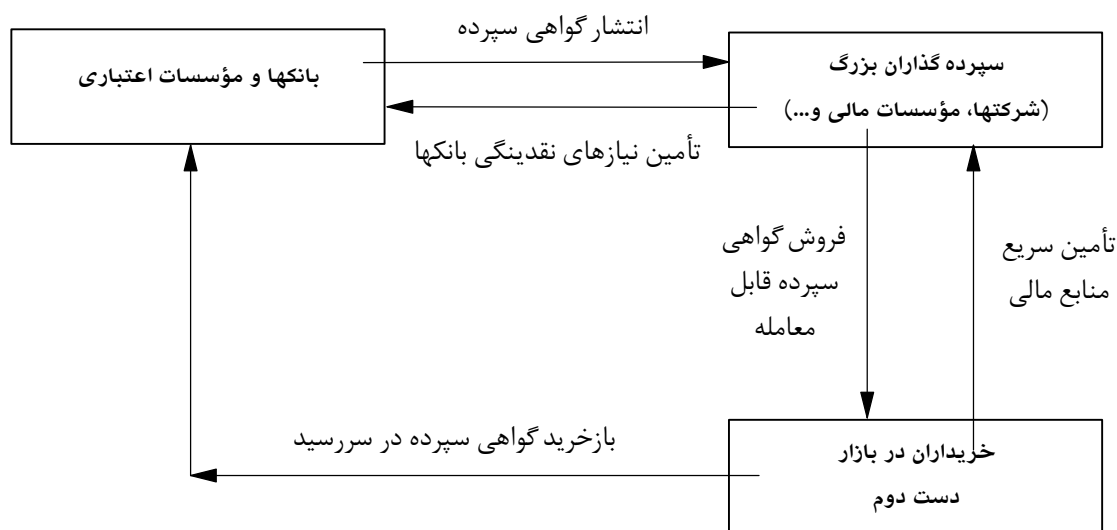
● کارگزاران آخرین گروه از شرکت‌کنندگان در بازار گواهی سپرده هستند. وظیفه کارگزاران مرتبط کردن خریداران با فروشندگان یا منتشرکنندگان گواهی سپرده است. تفاوت کارگزاران با معامله‌گران در این است که کارگزاران گواهیهای سپرده را به حساب خود خرید و فروش نمی‌کنند و همیشه به عنوان نماینده مشتریان عمل می‌کنند. همچنین رایج خدمات بانکی در بازارهای سپرده ارزی به عهده کارگزاران است.

1- Standard & Poor's Corporation

2- Moody's Investor Service, INC.

3- Duff & Phelps

نمودار ۲- سافتار بازار گواهی سپرده قابل معامله



۳-۶-۱ سازوکار بازار دست اول

بازار دست اول گواهیهای سپرده قابل معامله، از دیدگاه عرضه و تقاضا برای منابع مالی کوتاه مدت در بازار پول قابل بررسی است. در طرف عرضه، خریداران گواهی سپرده قرار دارند که این گواهیها را به عنوان یک دارایی تقریباً نقد با بازدهی متوسط در اختیار می‌گیرند. در طرف تقاضا، بانکها هستند که منابع مالی را از طریق انتشار گواهی سپرده و در رقابت با اسناد منتشر شده دولتی و مؤسسات خصوصی جذب می‌کنند. انتشار گواهی سپرده برای بانکها، مزایای خاصی به همراه دارد که از آن جمله می‌توان به توانایی جذب منابع جدید از مناطق جغرافیایی دیگر، کنترل روی جریان سپرده از طریق تغییر نرخ بهره، مدیریت بدهی و داشتن سررسید مشخص اشاره کرد. ضعف عمده گواهیهای سپرده نیز عدم توانایی احتمالی بانک در بازپرداخت گواهیهای سررسید شده است.

بانکها معمولاً به طور روزانه، نرخهای بهره مربوط به گواهیهای سپرده با سررسیدهای رایج را اعلام می‌کنند. در واقع نرخهای اعلام شده از طرف بانکها، به نرخ بازدهی سرمایه‌گذاریهای دیگر آنها بستگی دارد. بنابراین بانکهایی که مایل به گسترش منابع مالی نباشند نرخهای بهره کمتر از نرخ بهره بازار را انتخاب خواهند کرد. نکته دیگر اینکه، بانکها تا حد امکان سعی می‌کنند که گواهیهای سپرده منتشر شده را به طور مستقیم به

سرمایه‌گذاران واگذار کنند. و در گزینه دوم، بخشی از گواهی سپرده خود را در اختیار معامله‌گران قرار می‌دهند و آنها در مرحله بعد گواهیهای خریداری شده را به سرمایه‌گذاران می‌فروشند. به طور معمول گواهیهای سپرده بانکهای کوچک یا بانکهای خارجی و گواهیهایی که فروش مستقیم آن به سرمایه‌گذاران مشکل باشد - همانند گواهیهای سپرده بلندمدت و گواهیهای با نرخ بهره متغیر - در همان مرحله اول به معامله‌گران فروخته می‌شود. سازوکار دادوستد دست اول گواهی سپرده نیز به این صورت است که پس از توافق بانک و سرمایه‌گذار در خصوص نرخ بهره، سررسید و مقدار گواهی سپرده، بانک انتشار دهنده، اوراق مزبور را به بانک امین سرمایه‌گذار تحویل می‌دهد. پس از تایید بانک امین، حساب سرمایه‌گذار نزد بانک امین بدهکار می‌شود و متعاقب آن از طریق شبکه بانک مرکزی، حسابهای بانک امین و بانک منتشرکننده تسویه می‌شود. به همین ترتیب، هنگام سررسید گواهیهای سپرده نیز تسویه نهایی بین سرمایه‌گذار، بانک امین و بانک منتشرکننده از طریق شبکه مزبور انجام می‌شود. سازوکار تسویه بانکهای بزرگی که در سطوح ملی، گواهی سپرده منتشر می‌کنند هم بر این مبنا استوار است. دادوستد گواهی سپرده مؤسسات اعتباری نیز مشابه روند فوق انجام می‌شود.

سازوکار دادوستد گواهی سپرده ارزی در مقایسه با شرایط فوق، متفاوت است. برای مثال وضعیتی را در نظر بگیرید که گواهی سپرده در لندن منتشر و در نیویورک خریداری شده باشد. در این صورت، گواهی سپرده نزد بانک امین سرمایه‌گذار مستقر در لندن باقی می‌ماند و پرداخت پول در نیویورک انجام می‌شود. وجوه مورد نظر از طریق بانک نیویورکی سرمایه‌گذار یا کارگزار مستقر در نیویورک به شعبه بانک انتشار دهنده گواهی در نیویورک منتقل می‌شود. انتقال وجوه نیز طی دو روز کاری و پس از توافق طرفین در خصوص ضوابط مربوط به فروش گواهی سپرده، انجام می‌شود.

به طور معمول، پرداختهای مزبور از طریق نظام پرداخت اتاق پایاپای بین بانکی (CHIPS)^(۱) صورت می‌گیرد. گواهیهای سپرده‌ای که موعد سررسید آنها فرا رسیده باشد در مقابل دریافت گواهی در لندن از طریق بانک یا کارگزار ناشر و پرداخت وجه توسط بانک یا کارگزار سرمایه‌گذار در نیویورک تسویه می‌شود.

۳-۶-۲ سازوکار بازار دست دوم

بازار دست دوم گواهی سپرده، مکانی است که سرمایه‌گذاران می‌توانند گواهیهای خود را قبل از زمان

1- Clearing House Interbank Payment

اتاق پایاپای مزبور یک نظام پرداخت الکترونیک است که به وسیله انجمن اتاق پایاپای نیویورک راه‌اندازی شده است. پرداختهای انجام شده از طریق این نظام تا پایان روز قابل دسترسی نیست.

سررسید به منظور بدست آوردن نقدینگی یا خرید گواهیهای سپرده دیگر به فروش برسانند. همانند سایر ابزارهای بازار پول، بازار دست دوم گواهی سپرده، یک بازار خارج از بورس^(۱) است و دادوستد در آن با تلفن انجام می‌شود. واسطه‌های معامله در این بازار، قابل توجه کارگزاران و معامله‌گران هستند. معامله‌گران همواره آماده خرید، فروش سریع گواهی سپرده به حساب خود هستند و به عبارت دیگر همانند بازارساز عمل می‌کنند. از این رو، بازار دست دوم گواهی سپرده یک بازار دائم است. اما کارگزاران، خرید و فروش گواهی سپرده را به حساب مشتریان خود انجام می‌دهند و فقط نقش واسطه‌ای در انجام معاملات دارند.

سرمایه‌گذاران نیز به عنوان خریدار یا فروشنده وارد بازار دست دوم می‌شوند. همان طور که پیشتر بیان شد هدف دارندگان گواهی سپرده از شرکت در بازار دست دوم، تعویض گواهیها یا تبدیل آن به وجه نقد قبل از تاریخ سررسید است. بعضی از خریداران هم در این بازار به دنبال گواهیهای سپرده با بازده بالاتر یا سررسید کوتاه‌تر نسبت به بازار دست اول هستند.

قیمتهای عرضه^(۲) و تقاضای^(۳) گواهی سپرده توسط معامله‌گران اعلام می‌شود. این قیمتها بسته به اعتبار بانک انتشاردهنده و زمان سررسید گواهیها متفاوت است. به طور معمول در آمریکا اختلاف قیمت بین خرید و فروش گواهی سپرده از ۵ واحد بیشتر نیست.

مهمترین خصوصیات بازارهای دست دوم گواهی سپرده به قرار زیر است:

- ۱- تفاوت میان قیمت خرید و قیمت فروش معاملات عمده، در حداقل خود قرار دارد.
- ۲- دادوستد در این بازار بین معامله‌گران و مشتریان یا معامله‌گران با یکدیگر انجام می‌شود.
- ۳- دادوستد گواهی سپرده میان معامله‌گران، عموماً شامل گواهیهای مرغوبی است که سررسید باقیمانده آنها، شش ماه یا کمتر است.
- ۴- حجم دادوستد معامله‌گران با مشتریان کمتر از دادوستد میان معامله‌گران است.

معاملات در بازار دست دوم همانند بازار دست اول انجام می‌شود. بدین ترتیب که گواهی سپرده باید به صورت فیزیکی شرکت‌کنندگان در بازار یا بانکهای امین، ردوبدل شود. زمان تسویه گواهی سپرده در بازار دست دوم نیز با توجه به زمان معامله متفاوت است. برای نمونه در آمریکا معاملات صبح تا پایان همان روز تسویه می‌شود. در حالی که سایر معاملات، روز تجاری بعد تسویه می‌شوند. البته تسویه معاملات میان معامله‌گران، صرف نظر از زمان انجام، در روز تجاری بعدی و معاملات بازار دست دوم گواهیهای سپرده یورو دلار نیز دو روز

1- Over - the - Counter (OTC)

2- Ask rate

3- Bid rate

پس از انجام معامله، صورت می‌پذیرد. تسویه معاملات گواهی سپرده از طریق بانکهای تسویه و پرداختهای مربوط به گواهیهای سپرده یورو دلار از طریق اتاق پایاپای انجام می‌شود.

الف) محاسبه بازده خالص فروش گواهیهای سپرده در بازار دست دوم

بازده خالص ناشی از فروش گواهیها در بازار دست دوم سررسید گواهی محاسبه می‌شود. روش محاسبه بازده مزبور خالص گواهیهای سپرده با سررسید یکسال یا کمتر به قرار زیر است:

$$\text{بازده خالص} = D \left(1 - \frac{365 + (i \times T)}{365 + (r \times n)} \right)$$

D = ارزش اسمی گواهی سپرده

i = نرخ بهره درج شده بر روی گواهی سپرده

T = عمر زمانی گواهی سپرده از انتشار تا سررسید

r = نرخ بهره در زمان فروش گواهی

n = تعداد روزهای باقیمانده تا سررسید

مثال: بازده خالص یک گواهی سپرده یک میلیون ریالی با سررسید ۱۸۰ روز و نرخ بهره ۷/۵ درصد که بعد از ۱۲۰ روز و در نرخ بهره ۷ درصد به فروش می‌رسد معادل ۲۵۱۸۹/۶ ریال است.

$$\text{بازده خالص} = ۱,۰۰۰,۰۰۰ \left(1 - \frac{365 + (0.075 \times 180)}{365 + (0.07 \times 60)} \right) = ۲۵۱۸۹/۶$$

در مورد گواهیهای سپرده با سررسید بیشتر از یک سال نیز، محاسبه بازده خالص همانند روش فوق و با تکرار تنزیل پرداختهای متوالی بهره‌ای و قیمت زمان سررسید انجام می‌شود. برای مثال، بازده گواهی سپرده یک میلیون ریالی با سررسید پنج ساله و نرخ بهره ۸ درصد که بعد از دو سال و صد روز در نرخ بهره ۷/۵ درصد به فروش می‌رسد به روش زیر محاسبه می‌شود:

پرداختهای بهره‌ای سالانه:

سال اول	۸۰,۰۰۰	=	$(1,000,000 \times 0.08)$
سال دوم	۸۰,۰۰۰		
سال سوم	۸۰,۰۰۰		
سال چهارم	۸۰,۰۰۰		
سال پنجم	۸۰,۰۰۰		
قیمت زمان سررسید (پایان سال پنجم)		=	۱,۰۰۰,۰۰۰
بهره تحقق یافته یک سال		+	۸۰,۰۰۰
			<u>۱,۰۸۰,۰۰۰</u>
ارزش تنزیل شده برای سال پنجم در نرخ بهره ۷/۵ درصد			
	$1,080,000 / (1 + 0.075)$	=	۱,۰۰۴,۶۵۱/۲
بهره تحقق یافته چهارمین سال		+	۸۰,۰۰۰
			<u>۱,۰۸۴,۶۵۱/۲</u>
ارزش تنزیل شده برای سال چهارم در نرخ ۷/۵ درصد			
	$1,084,651.2 / (1 + 0.075)$	=	۱,۰۰۸,۹۷۷/۸
بهره تحقق یافته سال چهارم		+	۸۰,۰۰۰
			<u>۱,۰۸۸,۹۷۷/۸</u>
ارزش تنزیل برای ۲۶۵ روز از سال سوم در نرخ ۷/۵ درصد			
	$1,088,977.8 / (1 + (0.075 \times 265) / 365)$	=	۱,۰۳۲,۷۴۲/۸
ارزش اسمی		-	۱,۰۰۰,۰۰۰
بازده خالص		=	<u>۳۲,۷۴۲/۸</u>

ب) محاسبه بازده خالص فروش گواهیهای سپرده با نرخ بهره شناور

بازده گواهیهای سپرده با نرخ بهره شناور هم، از افزودن بهره تحقق یافته به حاصلضرب قیمت بازاری در ارزش اسمی به دست می‌آید.

مثال، گواهی سپرده ۵۰۰,۰۰۰ ریالی با نرخ بهره شناور و سررسید ۲ ساله، ۷۷ روز بعد از انتشار در قیمت $\frac{1}{4}$ درصد به فروش می‌رسد. اگر بهره این گواهی هر شش ماه یکبار قابل پرداخت باشد و همچنین نرخ بهره در زمان فروش ۸ درصد باشد، بازده خالص عبارت است از:

حاصل ضرب قیمت بازاری در ارزش اسمی $500,000 \times \frac{1}{4} \times 100\% = 501,250$

$$\text{روز } 77 = 500,000 \times 0.08 \times \frac{77}{365} = 8,438/4$$

$$\Rightarrow \text{بازده خالص} = (500,000 - 501,250) + 8,438/4 = 9,688/4$$

به عبارت دیگر، دارنده گواهی سپرده طی ۷۷ روز نگهداری گواهی سپرده، عایدی خالصی معادل ۹۶۸۸/۴ ریال کسب می‌کند.

۴- بررسی کاربردپذیری گواهی سپرده در ایران

براساس ماده سوم از فصل دوم قانون عملیات بانکی بودن ربا، بانکها می‌توانند از روشهای زیر برای تجهیز منابع پولی خود استفاده کنند:

الف - سپرده‌های قرض الحسنه

۱- جاری

۲- پس‌انداز

ب - سپرده‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت

به عبارت دیگر قانون‌گذار به بانکها اجازه داده است که علاوه بر سپرده‌های قرض الحسنه - که هیچ سودی به آن تعلق نمی‌گیرد - از طریق جذب سپرده‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت، منابع مالی خود را تجهیز کند. بدین ترتیب، از نظر اتکا بر منابع پس‌اندازی جامعه، تفاوتی بین بانکداری متعارف یا متداول در کشورهای دیگر و بانکداری اسلامی - بدون ربا - وجود ندارد. لکن، آنچه بانکداری اسلامی را از بانکداری متعارف متمایز می‌کند، شیوه رفتاری یا روش عمل در بانکداری اسلامی است که برخی تفاوت‌های شکلی و ماهوی با بانکداری متعارف دارد. به طور خلاصه این تفاوت‌ها در روابط حقوقی که بین بانک و مشتری ایجاد می‌شود تجلی پیدا می‌کند.

در بانکداری اسلامی، منابع پس‌اندازی به شکل سرمایه در اختیار بانک قرار می‌گیرد و بانک هم منابع جذب شده را به شکل سرمایه به مصرف بهینه در فعالیتهای مختلف اقتصادی می‌رساند و در نهایت منافع حاصل از فعالیتهای مزبور را بین خود و صاحب پس‌انداز تقسیم می‌کند. نکته اصلی در این بحث، شناخت رابطه حقوقی است که برای تجهیز منابع مالی بین بانک و صاحب منابع مالی ایجاد می‌شود. تودیع کننده سپرده قرض الحسنه

در بانکداری اسلامی، تنها طلبکار بانک محسوب می‌شود در حالی که تودیع کننده سپرده سرمایه‌گذاری، همچنان مالک منابع خود است. سپرده وی به منزله سرمایه در اختیار بانک قرار می‌گیرد.

گذشته از بحث مالکیت و روابط حقوقی، تفاوت ماهوی بین سپرده‌های سرمایه‌گذاری در بانکداری اسلامی و بانکداری متعارف وجود ندارد. یعنی، گواهی سپرده به عنوان یکی از راههای تجهیز منابع مالی و کاملاً به شکل مرسوم آن، در اختیار نظام بانکی کشور قرار دارد. در این صورت بانکها می‌توانند علاوه بر سرمایه خود از منابع پولی دیگر که به وسیله اشخاص حقیقی یا حقوقی تحت عنوان سپرده سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت یا درازمدت در اختیارشان قرار می‌گیرد در امر سرمایه‌گذاری استفاده کنند.

بررسی ترکیب نقدینگی و به طور دقیق‌تر ترکیب شبه پول نیز اتکا کامل بانکها به سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار را تایید می‌کند. این اطلاعات نشان می‌دهد که سهم سپرده‌های سرمایه‌گذاری در تجهیز منابع مالی بانکها در دوره مورد بررسی همواره بیش از پنجاه درصد بوده است. جداول ۶ و ۷ و نمودارهای ۳ و ۴ -

بدیهی است هر چه سهم سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار در تجهیز منابع بانکها افزایش یابد به همان میزان قدرت اعتباردهی و سرمایه‌گذاری و در نتیجه سودآوری بانکها افزایش می‌یابد. گواهی سپرده قابل معامله ابزار کاملاً مناسبی برای رسیدن به این هدف محسوب می‌شود. زیرا دارای دو ویژگی ممتاز است. نخست اینکه بانکها با استفاده از این ابزار، قادر به جذب سپرده‌های بزرگ می‌شوند و دوم، به دلیل ماندن سپرده‌های جذب شده تا پایان دوره نزد بانک امکان برنامه‌ریزی دقیق‌تر روی آنها وجود دارد.

به عبارت دیگر با بکارگیری گواهی سپرده قابل معامله نه تنها سهم سپرده سرمایه‌گذاری در ترکیب مالی بانکها افزایش می‌یابد که این موضوع همچنان که پیشتر بیان شد به معنای افزایش قدرت رقابتی و سودآوری بانک است بلکه در مجموع حجم سپرده‌های جذب شده بانکها را نیز افزایش خواهد داد. پس انتشار گواهی سپرده از دو سو به بانکها در جذب بیشتر سپرده‌های درازمدت کمک خواهد کرد که به نظر می‌رسد این امر هدف هر بانک یا مؤسسه مالی است.

جدول ۶- ترکیب نقدینگی طی دوره ۷۹-۱۳۷۰ (میلیارد ریال)

۱۳۷۹	۱۳۷۸	۱۳۷۷	۱۳۷۶	۱۳۷۵	۱۳۷۴	۱۳۷۳	۱۳۷۲	۱۳۷۱	۱۳۷۰	
۱۱۴,۴۲۰/۵	۸۶,۷۵۱/۰	۷۴,۷۸۴/۴	۶۳,۳۰۳/۷	۵۶,۲۷۱/۸	۴۰,۹۶۷/۳	۳۰,۴۳۱/۸	۲۲,۴۱۲/۷	۱۶,۳۶۸/۶	۱۳,۶۴۰/۸	پول
۲۵,۱۵۸/۳	۲۲,۱۱۹/۳	۱۸,۷۷۳/۱	۱۵,۳۸۰/۲	۱۳,۲۱۶/۰	۱۰,۶۷۳/۰	۸,۷۰۰/۶	۶,۸۳۲/۰	۵,۳۵۹/۳	۴,۵۷۹/۹	اسکناس و مسکوک در دست اشخاص
۸۹,۲۶۲/۲	۶۴,۶۳۱/۷	۵۶,۰۱۱/۳	۴۷,۹۲۳/۵	۴۳,۰۵۵/۸	۳۰,۲۹۴/۳	۲۱,۷۳۱/۲	۱۵,۵۸۰/۷	۱۱,۰۰۹/۳	۹,۰۶۰/۹	سپرده دیداری بخش غیردولتی
۱۳۴,۶۹۰/۲	۱۰۵,۹۳۸/۲	۸۵,۶۱۷/۱	۷۰,۹۸۲/۶	۶۰,۲۸۰/۷	۴۴,۱۰۴/۹	۳۱,۴۱۲/۱	۲۵,۷۲۲/۳	۱۹,۴۹۷/۴	۱۴,۹۸۷/۶	شبه پول
۲۲,۰۱۴/۴	۱۶,۲۹۶/۰	۱۲,۴۲۰/۰	۸,۶۹۳/۲	۶,۰۳۹/۱	۴,۶۳۱/۰	۳,۴۸۶/۷	۲,۶۷۵/۱	۲,۴۳۷/۲	۱,۸۷۳/۵	سپرده‌های قرض الحسنه
۱۰۳,۳۶۳/۶	۷۹,۵۳۲/۰	۶۲,۴۲۹/۱	۴۷,۱۰۳/۸	۳۵,۸۴۷/۱	۲۸,۴۰۳/۶	۲۲,۵۲۲/۵	۱۹,۰۶۰/۲	۱۴,۶۴۲/۵	۱۱,۷۳۵/۳	سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار
۵۰,۴۴۲/۸	۳۹,۵۶۴/۰	۳۲,۰۴۶/۰	۲۴,۲۸۹/۷	۱۹,۰۵۱/۱	۱۵,۰۳۹/۸	۱۲,۰۹۳/۷	۱۰,۳۱۴/۶	۸,۱۱۰/۹	۶,۸۰۴/۴	بلندمدت
۵۲,۹۲۰/۸	۳۹,۹۶۸/۰	۳۰,۳۸۳/۱	۲۲,۸۱۴/۱	۱۶,۷۹۶/۰	۱۳,۳۶۳/۸	۱۰,۴۲۸/۸	۸,۷۴۵/۶	۶,۵۳۱/۶	۴,۹۳۰/۹	کوتاه‌مدت
۹,۳۱۲/۲	۱۰,۱۱۰/۲	۱۰,۷۶۸/۰	۱۵,۱۸۵/۶	۱۸,۳۹۴/۵	۱۱,۰۷۰/۳	۵,۴۰۲/۹	۳,۹۸۷/۰	۲,۴۱۷/۷	۱,۳۷۸/۹	سپرده‌های متفرقه
۲۴۹,۱۱۰/۷	۱۹۲,۶۸۹/۲	۱۶۰,۴۰۱/۵	۱۳۴,۲۸۶/۳	۱۱۶,۵۵۲/۵	۸۵,۰۷۲/۲	۶۱,۸۴۳/۹	۴۸,۱۳۵/۰	۳۵,۸۶۶/۰	۲۸,۶۲۸/۴	نقدینگی

جدول ۷- سهم سپرده‌های قرض‌المسنه و سپرده‌های سرمایه‌گذاری در تجهیز منابع مالی بانکها (درصد)

۱۶/۳	۱۵/۴	۱۴/۵	۱۲/۲	۱۰/۰	۱۰/۵	۱۱/۱	۱۰/۴	۱۲/۵	۱۲/۵	سپرده‌های قرض الحسنه
۷۶/۷	۷۵/۱	۷۲/۹	۶/۴	۵۹/۵	۶۴/۴	۷۱/۷	۷۴/۱	۷۵/۱	۷۸/۳	سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار
۳۷/۵	۳۷/۳	۳۷/۴	۳۴/۲	۳۱/۶	۳۴/۱	۳۸/۵	۴۰/۱	۴۱/۶	۴۵/۴	بلندمدت
۳۹/۳	۳۷/۷	۳۵/۵	۳۲/۱	۲۷/۹	۳۰/۳	۳/۲	۴/۰	۳۳/۵	۳۲/۹	کوتاه‌مدت
۶/۹	۹/۵	۱۲/۶	۲۱/۴	۳۰/۵	۲۵/۱	۱۷/۲	۱۵/۵	۱۲/۴	۹/۲	سپرده‌های متفرقه

مأخذ: ترازنامه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، سالهای مختلف

از دید سپرده‌گذاران هم، گواهی سپرده قابل معامله یک انتخاب برتر در بین گزینه‌های مختلف سرمایه‌گذاری است. زیرا دارندگان گواهی سپرده علاوه بر دریافت بازده مناسب و تحمل ریسک اندک، می‌توانند گواهیهای خود را قبل از سررسید برای تبدیل به وجه نقد یا خرید گواهیهای جدید به فروش برسانند و این امر در نهایت تقاضای خرید گواهیهای سپرده را افزایش خواهد داد.

اما تاکنون به رغم مزیت‌های برشمرده و همچنین راهکارهای قانونی پیش‌بینی شده برای بکارگیری گواهی سپرده قابل معامله، هیچکدام از بانکهای کشور از این ابزار سودمند و فراگیر استفاده نکرده‌اند. به عبارت دیگر، در حال حاضر، بانکها به سپرده‌گذاران خود، گواهی بانامی ارایه می‌کنند که غیر قابل انتقال به غیر است و دارنده آن در صورت نیاز به وجه نقد، تنها می‌تواند با تحمل جریمه در نظر گرفته شده، سپرده خود را از بانک خارج کند. پس به طور خلاصه می‌توان گفت که به رغم عدم استفاده از گواهی سپرده قابل معامله توسط بانکها و مؤسسات اعتباری کشور، در حال حاضر سپرده‌های سرمایه‌گذاری درازمدت سهم عمده‌ای در تجهیز منابع مالی آنها بازی می‌کنند و بانکها و مؤسسات مالی کاملاً به این نوع از سپرده متکی هستند. یا به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران به این فرصت سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از گزینه‌های ممکن توجه خاصی دارند. پس طبیعی است با انتشار گواهیهای سپرده قابل معامله و با توجه به مزیت‌های برشمرده، شاهد استقبال سرمایه‌گذاران از این فرصت سرمایه‌گذاری باشیم که علاوه بر جذب بیشتر سپرده‌های درازمدت در بانکها باعث تنوع ترکیب پرتفوی سرمایه‌گذاران خواهد شد.

۴-۱ پیشینه تاریخی گواهی سپرده در ایران

بازار پول در ایران، اصولاً بازاری جوان و نوپا است. زیرا به دلیل ساختار و ماهیت بسته و متکی به کشاورزی کشور تا دهه ۱۳۵۰ نیاز به یک بازار پول سازمان یافته و کارا در کشور، احساس نمی‌شده است و عمده نیازهای پولی از روشهای سنتی و توسط تجار و صرافان تامین می‌شد. بعد از این دوره و با افزایش درآمدهای ارزی حاصل از صدور نفت، شبکه بانکی کشور به تدریج گسترش یافت و زمینه‌های ایجاد بازار پول متشکل در کشور شکل گرفت، اما به موازات آن بازار غیرمتشکل پول نیز رواج داشت و بخش قابل ملاحظه‌ای از تامین مالی تجاری توسط خود تجار و بدون مراجعه به نظام بانکی صورت می‌گرفت. بعد از پیروزی انقلاب اسلامی و بویژه پس از تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا، بازار پول غیرمتشکل اهمیت خود را از دست داد. اما شواهد نشانگر آن است که به رغم کمرنگ شدن نقش آن بازار غیرمتشکل پول همچنان به فعالیت خود ادامه می‌دهد و طبیعی است که بکارگیری ابزارهای مدرن بازار پول در این بخش از بازار اصلاً توجیهی ندارد.

بخش متشکل بازار پول که اصطلاحاً به نظام بانکی و سایر تشکلهای رسمی مرتبط به آن اطلاق می‌شود هم به دلیل عدم گسترش مناسب و فضای غیررقابتی، چندان در بکارگیری ابزارهای مالی بازار پول موفق نبوده است به طوری که بسیاری از ابزارهای مرسوم بازارهای پولی جهان، در کشور ناشناخته است. که از آن جمله می‌توان به گواهی سپرده قابل معامله اشاره کرد.

دستورالعمل اجرایی انتشار گواهی سپرده قابل معامله برای نخستین بار در تاریخ ۱۳۷۸/۱۱/۳ در شورای پول و اعتبار به تصویب رسید در این دستورالعمل به بانکها و مؤسسات اعتباری اجازه داده شد در ازای وجوه سپرده شده گواهی سپرده‌ای منتشر کنند که در بازار دست دوم قابل واگذاری به غیر است. هر چند که پس از گذشت حدود سه سال از آن تاریخ، هنوز هیچکدام از بانکها و مؤسسات مالی کشور به انتشار گواهی سپرده قابل معامله اقدام نکرده‌اند.

البته از ابتدای فروردین ۱۳۷۹ اوراق بهاداری به نام گواهی سپرده ارزی منتشر و در بورس اوراق بهادار تهران مورد دادوستد قرار گرفته است که به رغم تشابه اسمی هیچ ارتباطی با شکل متعارف گواهی سپرده ارزی ندارد و هدف از انتشار آن اجرای سیاستهای کنترل تجارت خارجی و کنترل ارزی توسط بانک مرکزی بوده است.

۴-۲ انواع گواهی سپرده موجود براساس دستورالعمل شورای پول و اعتبار

در حال حاضر امکان استفاده از دو نوع گواهی سپرده عام و خاص برای نظام بانکی کشور وجود دارد. گواهی سپرده براساس مشخص بودن یا نبودن محل هزینه به دو دسته خاص و عام تقسیم می‌شود. براساس دستورالعمل شورای پول و اعتبار، گواهی سپرده عام، گواهی است که توسط بانکها یا مؤسسات اعتباری در ازای سپرده مدت‌دار ویژه سرمایه‌گذاری و با سررسید مشخص صادر می‌شود. در این نوع از گواهیها، محل سرمایه‌گذاری وجوه مشخص نشده است و بانک از طرف سرمایه‌گذار وکالت می‌یابد که وجوه سپرده شده را در طرحهای اقتصادی سودآور سرمایه‌گذاری کند و پس از اتمام طرح، منافع حاصله را با سرمایه‌گذار تقسیم نماید. گواهیهای مزبور می‌توانند به صورت بانام یا بی‌نام منتشر شوند و قابل انتقال به غیر هستند. البته در صورت انتقال به دیگران، رابطه وکالت بین بانک یا مؤسسه اعتباری و خریداران بعدی اوراق، همچنان باقی خواهد ماند. مدت و سود علی‌الحساب این سپرده‌ها - متناسب با سایر سپرده‌ها - توسط کمیسیون اعتباری بانک مرکزی تعیین می‌شود. همچنین تعیین سود و پرداخت اصل سپرده در صورت انصراف سرمایه‌گذار به عهده کمیسیون فوق است.

اما سپرده مدت‌دار ویژه سرمایه‌گذاری خاص با درخواست متقاضی ایجاد سپرده و به منظور تجهیز منابع،

برای تأمین مالی طرحهای مشخص جدید و سودآور و همچنین توسعه و تکمیل طرحهای سودآور موجود با سررسید مشخص افتتاح می‌شود. متقاضی ایجاد سپرده، شخص حقوقی است که برای تأمین منابع مالی مورد نیاز طرحهای مشخص خود، از بانک یا مؤسسه اعتباری تقاضای ایجاد سپرده مدت‌دار ویژه سرمایه‌گذاری می‌کند. این گواهیها همانند گواهیهای سپرده عام می‌توانند به صورت بانام یا بی‌نام منتشر شوند. همچنین قابل انتقال به غیر هستند و در این حالت رابطه وکالت بین بانک و خریداران بعدی ادامه خواهد یافت.

سود علی‌الحساب این سپرده‌ها براساس پیش‌بینی سودآوری طرح و توسط متقاضی ایجاد سپرده تعیین می‌شود و باید به تایید بانک عامل برسد. همچنین متقاضی ایجاد سپرده موظف است اصل و پرداخت سود متعلقه را در مقاطع مقرر تعهد کند و وثایق لازم برای تضمین پرداختهای فوق را در اختیار بانک یا مؤسسه اعتباری قرار دهد.

پس به طور خلاصه می‌توان گفت که تفاوت گواهیهای سپرده عام و خاص در این است که، گواهیهای عام توسط خود بانک و برای سرمایه‌گذاری در طرحهای سودآوری که به لزوم از قبل تعیین نشده‌اند، منتشر می‌شوند. در حالی که گواهیهای سپرده خاص توسط بانک عامل، براساس تقاضای اشخاص حقوقی و برای تأمین مالی طرحهای مشخص، صادر می‌شوند. به عبارت دیگر در این فرآیند، نقش بانک، تنها عاملیت در جمع‌آوری سپرده‌ها و انتقال آن به متقاضی ایجاد سپرده و همچنین پیگیری انجام کامل تعهدات متقاضی ایجاد سپرده در برابر سپرده‌گذاران است. علاوه بر این، بانک عامل به عنوان وکیل سپرده‌گذاران، موظف است به طور مستمر بر مصرف وجوه و صورتهای مالی و عملکرد اجرایی طرح نظارت کند. تفاوتها و شباهتهای گواهیهای سپرده عام و خاص به تفصیل در جدول ۸ نشان داده شده است.

جدول ۸- ویژگیهای گواهی سپرده سرمایه‌گذاری مدت‌دار عام و خاص

ردیف	موضوع	(عام)	(خاص)
۱	سپرده مدت‌دار ویژه سرمایه‌گذاری	نزد بانکها و مؤسسات اعتباری با سررسید مشخص افتتاح می‌شود.	نزد بانکها و مؤسسات اعتباری به منظور تجهیز منابع برای تأمین مالی طرحهای مشخص جدید سودآور تولیدی ساختمانی و خدماتی و توسعه و تکمیل طرحهای سودآور موجود با سررسید مشخص افتتاح می‌شود.
۲	گواهی سپرده مدت‌دار ویژه	بانکها و مؤسسات اعتباری در ازای افتتاح سپرده مدت‌دار ویژه سرمایه‌گذاری عام صادر می‌کنند.	بانکها و مؤسسات اعتباری در ازای افتتاح سپرده مدت‌دار ویژه سرمایه‌گذار خاص صادر می‌کنند.
۳	بانام و بی‌نام بودن اوراق	بانام یا بی‌نام است.	بانام یا بی‌نام است.
۴	قابلیت انتقال	قابل نقل و انتقال بدون جریمه است.	قابل نقل و انتقال بدون جریمه است.
۵	معامله	تا قبل از پذیرش در سازمان بورس اوراق بهادار، در بانکها و مؤسسات اعتباری قابل انتقال است.	تا قبل از پذیرش در سازمان بورس اوراق بهادار، در بانکها و مؤسسات اعتباری قابل انتقال است.
۶	پرداخت سود	به صورت علی‌الحساب پرداخت می‌شود.	سود می‌تواند به طور یکجا در مقطع پایان مشارکت و یا به صورت علی‌الحساب طی دوران مشارکت پرداخت شود.
۷	میزان سود سپرده‌گذاران	براساس تصویب کمیسیون اعتباری بانک مرکزی ج.ا.ا. متناسب با سایر سپرده‌ها تعیین می‌شود.	براساس پیش‌بینی سودآوری طرح و با تایید بانک عامل تعیین می‌شود. در صورت پرداخت سود علی‌الحساب، حداکثر آن باید به تصویب بانک مرکزی ج.ا.ا. برسد.
۸	امکان استرداد وجه	با توجه به شرایط قرارداد امکان‌پذیر است. در صورتی که گواهی سپرده مسترد شود، تعیین سود و پرداخت اصل سپرده با توجه به مصوبه کمیسیون اعتباری بانک مرکزی ج.ا.ا. پرداخت خواهد شد.	با توجه به شرایط قرارداد امکان‌پذیر است. در صورتی که گواهی سپرده مسترد شود، تعیین سود و پرداخت اصل سپرده با توجه به مصوبه کمیسیون اعتباری بانک مرکزی ج.ا.ا. پرداخت خواهد شد.

ردیف	موضوع	(عام)	(خاص)
۹	گزارش توجیه فنی - اقتصادی و مالی طرح موضوع سپرده	—	باید به تایید بانک یا مؤسسه اعتباری افتتاح کننده حساب سپرده مذکور برسد.
۱۰	سهم سود سپرده‌گذاران	برپایه شرایط قرارداد تعیین می‌شود.	با توجه به مبلغ و مدت وجوه آن نسبت به کل منابع طرح تعیین می‌شود.
۱۱	تضمین اصل و سود گواهی سپرده	با توجه به شرایط قرارداد، تضمین امکان پذیر است.	در هر صورت، تضمین می‌شود.
۱۲	مجوز بانک مرکزی برای انتشار	نیاز ندارد.	نیاز دارد.
۱۳	تعیین نسبت سپرده قانونی	با کمیسیون اعتباری است.	حداقل اشاره شده در بند ۳ ماده ۱۴ قانون پولی و بانکی مصوب ۱۳۵۱.

بدیهی است که ماهیت گواهی سپرده خاص، دقیقاً شبیه اوراق مشارکت است و بنابراین این اوراق نمی‌توانند نقشی در تامین مالی نیاز بانکها به وجوه نقد ایفا کنند. در حالی که اصلی ترین هدف انتشار گواهیهای مزبور از طرف بانکها و مؤسسات مالی، تامین منابع مورد نیاز آنها است. به عبارت دیگر گواهیهای سپرده خاص معرفی شده در دستورالعمل شورای پول و اعتبار کارکردهای دیگری غیر از وظایف مرسوم گواهیهای سپرده دارند و بیشتر به اوراق مشارکت نزدیک هستند. بنابراین این گواهیها نمی‌توانند به عنوان یک ابزار بازار پول و با کارکردهای متعارف مورد استفاده قرار گیرند.

اما نوع عام این گواهیها به عنوان یکی از راههای تامین منابع مالی و کاملاً به شکل مرسوم آن در اختیار نظام بانکی و مؤسسات مالی کشور قرار دارد و می‌تواند به طور گسترده مورد استفاده قرار گیرد.

۴-۳ سازوکار انتشار گواهی سپرده قابل معامله

با توجه به دستورالعمل شورای پول و اعتبار، بانکها و مؤسسات اعتباری در ازای افتتاح حساب سپرده مدت‌دار ویژه سرمایه‌گذاری (عام) مجاز به صدور گواهی سپرده سرمایه‌گذاری هستند و شرط خاص دیگر در این دستورالعمل گنجانیده نشده است. به عبارت دیگر شرایط فعلی گشایش حساب سپرده سرمایه‌گذاری مدت‌دار همچنان به قدرت خود باقی است. اما سپرده‌گذاران در قبال سرمایه‌گذاری خود گواهی دریافت خواهند کرد که

براساس ماده سه دستورالعمل مزبور، قابل انتقال به غیر است و دارنده آن در صورت نیاز به وجه نقد، می تواند گواهی سپرده خود را در بازار دست دوم بدون تحمل جریمه به دیگری واگذار کند. البته در این حالت رابطه وکالت بین بانک یا مؤسسه اعتباری به خریداران بعدی منتقل می شود. براساس ماده پنج این دستورالعمل تعیین مدت و سود علی الحساب گواهیهای سپرده به عهده کمیسیون اعتباری بانک مرکزی است که این امر به لزوم از ایجاد انگیزه رقابت بین بانکها خواهد کاست. هر چند بانکها مجازند بسته به سیاستهای اتخاذ شده یا نیاز مالی خود، از گواهیهایی با سررسیدهای مختلف استفاده کنند. همچنین بازپرداخت اصل و فرع این گواهیها توسط بانک ناشر تضمین می شود.

پس به طور خلاصه می توان گفت که سازوکار انتشار گواهی سپرده قابل معامله همانند شرایط فعلی افتتاح حسابهای سرمایه گذاری مدت دار است با این تفاوت که گواهیهای صادر شده از طرف بانک در بازار دست دوم قابلیت واگذاری به غیر را دارند. البته پیشنهاد می شود بانک مرکزی برای ایجاد هماهنگی در نحوه انتشار و شکل فیزیکی گواهیها آیین نامه های جداگانه ای تهیه کند.

۴-۴ سازوکار دادوستد گواهی سپرده

طبق ماده سوم دستورالعمل اجرایی گواهی سپرده مدت دار ویژه سرمایه گذاری (عام)، سپرده گذاران می توانند گواهیهای سپرده خود را بدون فسخ عقد وکالت و تحمل جریمه در سازمان بورس اوراق بهادار، بانکها یا مؤسسات اعتباری به دیگران واگذار کنند. همچنین ماده چهارم این آیین نامه پیش بینی کرده است که تا پذیرش قانونی این اوراق در سازمان بورس اوراق بهادار، بانکها و مؤسسات اعتباری، مجاز به قبول سفارش از طرف متقاضی حقیقی یا حقوقی برای خرید گواهی سپرده - اعم از اینکه خود ناشر آن باشند یا نباشند - هستند.

همچنان که در بخش سوم توضیح داده شد به طور معمول بازار دست دوم گواهیهای سپرده، از بازارهای خارج از بورس یا غیرمتشکل است و دادوستد در آنها توسط عده ای کارگزار و معامله گر انجام می شود که در سطح شهر پراکنده اند و از طریق تلفن یا رایانه با یکدیگر در ارتباط هستند و این گواهیها را به حساب خود یا مشتریان خود، خرید و فروش می کنند. همچنین در اکثر کشورها این گواهیها همانند وجه نقد در معاملات عمده مانند خرید خانه یا اتومبیل مورد استفاده قرار می گیرند.

بنابراین کاربرد بورس اوراق بهادار به عنوان نماد بازار سرمایه برای دادوستد ابزارهای بازار پول منطقی به نظر نمی رسد و در هیچکدام از بورسهای عمده دنیا نیز ابزارهای بازار پول مورد دادوستد قرار نمی گیرند. پس پیشنهاد می شود وظیفه ایجاد بازار دست دوم گواهیهای سپرده به نظام بانکی کشور به عنوان بخش متشکل بازار پول

محول شود. بانکها در مرحله نخست می‌توانند از طریق اختصاص باجه‌های خاص در شعبه‌های تعیین شده مبادرت به خرید و فروش گواهی سپرده کنند و در مرحله بعد با اعطا مجوز به تعدادی کارگزار یا معامله‌گر، حوزه فعالیت بازار را افزایش دهند به گونه‌ای که با ایجاد یک بازار یکپارچه، امکان دادوستد گواهیهای سپرده کلیه بانکها و مؤسسات مالی در آن فراهم شود.

باید اشاره شود که در صورت تشکیل بازار مزبور، دیگر بانکها و مؤسسات مالی دخالتی در بازار دست دوم خرید و فروش گواهیهای سپرده نخواهند داشت و فعالیت آنها در بازار دست اول خلاصه خواهد شد. بدیهی است تدوین سازوکار اجرایی و همچنین مقررات مربوط به بازار دست دوم گواهیهای سپرده، نیازمند یک مطالعه دقیق و گسترده با شرکت کارشناسان بخش پولی و حقوقی است و گزارش اخیر می‌تواند به عنوان بستری مناسب برای شروع کار کارشناسی در این زمینه به کار گرفته شود.

۵- سخن آخر

امروزه گواهی سپرده قابل معامله به عنوان یکی از مهمترین ابزارهای مالی بازار پول، راهی مطمئن و کم هزینه برای تأمین مالی بانکهای تجاری و مؤسسات مالی به شمار می‌رود و به دلیل تنوع و انعطاف پذیری لازم به شدت مورد استقبال قرار گرفته است به گونه‌ای که حجم عمده‌ای از مبادلات بازار پول در اکثر کشورهای دنیا مربوط به این اوراق بهادار است. این اوراق همچنین به دلیل ریسک اندک و بازده نسبتاً بالا، در میان سرمایه‌گذاران نیز پرطرفدارند و نقش مهمی در تنوع ترکیب پرتفوی آنها بازی می‌کنند.

اما به رغم سابقه تقریباً چهل ساله این گواهیها در بازارهای پولی دنیا تاکنون نظام بانکی کشور از این ابزار سودمند بهره نگرفته است و حتی پس از گذشت حدود سه سال از دستورالعمل شورای پول و اعتبار، مطالعه جامعی نیز در این زمینه انجام نشده است. گزارش حاضر بر آن بوده است ضمن معرفی گواهی سپرده و کارکردهای آن، کاربردپذیری این ابزار مهم بازار پول را در ایران بررسی کند. بررسیهای انجام شده نشان می‌دهد که امکان استفاده از گواهی سپرده به شکل مرسوم آن برای نظام بانکی کشور وجود دارد و نوع عام معرفی شده در دستورالعمل شورای پول و اعتبار گزینه مناسبی در این خصوص محسوب می‌شود.

همچنین بیان شد که در نظر گرفتن بورس اوراق بهادار تهران به عنوان بازار دست دوم گواهیهای سپرده منطقی نیست و نهاد مزبور باید با مشارکت بانکها، مؤسسات مالی و کارگزاران مجاز ایجاد شود که خود متضمن مطالعه‌ای عمیق و گسترده با شرکت کارشناسان پولی و حقوقی است.