



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی

خلاصه مدیریتی

سرمایه گذاری بازادتی‌سنجی موقت دولت

خزانه داری کل کشور

مرکز امور خزانه و مدیریت نقدینگی

گروه مدیریت عرضه وجوه نقد

شهریور ماه ۱۴۰۵

کد گزارش: P۵۵۱۰۱۴۰۵۰۶۰۱



چگونه چارچوبی برای سرمایه‌گذاری مازادهای نقدی موقت دولت تدوین کنیم

مدیریت کارآمد وجوه نقد به دولت اجازه می‌دهد تا علاوه بر ایفای به موقع تعهدات، از مانده‌های نقدی را کد بازده کسب کرده و هزینه نگهداری نقدینگی را کاهش دهد. این فرآیند شامل تفکیک مازادهای نقدی از ساختاری، اولویت‌بندی امنیت بر بازده، و استقرار ساختار حکمرانی برای کنترل ریسک‌های اعتباری و عملیاتی است.

بخش اول: شناسایی مازاد و تدوین سیاست

سلسله‌مراتب اولویت‌ها: ایمنی، نقدشوندگی، بازده



تمایز میان مازاد موقت و ساختاری

مازاد موقت پدیده‌ای درون‌سال با افق کوتاه مدت است، در حالی که مازاد ساختاری فراتر از نیازهای مدیریت نقدینگی است.



تدوین «بیانیه سیاست سرمایه‌گذاری»
این سند باید اهداف، ابزارهای مجاز، سقف ریسک و مسئولیت‌های تصمیم‌گیری را به وضوح مشخص کند.

بخش دوم: ابزارهای اجرایی و مدیریت ریسک

استقرار ساختار حاکمیتی (کمیته نقدینگی)



ایجاد کمیته هماهنگی
نقدینگی (CCC)



تفکیک وظایف واحدهای اجرایی، میانی و پشتیبان برای کنترل ریسک عملیاتی.



قراردادهای بازخرید معکوس (Reverse Repo)

به دلیل امنیت بالا و انعطاف در سررسید، ابزار ترجیحی هستند.



کنترل ریسک اعتباری و طرف مقابل

سرمایه‌گذاری باید به بانک‌های باکیفیت محدود شده و سقف مواجهه برای هر بانک به طور دقیق تعیین شود.



انتخاب ابزارهای برتر ریبو و سپرده‌های وثیقه‌دار

ابزار سرمایه‌گذاری متناسب با بانک‌های تجاری با کیفیت و منعطف تعیین شود.

مقایسه ریسک و ویژگی‌های ابزارهای اصلی بازار پول

مدیریت ریسک اصلی	ریسک اعتباری	ابزار سرمایه‌گذاری
ارزش‌گذاری روزانه وثیقه و قرارداد GMRA	پایین	قرارداد بازخرید (Repo)
اخذ وثیقه و رتبه‌بندی اعتباری بانک‌ها	متوسط تا بالا	سپرده‌های مدت‌دار
پرداخت نرخ بهره متناسب با بازار	صفر	سپرده نزد بانک مرکزی

این گزارش بر ضرورت ایجاد و استقرار چارچوب‌های منسجم در سطوح سیاست‌گذاری، فرآیند اجرایی و ساختار نهادی به منظور شناسایی، هدایت و حاکمیت بر سرمایه‌گذاری مازادهای نقدی تأکید دارد. هدف اصلی آن در این رویکرد اجرای روان و به موقع بودجه و نیز پرداخت تعهدات مالی دستگاه‌های اجرایی می‌باشد. در راستای این هدف راهبردی، کسب بازدهی معقول از مانده‌های نقدی موجود در چارچوب رویکرد محتاطانه و با در نظر گرفتن ملاحظات ریسک، به عنوان هدف ثانویه دنبال می‌شود. شایان ذکر است که ناهماهنگی زمانی بین وصول درآمدها و زمان بروز مخارج، نیاز به استقراض کوتاه‌مدت یا سرمایه‌گذاری موقت مازادها را ایجاد می‌نماید و در برخی دولت‌ها، به نگهداری حجم بالای ذخایر نقدی بدون بازده یا اعمال سهمیه‌بندی در پرداخت‌ها منجر می‌شود، که هر دو از کارایی و اثر بخشی لازم برخوردار نبوده و هزینه‌های قابل توجهی را به نظام مالی تحمیل می‌نماید.

در راستای تدوین چارچوب‌های کارآمد مدیریت مالی و با هدف بهینه‌سازی بهره‌وری منابع در اختیار این گزارش با رویکردی کاربردی برای اقتصادهای نوظهور و همچنین کشورهای با درآمد متوسط و پایین طراحی و تدوین شده است. در این گزارش تأکید اساسی بر توسعه و تقویت ظرفیت‌های پیش‌بینی جریان‌های نقدی به عنوان پیش‌نیاز هر گونه برنامه‌ریزی مالی موثر، به ویژه برای کشورهایی که با کمبود نقدینگی مواجه هستند، می‌باشد. براساس این رویکرد، مازاد وجوه نقد شناسایی شده در نظام مالی براساس افق زمانی و ماهیت به دو دسته مجزا تفکیک شده که هر یک مستلزم راهبرد مدیریتی مختص به خود است:

۱) مازاد وجوه نقد موقت (درون‌سالی با افق کوتاه مدت)، که ناشی از نوسانات فصلی یا زمانی در وصول درآمدها و پرداخت هزینه‌ها است.

۲) مازاد وجوه نقد ساختاری (فراتر از نیازهای درون‌سالانه)، با ماهیت پایدار و بلندمدت که فراتر از نیازهای درون سالانه بوده و مستلزم راهبرد مدیریتی متفاوتی است.

حداقل مانده نقدی مورد نیاز در حساب واحد خزانه معمولاً به صورت وجوه نقد نزد بانک مرکزی نگهداری می‌شود و "صندوق ذخیره نقدی" به عنوان گزینه میانی برای مدیریت مازاد وجوهی در نظر گرفته می‌شود که انتظار می‌رود در میان مدت مصرف شود، به ویژه در شرایطی که بازارهای پول از عمق کافی برخوردار نیستند.

خزانه‌داری‌ها موظفند مازاد وجوه نقد خود را در ابزارهای کوتاه‌مدت ایمن و با نقدشوندگی در بازار پول سرمایه‌گذاری نمایند. در این راستا، ایمنی و نقد شوندگی به عنوان الویت‌های مطلق تلقی گردیده و بازدهی در الویت بعدی قرار دارد. سرمایه‌گذاری‌ها عموماً به واحد پول داخلی و با سررسید کوتاه مدت (اغلب کمتر از ۳۰ روز) انجام می‌شود و انتخاب ابزارها براساس اولویت‌های تعیین شده انجام می‌شود.

ابزارهای ترجیحی سرمایه‌گذاری به شرح ذیل است:

۱) قراردادهای بازخرید (Repo) و بازخرید معکوس (Reverse Repo).

۲) سپرده‌های مدت‌دار نزد بانک‌های تجاری با اخذ وثیقه.

۳) سپرده‌گذاری نزد بانک مرکزی، که در شرایط خاص توصیه می‌شود و مستلزم پرداخت بهره (یا هزینه‌های مرتبط با بهره) خواهد بود.

تجارب بحران مالی جهانی و همه‌گیری کووید-۱۹ به وضوح نشان داد که نقدشوندگی بازارها می‌تواند در بازه زمانی بسیار کوتاه مدت به شدت کاهش یابد؛ از این رو، مدیران وجوه نقد مکلفاند کانال‌های اطلاعاتی بازار خود را اعم از ارتباط با بانک مرکزی، نهادهای نظارتی و فعالان بازار بصورت مستمر پایش، به‌روز رسانی و تقویت نمایند. در راستای سرمایه‌گذاری بهینه وجوه مازاد نقد، ضروریست ریسک‌های ذیل به طور نظام‌مند تحلیل و ارزیابی شوند:

۱) ریسک نقدشوندگی؛

۲) ریسک اعتباری (یا ریسک نکول)؛

۳) ریسک بازار؛

۴) ریسک عملیاتی؛

۵) ریسک تسویه.

مدیریت ریسک نقد شونده‌گی به ویژه در دوره‌های عدم قطعیت شدید از جایگاهی راهبردی و حیاتی برخوردار است. این نوع ریسک‌پذیری نیازمند رویکردی نظام‌مند و پیش‌گیرانه است تا در نوسانات بازار، خللی در توان تأمین مالی ایجاد نکند. سنجش ریسک اعتباری، از ترکیب رتبه‌بندی‌های بیرونی، ارزیابی‌های داخلی و یا استفاده از ارزیابی بانک مرکزی بهره‌مند است. تنوع‌بخشی طرف‌های مقابل و اخذ وثیقه با کیفیت بالا (همراه با ارزش‌گذاری روزانه و بیش‌تضمین) از الزامات اساسی محسوب می‌شود.

ارزیابی مستمر و هماهنگی موثر، نقشی کلیدی در مدیریت فعال نقدینگی ایفاء می‌کند. سیاست‌های سرمایه‌گذاری می‌باید به تأیید وزیر یا کمیته مربوط برسد و مشتمل بر اهداف مشخص (با الویت‌بندی امنیت، نقدشوندگی، بازده)، حدود اختیارات، دامنه‌ی ابزارهای مجاز، سیاست‌های ریسک (شامل محدودیت‌های مواجهه و تنوع‌بخشی)، فرآیند حسابرسی و بازنگری باشد. همچنین هم‌افزایی و هماهنگی نزدیک با مدیریت بدهی نشان می‌دهد که اغلب کشورهای عضو OECD دفتر مدیریت بدهی و مدیریت نقدینگی را بصورت یکپارچه سازماندهی نموده‌اند تا انسجام سیاست‌ها و پاسخ‌گویی در شرایط بحران میسر گردد.

به منظور مدیریت یکپارچه و بهینه نقدینگی، کمیته هماهنگی نقدینگی متشکل از نمایندگان خزانه‌داری، بودجه، مدیریت بدهی، بانک مرکزی و سازمان امور مالیاتی تشکیل می‌شود. کلیه فرآیندهای مربوط به سرمایه‌گذاری و استقراض می‌باید با تصمیم‌گیری این کمیته و در چارچوب یک دفتر اجرایی واحد متمرکز انجام شود. این امر از ارسال سیگنال‌های متضاد و ناهماهنگ به بازار جلوگیری می‌کند. هم‌چنین تعامل با بانک مرکزی از طریق انعقاد یادداشت تفاهم صورت می‌پذیرد تا هماهنگی لازم در توسعه بازار پول، زمان‌بندی عملیات و تبادل اطلاعات محقق گردد. در سطح ساختار داخلی، تفکیک وضوح میان واحدهای اجرایی (شامل معامله، میانی، سیاست‌گذاری

و ریسک) الزامی است. واحد پشتیبان (تسویه و وثیقه) موظف است با بهره‌گیری از شاخص‌های کلیدی عملکرد (ثبات مانده‌های نقدی، هزینه نگهداری نقدینگی و بازده خالص) به پایش مستمر عملکرد بپردازد. این ساختار، تضمین کننده انجام بهینه سرمایه‌گذاری‌ها و مدیریت کارآمد نقدینگی خواهد بود.

نتیجه‌گیری نهایی

مدیریت بهینه وجوه مازاد نقدی موقت، امروزه به عنوان یک از مولفه‌های اساسی و ذاتی نظام مالی مدرن است. که با چارچوب دقیق مدیریت ریسک، صرفه‌جویی موثر در هزینه‌های تامین مالی و تقویت سیاست‌های پولی و مالی را به همراه دارد.

بحران‌های مالی جهانی و همه‌گیری کووید-۱۹ به روشنی اهمیت راهبردی ریسک نقدشوندگی و ضرورت تدوین طرح‌های جامع را آشکار ساخته است. در این میان مدیریت فعال نقدینگی، نقش کلیدی در توسعه و تعمق بازار پول داخلی ایفاء می‌کند، چرا که استفاده هدفمند نظیر قراردادهای بازخرید اوراق دولتی (ریپو) جذابیت معاملات را افزایش داده و نقد شوندگی پایدار بازار را عمیق‌تر می‌سازد.

در راستای توسعه ظرفیت‌های نهادی خزانه‌داری گام‌های عملیاتی زیر به عنوان الگوی پیشنهادی ارائه می‌شود؛ گام اول، تعیین سطح ذخیره نقدی متناسب با نیازها و شرایط اقتصادی کشور.

گام دوم، مطالعه و بررسی گزینه‌های سرمایه‌گذاری با تاکید بر ابزارهای کم ریسک نظیر ریپو و سپرده‌های با وثیقه.

گام سوم، شفاف سازی داخلی نقش‌ها، مسئولیت‌ها، فرآیندها توافق و زمان‌بندی اجرایی سرمایه‌گذاری.

گام چهارم، تعامل و هماهنگی با بانک مرکزی در راستای انطباق با سیاست کلان پولی.

گام پنجم، تهیه سند مشورتی برای فعالان بازار به منظور یکسان سازی رویه‌ها.

گام ششم، تدوین و تنظیم اسناد حقوقی و قراردادی معتبر و شفاف.

گام هفتم، اجرای معاملات آزمایشی جهت ارزیابی عملیاتی فرآیندها و شناسایی نقاط بهبود.

در مجموع، استقرار چارچوبی منجسم و نظام‌مند برای سرمایه‌گذاری وجوه مازاد موقت، ضمن کاهش هزینه‌های نگهداری نقدینگی به تقویت انضباط مالی، ارتقای کارایی عملیاتی دولت و افزایش تاب‌آوری نهادهای مالی در برابر شوک‌های درونی و برونی منجر می‌شود.