



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی

سرمایه‌گذاری بازار نقدینگی موقت دولت

خزانه داری کل کشور

مرکز امور خزانه و مدیریت نقدینگی

گروه مدیریت عرضه وجوه نقد

شهریور ماه ۱۴۰۵



شناسه گزارش	
عنوان	سرمایه گذاری مازاد نقدینگی موقت دولت
منتشر کننده	مرکز امور خزانه و مدیریت نقدینگی - خزانه داری کل کشور
تدوین و ترجمه	گروه مدیریت عرضه وجوه نقد
طبقه بندی گزارش	عادی
تاریخ انتشار	شهریورماه ۱۴۰۵
کد گزارش	P۵۵۱۰۱۴۰۵۰۶۰۱
نشانی	تهران، میدان امام خمینی، خیابان صور اسرافیل، ساختمان مرکزی وزارت امور اقتصادی و دارایی، کد پستی ۱۱۱۴۹۴۳۶۶۱
مطالب مندرج در این گزارش، نظر رسمی وزارت امور اقتصادی و دارایی (خزانه داری کل کشور) محسوب نمی شود.	
این گزارش ترجمه ای از متن ذیل است: International Monetary Fund. ۲۰۲۰. " How to develop a framework for the investment of temporary government cash surpluses?" Includes Cash management / Government policy / Budget surpluses. Washington, DC: International Monetary Fund, December ۲۰۲۰.	

چگونه چارچوبی برای سرمایه‌گذاری مازادهای نقدی موقت دولت تدوین کنیم

مدیریت کارآمد و جوه 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 موقت از ساختاری، اولویت‌بندی امنیت بر بازده، و استقرار ساختار حکمرانی برای کنترل ریسک‌های اعتباری و عملیاتی است.

بخش اول: شناسایی مازاد و تدوین سیاست

- بازده**
نه حداکثرسازی سود
- نقدشوندگی**
دسترسی سریع به وجه نقد
- ایمنی**
هدف اصلی باید حفظ اصل سرمایه باشد



تمایز میان مازاد موقت و ساختاری

مازاد موقت پدیده‌ای درون‌سالی 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



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 با کیفیت محدود شده و سقف مواجهه برای هر بانک به طور دقیق تعیین شود.



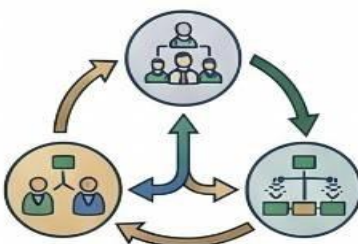
انتخاب ابزارهای برتر ریپو و سپرده‌های وثیقه‌دار

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

استقرار ساختار حاکمیتی (کمیته نقدینگی)



ایجاد کمیته هماهنگی نقدینگی (CCC)



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

مقایسه ریسک و ویژگی‌های ابزارهای اصلی بازار پول

مدیریت ریسک اصلی	ریسک اعتباری	ابزار سرمایه‌گذاری
ارزش‌گذاری روزانه و 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

فهرست مطالب

مقدمه.....	۶
بخش اول: شناسایی مازاد وجوه نقد	۷
۱-۱- تمایز بین مازادهای موقت و مازاد ساختاری.....	۷
۱-۲- ایجاد ذخیره نقدی.....	۸
۱-۳- صندوق ذخیره نقدی.....	۸
بخش دوم: گزینه های سرمایه گذاری	۹
۲-۱- ارزش سرمایه گذاری.....	۹
۲-۲- ریسک های سرمایه گذاری.....	۱۰
۲-۳- ابزارهای سرمایه گذاری.....	۱۳
۲-۴- سایر ابزارهای کمتر استفاده شده.....	۱۷
بخش سوم: الزامات نهادی، حکمرانی و هماهنگی برای مدیریت فعال نقدینگی	۲۰
۳-۱- بیانیه سیاست سرمایه گذاری.....	۲۰
۳-۲- هماهنگی با مدیریت بدهی.....	۲۱
۳-۳- تصمیم گیری.....	۲۲
۳-۴- تعامل با بانک مرکزی.....	۲۲
۳-۵- سازمان داخلی.....	۲۳
۳-۶- سایر الزامات عملیاتی.....	۲۳
۳-۷- پایش عملکرد.....	۲۴
نتیجه گیری	۲۵
کام های پیشنهادی برای توسعه ظرفیت خزانه داری	۲۵
ضمیمه الف- سنجش عملکرد مدیریت نقدی، تجربه های منتخب کشورها	۲۵
ضمیمه ب- سرمایه گذاری وجوه مازاد در برخی از کشورها	۲۸
منابع	۳۰

فهرست کادرها

- کادر ۱- صندوق ذخیره نقدی در بریتانیا..... ۱۰
- کادر ۲- ریسک‌هایی که هنگام سرمایه‌گذاری مازاد وجوه نقد باید تحلیل شوند..... ۱۱
- کادر ۳- سرمایه‌گذاری مازاد وجوه نقد توسط خزانه‌داری فدرال در فدراسیون روسیه..... ۱۵
- کادر ۴- برنامه‌های مالیات و وام دهی در ایالات متحده و آفریقای جنوبی..... ۱۶
- کادر ۵- کلمبیا، پرداخت بهره به سپرده‌ها نزد بانک مرکزی..... ۱۸

فهرست جداول

- جدول ۱- ابزارهای بازار پول؛ ریسک‌ها و مدیریت آن‌ها..... ۱۹

مدیریت کارآمد و جوه نقد با هدف ارتقای کارایی عملیاتی دولت و تسهیل ارائه بهتر خدمات عمومی، از طریق تضمین وجود نقدینگی کافی برای ایفای تعهدات پرداختی در سررسید، طراحی می‌شود. با این حال، نگهداری نقدینگی هزینه‌بر است. دولت‌ها می‌توانند با مدیریت پیش‌دستانه مانده جوه نقد در سطحی مناسب و سرمایه‌گذاری محتاطانه مازاد نقدینگی، هزینه نگهداری نقدینگی را کاهش دهند. این گزارش، چارچوب‌های سیاستی و فرایندهایی را بررسی می‌کند که دولت‌ها باید برای شناسایی، هدایت و حاکمیت سرمایه‌گذاری مازاد منابع نقدی خود مستقر کنند.

مقدمه

هدف اصلی مدیریت جوه نقد آن است که دولت بتواند بودجه خود را به صورت روان و به موقع اجراء کند و تعهداتش را در زمان سررسید بپردازد. با این حال این کارکرد باید با ملاحظات کارایی هزینه‌ای، مهار ریسک و پشتیبانی از سایر سیاست‌های مالی انجام شود. از این رو، دولت‌ها اغلب یک هدف ثانویه نیز برای مدیریت جوه نقد در نظر می‌گیرند. کسب بازده از مانده‌های نقدی در چارچوب حدود ریسک محتاطانه^۱ احتیاط به‌ویژه در دوره‌های عدم قطعیت تشدید شده مانند همه‌گیری بیماری کرونا اهمیت حیاتی دارد؛ اما حتی در شرایط عادی نیز باید هم در شناسایی مازاد نقدی و هم در نحوه سرمایه‌گذاری آن لحاظ شود.

نیاز به مدیریت جوه نقد ناشی از عدم تطابق زمانی درآمدها و مخارج در طول سال است. مدیران جوه نقد برای جبران کسری‌ها به استقراض کوتاه‌مدت و برای به‌کارگیری مازادهای موقت به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های کوتاه‌مدت متوسل می‌شوند. در نبود برنامه‌ریزی و مدیریت مناسب جوه نقد، دولت‌ها غالباً یا ذخایر نقدی بالایی نگه می‌دارند یا به سهمیه‌بندی پرداخت‌ها روی می‌آورند؛ هر دو رویکرد ناکارآمد و پرهزینه‌اند. صرفه‌جویی هزینه از برنامه‌ریزی کارآمد جوه نقد و حداقل‌سازی مانده‌های نقدی راکد بدون بازده چه در وزارت امور اقتصادی و دارایی و چه در سایر دستگاه‌ها حاصل می‌شود^۲. اگر نوسان مانده نقدی کاهش یابد، دولت می‌تواند با میانگین ذخیره نقدی پایین‌تر فعالیت کند و هزینه‌ها را کاهش دهد^۳.

دولت‌ها باید ترتیبات نهادی مناسبی برای شناسایی مازادها، انجام سرمایه‌گذاری‌ها، مدیریت ریسک‌های مرتبط و پایش عملکرد برقرار کنند. در واکنش به همه‌گیری بیماری کرونا ممکن است با نیازهای استقراضی بسیار بالاتر و غیرقابل پیش‌بینی، نوسان نرخ بهره و نگرانی درباره نقدشوندگی بازار و انتشار بدهی مواجه شوند. عدم قطعیت‌های کلان اقتصادی به معنای نوسان بیشتر جریان‌های نقدی

^۱ برای مثال، شیلی هدف مدیریت نقدینگی خود را به این صورت تعریف می‌کند: تسهیل اجرای بودجه، به‌گونه‌ای که همواره نقدینگی کافی برای ایفای تعهدات بودجه‌ای وجود داشته باشد؛ و با رعایت اولویت فوق، اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری به منظور بیشینه‌سازی بازده در چارچوب محدودیت‌های تعیین شده ریسک بازار، ریسک اعتباری و ریسک عملیاتی (دولت شیلی، ۲۰۱۲؛ ترجمه غیررسمی).

^۲ در این گزارش، ارجاع به وزارت امور مالی (MOF) شامل وظایف خزانه‌داری نیز می‌شود، حتی اگر در برخی کشورها اداره یا سازمان خزانه‌داری جداگانه‌ای وجود داشته باشد. به همین ترتیب، استفاده از اصطلاح «خزانه‌داری» (treasury) «به وظایف عمومی و کلی اشاره دارد، بدون توجه به ساختار سازمانی خاص. دفتر مدیریت بدهی (DMO) ممکن است بخشی از وزارت امور مالی باشد یا به صورت مستقل تشکیل شده باشد. دفتر مدیریت بدهی ممکن است وظایف مدیریت نقدینگی را نیز بر عهده گیرد، هرچند این وظایف اغلب با وزارت امور مالی ملی (یا فدرال) یا خزانه‌داری به اشتراک گذاشته می‌شود.

^۳ کاهش نوسانات همچنین به سیاست پولی نیز سود می‌رساند. تصویر معکوس جریان‌های ورودی و خروجی از حساب واحد خزانه (TSA) همان جریان‌های ورودی و خروجی به بخش بانکی است؛ کاهش نوسان در جریان‌های نقدی دولت به معنای کاهش نوسان در نقدینگی بخش بانکی است با فرض ثابت بودن سایر شرایط و در نتیجه فشار کمتری بر عملیات سیاست پولی برای کنترل نقدینگی وارد می‌شود. این ادعا به‌وضوح نیازمند مدیریت نقدینگی شایسته و کارآمد توسط خزانه‌داری است. به‌طور کلی‌تر، عملیات مدیریت نقدینگی باید به گونه‌ای انجام شود که با الزامات عملیاتی سیاست پولی بانک مرکزی تعارض نداشته باشد (به بحث در این گزارش درباره هماهنگی با بانک مرکزی مراجعه شود).

دولت است. بودجه‌های دولتی هم از نظر اندازه کل و هم ترکیب دستخوش تغییرات قابل توجه شده و با تداوم شرایط، احتمال بازنگری‌های بیشتر وجود دارد. کاهش و نوسان درآمدها و فشارهای ناگهانی هزینه‌ای، پیش‌بینی جریان وجوه نقد را دشوار و مدیریت مانده‌های نقدی را چالش برانگیز می‌کند. در چنین فضایی، مدیریت سرمایه‌گذاری‌های نقدی اهمیتی دو چندان می‌یابد.

این گزارش به عنوان بخشی جدایی‌ناپذیر از مدیریت نوین وجوه نقد، به نحوه شناسایی و سرمایه‌گذاری مازاد وجوه نقد دولت می‌پردازد؛ همچنین گزینه‌ها، الزامات و چالش‌های مدیریت دارایی‌های نقدی و مسائل اصلی نهادی، حاکمیتی، مدیریت ریسک و هماهنگی را بررسی می‌کند.^۴ موضوع مرتبط اما دشوار تعیین حداقل ذخیره نقدی لازم برای پشتیبانی از عملیات روزمره در یک یادداشت راهنمای مکمل بررسی شده است.^۵

این گزارش برای کشورهایی تدوین شده که قصد توسعه چارچوب‌های سرمایه‌گذاری وجوه نقد و ترتیبات نهادی خود را دارند و به‌ویژه برای اقتصادهای نوظهور و کشورهای با درآمد متوسط و پایین مفید است؛ مشروط بر آنکه وظیفه خزانه‌داری به‌خوبی مدیریت شود، کنترل معقولی بر منابع نقدی وجود داشته باشد و توان پیش‌بینی جریان‌های نقدی آینده فراهم باشد. کشورهای مرزی یا کشورهایی که با کمبود مزمن جریان نقدی مواجه‌اند و ناچار به سهمیه‌بندی پرداخت‌ها هستند، پیش از گذار به مدیریت فعال‌تر مانده‌های نقدی و سرمایه‌گذاری، باید توانمندی‌های قابل‌اتکای پیش‌بینی وجوه نقد را توسعه داده و نوسان جریان نقدی را مهار کنند. در این حالت، گزینه‌های سرمایه‌گذاری آنان نزد بانک مرکزی یا بانک‌های تجاری محدود خواهد بود؛ با این حال، استقرار فرایندهایی برای مدیریت ریسک‌های مرتبط همچنان برایشان سودمند است.

بخش اول: شناسایی مازاد وجوه نقد

۱-۱- تمایز میان مازادهای موقت و مازادهای ساختاری

مازاد وجوه نقد را می‌توان به صورت مازاد نقد، نسبت به نیازهای پرداخت روزمره تعریف کرد (همچنین بحث «ذخیره نقدی» در بخش بعد). اولاً مازاد ساختاری؛ یعنی فراتر از نیازهای مدیریت وجوه نقد، دوماً مازاد موقت یا درون‌سال؛ یعنی پدیده‌ای درون‌سالی با افق زمانی کوتاه است. در شرایط عدم قطعیت جریان‌های درون‌سال، تمایز میان مازاد ساختاری و مازاد موقت همواره ساده نیست. پایداری یک شاخص مفید است، اگر جریان‌های نقدی برای دوره‌ای به‌اندازه کافی طولانی مثلاً چند ماه بیش از انتظار باشند و مدیران وجوه نقد بتوانند به‌طور مستمر ذخیره نقدی را حفظ کرده و وجوه را برای بیش از سه تا شش ماه سرمایه‌گذاری کنند، این وضعیت احتمالاً بازتاب شوک دائمی است. اگر شوک گذرا باشد، مانده نقدی به سطوح پایین‌تر بازمی‌گردد. تحلیل عوامل زمینه‌ای ایجادکننده مازاد، به اعتبارسنجی این تمایز کمک می‌کند.

^۴ در این گزارش، «مدیریت نقدینگی» به دارایی‌های دولتی اشاره دارد که کاملاً نقدشونده هستند و می‌توانند فوراً به عنوان وسیله مبادله استفاده شوند. در این زمینه، برای حمایت از سرمایه‌گذاری. این گزارش به تفصیل به سایر ستون‌ها یا اهداف سیاست مدیریت نقدینگی مدرن نمی‌پردازد (برای بیان کامل‌تر، به عنوان مثال به ویلیامز (۲۰۱۰) مراجعه شود). همان‌گونه که فاینیویم و پاتانایاک (۲۰۱۰) اشاره کرده‌اند، اولین الزام، توسعه حساب واحد خزانه (TSA) است؛ یعنی تجمیع تمام موجودی‌های نقدی دولت در یک حساب واحد، یا مجموعه‌ای از حساب‌های مرتبط، که معمولاً در بانک مرکزی نگهداری می‌شود. مدیران نقدینگی مدرن، با پشتیبانی از پیش‌بینی‌های جریان نقدی، سپس به دنبال هموارسازی جریان نقدی هفتگی یا روزانه از طریق استقراض فعال‌تر در بازار پول و همچنین وام‌دهی مازادهای نقدی موقتی به بازار هستند که این امر به آن‌ها امکان کسب بازده را می‌دهد.

^۵ بالیک، هورجان و کوچ (۲۰۲۰) مراجعه شود.

هرچند مازاد موقت در ابزارهای کوتاه مدت سرمایه گذاری می شود، وجوه نقد با مازاد ساختاری باید جداگانه شناسایی و مدیریت شود. با توجه به شیب صعودی معمول منحنی بازده، نگهداری نقد یا شبه نقد به عنوان سرمایه گذاری بلندمدت به ندرت مقرون به صرفه است. استفاده بهینه تر از مازاد چه برای کاهش بدهی و چه برای سرمایه گذاری در سایر دارایی ها امکان پذیر خواهد بود.^۶

گزینه های مختلفی برای مدیریت مازاد ساختاری وجود دارد و می توان آن را در قالب صندوق پس انداز بلندمدت یا صندوق تثبیت (که انتظار می رود با چرخش چرخه اقتصادی کاهش یابد) سرمایه گذاری کرد. یا می توان آن را به صورت صندوق ذخیره نقدی یا شبه نقد نگه داشت یعنی فراتر از ذخیره نقدی عملیاتی، اما در دسترس هنگام شوک های شدید، مانند خروجی های غیرمنتظره بزرگ یا اختلال یا تعطیلی طولانی بازار. اهداف، ترتیبات حاکمیتی و تخصیص دارایی این صندوق ها و تعاملات میان آن ها باید به روشنی مشخص شود.^۷

۲-۱- ایجاد ذخیره نقدی

نخستین گام در شناسایی مازاد، تعیین ذخیره نقدی مورد نیاز است. حداقل سطح مانده های نقدی که معمولاً در حساب واحد خزانه TSA نگهداری می شود تا در هر زمان و تحت هر شرایطی پاسخگوی نیازهای پرداخت روزمره باشد.^۸ این ذخیره احتیاطی معمولاً به صورت نقد نزد بانک مرکزی نگهداری می شود که امن ترین و نقدشونده ترین طرف مقابل است^۹ و در هر حال باید عمدتاً در دسترس باشد. افشای یا عدم افشای سطح ذخیره نقدی به بازار یک انتخاب سیاستی است. ذخیره نقدی کافی احتمالاً از نگاه سرمایه گذاران و مؤسسات رتبه بندی نشانه احتیاط و اعتبار سیاست گذار تلقی می شود. استدلال مقابل آن است که انتشار ترکیب دقیق می تواند عملیات بازار خزانه را تضعیف کند و نگرانی هایی درباره آسیب به اعتبار در صورت عدم تحقق هدف اعلام شده ایجاد شود. با این حال، حتی اگر ذخیره به طور رسمی منتشر نشود، بازار می تواند مانده واقعی نقدی را از ترازنامه منتشر شده بانک مرکزی برآورد کند.

۳-۱- صندوق ذخیره نقدی

برای وجوهی که فراتر از ذخیره نقدی انتخاب شده ایجاد می شود اما به نوسانات روزانه یا ریسک اختلال کوتاه مدت بازار مربوط نیست، گزینه های متفاوتی وجود دارد. این وجوه می تواند برای باز خرید بدهی در صورت صرفه اقتصادی، بهبود ویژگی های پرتفوی

^۶ از نظر آماری، «شوک دائمی» شوکی است که اثرات آن بر مقادیر فعلی یک متغیر هرگز به طور مطلق از بین نمی رود. در این مورد، در طول دوره بودجه ای. در اصل، بودجه های بعدی می توانند برای واقعیت جدید تنظیم شوند. «شوک گذرا» شوکی است که اثرات آن به تدریج از بین می رود. برای مثال، مازاد نقدی دائمی ممکن است ناشی از پذیرش فناوری جدید تولید کشاورزی باشد که حمایت درآمدی از کشاورزان را کاهش می دهد؛ مازاد نقدی گذرا ممکن است ناشی از افزایش کوتاه مدت قیمت ها باشد.

^۷ بحث اساسی در مورد استفاده از مازاد نقدی ساختاری خارج از حوزه این گزارش است. بسته به شرایط خاص هر کشور، صندوق های تثبیت و صندوق های ثروت ملی می توانند اهداف متنوعی داشته باشند (برای مثال، پوشش همزمان مدیریت نقدینگی و مدیریت ثروت)، احکام سرمایه گذاری متفاوت، و ساختارهای نهادی گوناگون. برای بحث دقیق تر در مورد برخی از این مسائل، به (۲۰۱۲) IMF مراجعه شود.

^۸ بالیک، هورجان و کوچ (۲۰۲۰) راهنمایی دقیق تری در مورد تعیین اندازه ذخیره احتیاطی نقدینگی (cash buffer) ارائه می دهند. آن ها همچنین مثال هایی از رویه های کشورهای مختلف را ذکر می کنند.

^۹ ممکن است بتوان بخشی از ذخیره احتیاطی نقدینگی را در دارایی های با سررسید کمی طولانی تر (برای مثال، سپرده های مدت دار یا قرارداد باز خرید) سرمایه گذاری کرد، به شرطی که این سرمایه گذاری شامل تخصیص برای دوره طولانی استرس مالی باشد. با این حال، چنین وضعیتی ممکن است مبنایی برای ایجاد یک صندوق ذخیره نقدی جداگانه باشد. در هر صورت، سیاست سرمایه گذاری سپر باید محتاطانه و محافظه کارانه باشد.

بدهی یا مواجهه با دغدغه‌های پایداری بدهی به کار رود^{۱۰}. مازادهای بزرگ‌تر یا مستمر معمولاً به ذخیره ساختاری نقدی یا صندوق تثبیت منتقل می‌شوند. مسئولیت مدیران وجوه نقد باید به سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت هموارسازی جریان نقدی محدود بماند؛ این سرمایه‌گذاری‌ها به‌ندرت افق بیش از سه تا شش ماه دارند. مدیریت مازاد ساختاری تابع معیارها، افراد و چارچوب حاکمیتی متفاوتی است.

صندوق‌های ذخیره نقدی گزینه‌ای میانی، میان ذخیره نقدی عملیاتی و صندوق‌های بلندمدت به شمار می‌آیند. این صندوق‌ها به‌ویژه در شرایطی توجیه‌پذیرند که انتظار می‌رود مازاد ساختاری در افق میان‌مدت مصرف شود، یا زمانی که بازار پول از عمق کافی و پایدار برخوردار نیست و یا هنگامی که دولت به یک ذخیره احتیاطی در برابر سناریوهای پرریسک آینده مانند فروپاشی نظام بانکی یا شوک‌هایی از جنس همه‌گیری‌ها نیاز دارد^{۱۱}. این وجوه باید در دارایی‌های نسبتاً کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاری شوند. مگر آنکه دلایل مدیریت نقدینگی یا ریسک اعتباری ایجاب کند (مثلاً سپرده‌های مدت‌دار نزد بانک مرکزی). طیفی از دارایی‌های بازار پول در دسترس است (نمونه بریتانیا در کادر ۱). در این صورت اگر مدیریت وجوه نقد به هر دلیلی با مشکل مواجه شود حتی با وجود ذخیره نقدی، این صندوق‌ها منبع ذخیره نقدشوندگی خواهند بود.

بخش دوم: گزینه‌های سرمایه‌گذاری

در مدیریت روزمره وجوه نقد، گزینه‌های سرمایه‌گذاری محدودتر است. با این حال باید تأکید کرد که سرمایه‌گذاری مازاد وجوه نقد صرفاً فعالیتی الحاقی نیست؛ بلکه جزء ذاتی مدیریت نوین وجوه نقد است. مدیران وجوه نقد در اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه باید این کارکرد را در مسئولیت‌های عادی خود نهادینه کنند.

۱-۲- ارزش سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری‌های ذاتی مدیریت وجوه نقد معمولاً به واحد پول داخلی انجام می‌شود،^{۱۲} کیفیت اعتباری و نقدشوندگی در اولویت مطلق است و هیچ ریسکی متوجه اصل سرمایه نباید باشد. ذخایر نقدی باید در اشکال بسیار نقدشونده نگه‌داری شوند، برای مثال سپرده‌های مدت‌داری که امکان برداشت با جریمه دارند. سررسید سرمایه‌گذاری‌ها باید با الگوی جریان نقدی هم‌راستا باشد. تحقق هدف مانده روزانه معمولاً مستلزم عملیات شبانه و نیز سرمایه‌گذاری‌های بلندتر است؛ مثلاً برای ایجاد حاشیه نقدی در برابر افزایش پرداخت‌های پایان سال یا سررسید آتی اوراق بدهی. استفاده از هدف میانگین متحرک همان‌گونه که پیش‌تر در استرالیا به کار

^{۱۰} برخی کشورها نیز انتخاب کرده‌اند یا طبق قانون ملزم هستند از صندوق‌های بازپرداخت (sinking funds) استفاده کنند؛ یعنی مازادهای نقدی که برای بازپرداخت‌های آتی نگهداری می‌شوند. این صندوق‌ها می‌توانند به سرمایه‌گذاران اطمینان دهند که کشور صادرکننده منابع لازم برای بازپرداخت اوراق را خواهد داشت؛ همچنین ممکن است مدیریت جریان نقدی را ساده‌تر کنند و ریسک باز تأمین مالی را کاهش دهند، زیرا دولت دیگر با خروج نقدی بزرگ در یک روز واحد مواجه نخواهد بود. با این حال، صندوق‌های بازپرداخت اغلب هزینه‌ای به همراه دارند. از آنجا که بازده دارایی‌ها کمتر از هزینه بدهی اضافی برای تأمین مالی آن‌هاست، این صندوق‌ها اگر محدودیت‌هایی در استفاده از آن‌ها وجود داشته باشد (به جز بازپرداخت اوراق مشخص‌شده)، کمک چندانی به مدیران نقدینگی نخواهند کرد.

^{۱۱} نسبتاً غیرمعمول است که مدیران خزانه‌داری یا بدهی وظیفه مدیریت مازادهای ساختاری یا صندوق‌های ثروت ملی را بر عهده بگیرند. ایرلند استثناء است، هرچند چارچوب حاکمیتی آن جدا از چارچوب مربوط به بدهی است.

^{۱۲} چند استثناء وجود دارد؛ برای مثال، مجارستان و فدراسیون روسیه بین موجودی‌های ارز داخلی و خارجی جابه‌جا می‌شوند یا از سوآپ‌های ارزی به عنوان بخشی از ابزارهای مدیریت نقدینگی خود استفاده می‌کنند.

می‌رفت یا دامنه هدف برای کشورهایی که تنها می‌توانند با مداخلات کم‌تناوب «تنظیم خشن» انجام دهند، ممکن است با سررسیدهای کمی بلندتر اجرا شود^{۱۳}.

کادرا. صندوق ذخیره نقدی در بریتانیا

دفتر مدیریت بدهی بریتانیا (UK Debt Management Office (DMO) مانده هدف نقدی کوچکی نزد بانک مرکزی نگه می‌دارد که صرفاً به عنوان حاشیه امن در برابر پرداخت‌های غیرمنتظره پس از بسته‌شدن بازارهای عمده پول عمل می‌کند. با توجه به توسعه‌یافتگی بازارهای پول و به‌روزرسانی منظم پیش‌بینی جریان نقدی، این نهاد بدون ذخیره نقدی قابل توجه نیز می‌تواند وجوه نقد را مدیریت کند.

با این حال، در گذشته DMO صندوق ذخیره نقدی را نیز مدیریت کرده است. در سال ۲۰۰۰ عواید فروش مجوزهای طیف رادیویی نسل سوم (۳G) حدود ۲۰ میلیارد پوند بیش از رقم پیش‌بینی شده در بودجه دولت بود. در شرایط موضع مالی قوی و با هدف حفظ تداوم انتشار ناخالص در بازار اوراق دولتی، دولت تصمیم گرفت بخش عمده این عواید اضافی را در دارایی‌های مالی نگه‌داری کند تا طی سه سال بعد به تدریج مصرف شود. دفتر مدیریت بدهی بریتانیا این دارایی‌ها را در بازار پول و در مجموعه‌ای از اوراق عمدتاً قراردادهای بازخريد و نیز گواهی‌های سپرده و اوراق تجاری مدیریت کرد. نرخ بازار پول سه‌ماهه به عنوان معیار عملکرد تعیین شد. عملکرد صندوق به طور جداگانه از عملیات عادی مدیریت وجوه نقد پایش و حسابداری می‌شد. با این حال، سازوکارهای ایمنی داخلی برقرار بود تا مدیران وجوه نقد در صورت نیاز بتوانند با فاصله نهادی به صندوق دسترسی داشته باشند.

۲-۲- ریسک‌های سرمایه‌گذاری

دولت‌ها هنگام بررسی گزینه‌های سرمایه‌گذاری باید ریسک‌های مرتبط را شناسایی و مدیریت کنند (کادر ۲). در عمل، ریسک اعتباری و ریسک نقدشوندگی برای مدیران وجوه نقد اهمیت اصلی را دارند. ریسک بازار به‌ویژه ریسک نرخ بهره نیز حائز اهمیت است، اما اگر سررسید اغلب سرمایه‌گذاری‌ها کمتر از یک ماه باشد، اهمیت آن کاهش می‌یابد. با این حال، نوسان نرخ بهره اقتضاء می‌کند که سررسیدها کوتاه‌تر انتخاب شوند^{۱۴}. سرمایه‌گذاری‌های خزانه‌داری همچنین با ریسک‌های حقوقی و عملیاتی همراه‌اند. تحمل ریسک دولت و نیز مبادله ریسک بازده عناصر کلیدی در تعیین ابزارهایی هستند که بیشترین انطباق را با این اهداف دارند. به‌طور کلی، خزانه‌داری هنگام سرمایه‌گذاری وجوه نقد باید به ترتیب ایمنی، نقدشوندگی و سپس بازده را در اولویت قرار دهد. از این منظر ابزار ایده‌آل بازار پول، ابزاری است که نوسان ارزشی اندکی داشته باشد، ریسک نکول پایینی را متحمل شود و بتوان آن را در هر زمان بدون زیان معنادار به اصل سرمایه به وجه نقد تبدیل کرد.

^{۱۳} تنظیم تقریبی به صدور اسناد خزانه یا سایر ابزارهای استقراض کوتاه‌مدت طبق الگویی اشاره دارد که عمده‌طراحی شده تا حداقل تا حدی تأثیر تغییرات در موجودی خزانه در بانک مرکزی و در نتیجه بر بخش بانکی ناشی از جریان‌های نقدی خالص ورودی و خروجی دولت را خنثی کند. «تنظیم دقیق (fine tuning)» به کارگیری سیاست‌های فعال‌تر است که از طیف وسیع‌تری از ابزارها استفاده می‌کند تا نوسانات جریان نقدی دولت را به‌طور کامل‌تر هموار سازد.

^{۱۴} اگر ذخیره وجه نقد احتیاطی قابل توجه باشد، باید در تحلیل مدیریت دارایی-بدهی (asset-liability management - ALM) زیربنای استراتژی مدیریت بدهی گنجانده شود به بالیک، هورجان و کوچ (۲۰۲۰) مراجعه شود.

ذخیره نقدی، در صورتی که به درستی برآورد شده و در دارایی‌هایی با نقدشوندگی بسیار بالا نگهداری شود، نقش یک پوشش مؤثر در برابر ریسک نقدشوندگی را ایفاء می‌کند. در اصل، تمام وجوه مازاد بر سطح ذخیره نقدی باید برای سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت در دسترس باشد. با این حال، ساختار سررسید این سرمایه‌گذاری‌ها باید بازتاب‌دهنده عدم قطعیت‌های باقی‌مانده در پیش‌بینی جریان‌های نقدی یا دسترسی به منابع تأمین مالی باشد. به عنوان یک اقدام حفاظتی تکمیلی، می‌توان از ابزارهای سرمایه‌گذاری قابل‌فراخوان استفاده کرد؛ نظیر سپرده‌های مدت‌داری که امکان فسخ به درخواست سپرده‌گذار را دارند، هرچند معمولاً با تحمل جریمه نرخ بهره همراه‌اند.

مدیریت ریسک نقدشوندگی به‌ویژه در دوره‌های عدم قطعیت شدید از اهمیت بالایی برخوردار است؛ موضوعی که پیامدهای بحران مالی جهانی و همه‌گیری کووید-۱۹ آن را به‌روشنی نشان داد. نقدشوندگی بازارها می‌تواند در مدت‌زمانی بسیار کوتاه به شدت کاهش یابد. از این رو، مدیران وجوه نقد باید کانال‌های اطلاعاتی بازار خود چه از طریق بانک مرکزی و چه از طریق فعالان بازار را به طور مستمر حفظ و به‌روز نگه دارند. در دوره‌هایی که بانک مرکزی به مداخلات گسترده در بازار بدهی یا بازار پول دست می‌زند، مدیران وجوه نقد باید هم ماهیت این مداخلات را به درستی درک کنند و هم اطمینان حاصل نمایند که تصمیمات آن‌ها با جهت‌گیری سیاست‌های بانک مرکزی در تعارض قرار نمی‌گیرد.

کادر ۲. ریسک‌هایی که هنگام سرمایه‌گذاری مازاد وجوه نقد باید تحلیل شوند

ریسک نقدشوندگی؛ به ناتوانی در تبدیل یک ابزار سرمایه‌گذاری به وجه نقد پیش از سررسید، بدون تحمل زیان غیرقابل قبول در اصل سرمایه اشاره دارد. یکی دیگر از ابعاد ریسک نقدشوندگی در مورد اوراق بهادار، وسعت و عمق بازار است؛ به این معنا که سرمایه‌گذار بتواند حجم قابل توجهی از اوراق را خرید و فروش کند، بی‌آنکه اثر معناداری بر قیمت اوراق بگذارد. نقدشونده‌ترین ابزارهای بازار پول، ابزارهایی هستند که قابلیت معامله‌پذیری بالایی دارند و کوتاه‌ترین سررسید را دارا هستند.

ریسک اعتباری (یا ریسک نکول)؛ به احتمال عدم ایفاء تعهدات توسط ناشر ابزار بدهی (یا هر طرف مقابل دیگر) اشاره دارد؛ به این معنا که اصل و یا بهره بدهی به‌طور کامل، به‌موقع و مطابق با شرایط قرارداد بازپرداخت نشود. مدیران وجوه نقد باید پیش از سرمایه‌گذاری، ریسک اعتباری را تحلیل و اندازه‌گیری کنند. به‌طور جایگزین، می‌توانند به اطلاعات ارائه‌شده توسط مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری اتکاء کنند. به‌طور کلی، ریسک اعتباری را می‌توان از طریق تنوع‌بخشی دارایی‌ها و طرف‌های مقابل، تعیین دامنه سرمایه‌گذاری‌های مجاز با کیفیت اعتباری بالا و یا مطالبه وثیقه باکیفیت کاهش داد.

ریسک بازار؛ به خطر کاهش ارزش دارایی در نتیجه تغییرات شرایط بازار به‌ویژه نرخ‌های بهره اطلاق می‌شود. هرچه دوره باقی‌مانده تا سررسید دارایی‌ها طولانی‌تر باشد، نوسان ارزش بازار در واکنش به تغییرات نرخ بهره بیشتر و در نتیجه ریسک بازار بالاتر خواهد بود. این ریسک را می‌توان با سرمایه‌گذاری در سررسیدهای کوتاه‌مدت کاهش داد. استفاده از قراردادهای آتی یا اختیار معامله نرخ بهره به‌عنوان ابزار پوشش ریسک امکان‌پذیر است، اما این امر مستلزم تخصص بالاتر و پایش دقیق‌تر بازارها است.

ریسک حقوقی؛ عمدتاً به خطر عدم قابلیت اجرای قانونی قراردادها مربوط می‌شود. این ریسک همچنین می‌تواند ناشی از عدم آگاهی یا برداشت نادرست از نحوه اعمال قوانین و مقررات بر معاملات باشد. ریسک‌های حقوقی را می‌توان با استقرار فرآیندهای مدرن، شفاف و الزام‌آور قانونی برای سرمایه‌گذاری‌ها کاهش داد. برای مثال، استفاده از قرارداد اصلی جهانی ریپو (GMRA) که بسیاری از کشورها در معاملات بازخريد از آن بهره می‌گیرند.

ریسک عملیاتی؛ از ناکارآمدی یا شکست در فرآیندهای داخلی، نیروی انسانی و سیستم‌ها یا از رویدادهای بیرونی نظیر قطع برق، زلزله ناشی می‌شود. این ریسک‌ها از طریق استقرار رویه‌ها و کنترل‌هایی برای تفکیک وظایف (به‌ویژه جداسازی وظایف بخش‌های معامله، میدل آفیس (استراتژی) و بک آفیس (ثبت و تسویه)) و تعریف سلسله مراتب شفاف مجوزدهی کاهش

می‌یابد. همچنین، ثبت معاملات در یک سیستم یکپارچه و ایمن که در برابر مخاطرات سایبری نیز محافظت شده و ردپای حسابرسی دقیق ایجاد می‌کند و نیز اجرای برنامه‌های تداوم کسب‌وکار و بازیابی در شرایط بحران از جمله سیستم‌های پشتیبان، نقش مهمی در کاهش این ریسک دارد.

ریسک تسویه؛ به احتمال عدم ایفای تعهد طرف مقابل در معامله اشاره دارد. برای مثال، ممکن است سرمایه‌گذار در بازار ثانویه اقدام به فروش یک اوراق قرضه کند، اما طرف مقابل پس از دریافت اوراق، وجوه مربوط را منتقل نکند. این ریسک را می‌توان از طریق ترتیبات مؤثر نگهداری و امانت‌داری دارایی‌ها و ثبت دقیق و به موقع سوابق مدیریت کرد. همچنین، غیرمادی‌سازی (Dematerialization) بسیاری از ابزارهای مالی، ریسک تسویه مرتبط با آن‌ها را کاهش داده است.

ارزیابی و مدیریت ریسک اعتباری می‌تواند چالش‌برانگیزتر باشد، به‌ویژه اگر مهارتی ناآشنا محسوب شود. تا زمانی که وثایق باکیفیت نگهداری و به‌طور مستمر مدیریت شوند، ریسک اعتباری محدود خواهد بود. ایجاد یک کارکرد مدیریت ریسک اعتباری حتی در مقیاسی محدود اقدامی مطلوب تلقی می‌شود. سه رویکرد اصلی برای ارزیابی ریسک اعتباری وجود دارد:^{۱۵}

(۱) **اتکاء به ارزیابی‌های بیرونی؛** در صورتی که بانک‌های داخلی توسط مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری ارزیابی شده باشند که همیشه

این‌گونه نیست می‌توان در اصل حدود مواجهه را به‌گونه‌ای تعیین کرد که حاصل ضرب احتمال نکول (بر مبنای رتبه اعتباری) و زیان در صورت نکول برای همه بانک‌ها یکسان باشد. حد تجمعی باید به‌اندازه‌ای تعیین شود که نیازهای عملیاتی محتمل را پوشش دهد. با این حال، این محاسبه ساده نیست و اتکای بیش از حد به احتمالات نکول شناسایی شده دشوار است؛ چراکه این احتمالات برای بانک‌های باکیفیت پایین است، اما از سالی به سال دیگر تغییر می‌کند و بازتاب‌دهنده شرایط متفاوت محیطی است. سه مؤسسه اصلی رتبه‌بندی اعتباری همچنین رتبه‌های مبتنی بر بازار ارائه کرده‌اند که بر مدل‌هایی متکی هستند که از داده‌هایی مانند قیمت سهام و بازده اوراق استفاده می‌کنند تا رتبه‌هایی پویاتر تولید کنند. برخلاف رتبه‌های اصلی، این داده‌ها به‌صورت آزاد در دسترس نیستند و دسترسی به آن‌ها ممکن است برای همه خزانه‌داری‌ها جز بزرگ‌ترین آن‌ها هزینه‌بر باشد.^{۱۶}

(۲) **ایجاد فرآیند ارزیابی داخلی؛** این رویکرد مشابه روش مؤسسات رتبه‌بندی است، اما با وزن‌دهی متناسب با شرایط محلی. اجرای

آن مستلزم سنجش توان مالی با استفاده از مجموعه‌ای از شاخص‌ها و نیز ارزیابی حمایت نهادهای وابسته (یا دولت) و عوامل کیفی همانند تنوع فعالیت‌ها، پیچیدگی و فرهنگ سازمانی است. با این حال، این فرآیند زمان‌بر و پرهزینه بوده و با رویکردی محتاطانه در سرمایه‌گذاری، احتمالاً از نظر هزینه فایده توجیه‌پذیر نخواهد بود.

(۳) **استفاده از روش ارزیابی بانک مرکزی یا نهاد ناظر احتیاطی؛** این گزینه، حتی بدون افشای کامل داده‌ها، معمولاً کارآمدتر است.

یک رویکرد محتاطانه مناسب آن است که سرمایه‌گذاری به بانک‌های باکیفیت‌تر در بازار داخلی محدود شود؛ به‌گونه‌ای که تعداد

^{۱۵} گزینه بالقوه چهارم وجود دارد. برخی خزانه‌داری‌ها بخشی از فرآیندهای عملیاتی یا حتی تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری را برون‌سپاری می‌کنند. این شرکت‌ها می‌توانند ملزم شوند تا تمام ریسک‌ها، از جمله ریسک اعتباری، را ارزیابی و مدیریت کنند.

^{۱۶} تحلیل ریسک اعتباری می‌تواند فراتر از رتبه‌بندی اعتباری به روش‌های دیگری گسترش یابد. پس از تهیه فهرست کوتاه با استفاده از رتبه‌بندی‌های اعتباری در دسترس، خزانه‌دار می‌تواند از اندازه‌گیری‌های دیگر بهره‌برد. این موارد ممکن است شامل نکول اعتباری (CDS) مربوط (در صورت وجود) یا قیمت سهام طرف مقابل باشد. هرچند این دو عامل صرفاً توسط ریسک اعتباری هدایت نمی‌شوند، اما هر دو بازتاب سریع‌تری از رویدادهای بازار و سایر عوامل نسبت به رتبه‌بندی‌های اعتباری ارائه می‌دهند.

آن‌ها برای ایجاد رقابت کافی و تأمین تقاضای تجمیعی لازم برای سپرده‌ها یا سایر سرمایه‌گذاری‌ها کفایت کند^{۱۷}. در صورت نیاز و در دسترس بودن، می‌توان از رتبه‌بندی‌های اعتباری بین‌المللی برای مقایسه و معیارسنجی نتایج این فرآیند استفاده کرد.

خزانه‌داری باید از تمرکز سرمایه‌گذاری نزد یک طرف مقابل اجتناب کند و در عوض حداکثر سقف مواجهه با هر بانک را تعیین نماید. روش واحدی برای تعیین این حدود وجود ندارد، زیرا همواره باید میان اندازه حدود و ضرورت کاهش نگاهداشت وجوه بلااستفاده موازنه برقرار شود. سادگی و انعطاف‌پذیری اهمیت دارد. از این رو، حدود اولیه ممکن است تا حدی به‌صورت تقریبی تعیین شوند البته به شرط آنکه حد تجمعی از میزان سرمایه‌گذاری محتمل فراتر رود زیرا بانک‌های منفرد همواره تمایل به استقراض ندارند. خزانه‌داری باید آمادگی داشته باشد در صورتی که مشخص شود فرصت‌های سرمایه‌گذاری کم‌ریسک از دست می‌روند، این حدود را تعدیل کند.

در دوره‌هایی از مازاد نقدینگی و نرخ‌های بهره بسیار پایین یا حتی منفی در بازار پول برخی کشورها و بسته به سیاست‌های پرداخت سود بانک مرکزی، منفعت نرخ بهره حاصل از سرمایه‌گذاری در نظام بانکی ممکن است پس از لحاظ ریسک‌ها حتی با مدیریت بسیار محتاطانه ناچیز باشد. این وضعیت در برخی اقتصادهای پیشرفته و نیز کشورهایی مانند کوزوو و برخی کشورهای آفریقای مرکزی و غربی که عملاً بخشی از بازار پول یورو محسوب می‌شوند، مشاهده می‌شود. همانند شرایط متعارف‌تر، هدف خزانه‌دار باید حفظ اصل سرمایه و نگاهداشت نقدشوندگی باشد. نکته مهم آن است که سیاست سرمایه‌گذاری نباید صرفاً برای اجتناب از بازده‌های منفی، با پذیرش ریسک بیشتر یا کاهش نقدشوندگی تغییر کند. کشورهایی که سیاست پولی مستقل دارند، همچنان از مزایای هموارسازی جریان‌های نقدی بهره‌مند خواهند شد، هرچند منفعت نرخ بهره در این شرایط محدود باشد.

۳-۲- ابزارهای سرمایه‌گذاری

خزانه‌داری‌ها باید مازاد وجوه نقد خود را در ابزارهای کوتاه‌مدت ایمن و نقدشونده بازار پول سرمایه‌گذاری کنند. این گزینه‌ها با ابزارهای در دسترس صندوق‌های منبع‌محور یا بلندمدت ماهیتاً متفاوت هستند. افق سرمایه‌گذاری به بازار و الگوی جریان نقدی بستگی دارد، اما همان‌گونه که اشاره شد معمولاً از ۳۰ روز فراتر نمی‌رود. ابزارهای بازار پول (عموماً با سررسید کمتر از یک سال) شامل اسناد خزانه، قراردادهای بازخرید Repo و بازخرید معکوس Reverse Repo، سپرده‌های بانکی که اوراق بهادار محسوب نمی‌شوند، (هرچند برخی گواهی‌های سپرده مانند اوراق معامله می‌شوند)، وام‌های بین‌بانکی و صندوق‌های مشترک بازار پول است. در عمل، برای اغلب اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه، ریپوها و سپرده‌ها نزد بانک مرکزی یا بانک‌های تجاری اهمیت بیشتری دارند. در کشورهای کم‌درآمد با بازار پول توسعه‌نیافته، گزینه‌ها ممکن است به سپرده نزد بانک مرکزی یا بانک‌های تجاری محدود شود.

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

ریپو به فروش اوراق توسط «استقراض‌کننده» به «وام‌دهنده» با تعهد بازخرید آن در تاریخ مشخص و با قیمت ازپیش‌توافق‌شده اطلاق می‌شود. اختلاف قیمت فروش و بازخرید، نرخ بهره ضمنی معامله را منعکس می‌کند. ریپوها بخش بزرگ و مهمی از بازارهای پول در بسیاری از کشورهای اروپایی هستند و نرخ‌های رقابتی و انعطاف‌پذیری سررسید فراهم می‌کنند. ریپوها عموماً تا سه ماه در

^{۱۷} حفظ شرایط رقابتی برابر بین بانک‌های خصوصی و بانک‌های دولتی بسیار مهم است. دولت به همان اندازه در برابر عدم ایفای تعهدات قرارداد آسیب‌پذیر است و محدود کردن دامنه رقابت ممکن است رقابت را کاهش دهد.

دسترس‌اند، هرچند در بازارهای کمتر توسعه‌یافته ممکن است به یک هفته یا یک شبه محدود شوند. بهره می‌تواند ثابت یا شناور باشد. هرچند از نظر حقوقی مالکیت تغییر می‌کند که در صورت ورشکستگی اهمیت دارد. معامله عملاً به عنوان وام با وثیقه تلقی می‌شود و اوراق نقش وثیقه وام‌دهنده را دارند. معمولاً از اوراق دولتی یا بانک مرکزی به عنوان وثیقه استفاده می‌شود، زیرا نقدشونده‌اند، ریسک اعتباری ناچیزی دارند و ریسک بازارشان محدود است؛ هرچند ابزارهای پرمعامله دیگر نیز می‌توانند به کار روند. ریسک‌های زیر باید به‌طور مشخص مدیریت شوند؛

✓ برای اجتناب از کمبود وثیقه در صورت نکول، وثیقه باید روزانه به ارزش بازار قیمت‌گذاری شود و حسب نیاز وثیقه اضافی مطالبه یا مسترد شود (فرایند «تجدید وثیقه»). در بازارهای کمتر توسعه‌یافته، این کار ممکن است پرزحمت باشد و غالباً با بیش‌وثیقه‌گذاری جایگزین می‌شود^{۱۸}؛ یعنی وثیقه‌ای بیش از ارزش اصل سرمایه به‌علاوه بهره تعلق‌گرفته دریافت می‌شود (کسر ارزش یا «Haircut»)^{۱۹}.

✓ حتی اگر زیان محتمل نباشد، معاملات باید به طرف‌های مقابل باکیفیت بالا محدود شوند مانند معامله‌گران اصلی اوراق دولتی و بانک‌های تجاری با رتبه اعتباری بالا و از آنان خواسته شود قرارداد چارچوب ریپو GMRA یا معادل محلی آن را امضا کنند.^{۲۰}

✓ ریسک‌های حقوقی دیگری نیز ممکن است وجود داشته باشد؛ از جمله نحوه تعامل قراردادهای ریپو با قانون ورشکستگی محلی. به‌طور کلی، کارایی قراردادهای بازخرید ممکن است مستلزم اصلاحات قانونی از جمله قواعد مالیاتی برای شناسایی ماهیت واقعی این معاملات باشد.

✓ متولی مستقل باید اوراق وثیقه را نگهداری کند و رویه‌های تحویل در برابر پرداخت DVP برای تقویت موقعیت خریدار ریپو در صورت نکول اجرا شود. سامانه‌های تسویه پیشرفته قادرند کل چرخه عمر معامله از انتخاب وثیقه مناسب تا تجدید وثیقه را مدیریت کنند (ریپوی سه‌جانبه).

✓ معمولاً برای تعیین بهترین نرخ بازار از یک فرایند رقابتی میان امضاکنندگان GMRA استفاده می‌شود. در بازارهای توسعه‌یافته و شفاف، معاملات دوجانبه نیز ممکن است.

اگر بازار به‌اندازه کافی نقدشونده باشد، قرارداد بازخرید باید ابزار ترجیحی مدیران وجوه نقد باشد. سریع، انعطاف‌پذیر و در صورت مدیریت صحیح، ایمن. هرچند فرایندهای پشتیبانی آن سنگین‌تر است، خزانه‌داری‌هایی که تازه این قابلیت را ایجاد می‌کنند غالباً

^{۱۸} ارزش‌گذاری به نرخ بازار فرآیندی است که در آن ارزش اوراق بهادار به طور دوره‌ای با ارزش آن در بازار در آن زمان مجدداً ارزیابی می‌شود. اگر ارزش وثیقه کاهش یابد (برای مثال، ارزش بازار اوراق خزانه در صورت افزایش نرخ بهره کاهش می‌یابد)، وام‌دهنده یا دارنده وثیقه می‌تواند درخواست وثیقه بیشتری برای جبران ارزش مورد نیاز نسبت به مبلغ وام‌شده کند. این فرایند «بازنگری حاشیه» یا نگهداری حاشیه نامیده می‌شود. سررسید وثیقه باید طولانی‌تر از سررسید سرمایه‌گذاری باشد. اوراق بلندمدت معمولاً به عنوان وثیقه اجتناب می‌شوند زیرا نوسان قیمت بیشتری در برابر هر تغییر در نرخ بهره نشان می‌دهند.

^{۱۹} (Haircut) تخفیف ارزش وثیقه ممکن است کوچک باشد، مثلاً ۲ یا ۳ درصد برای نمونه، نرخ حاشیه در استرالیا برای تمام عملیات ریپو ۲ درصد است مقداری که باید با افزایش سررسید وثیقه افزایش یابد. در برخی بازارهای نوظهور، تخفیف ارزش وثیقه بسیار بالاتر (تا ۲۵ درصد) مرسوم است. برای رویه‌های ریپوی بانک‌های مرکزی، به (۲۰۰۸) Chailloux, Gray and Mc Caughrin مراجعه شود.

^{۲۰} عملیات ریپو باید در برابر هر محدودیت اعتباری طرف مقابل امتیازدهی شود. با این حال، امتیاز باید پایین باشد، برای مثال ۵-۱۰ درصد، در مقایسه با ۱۰۰ درصد برای سپرده بدون وثیقه. امتیاز نباید صفر باشد زیرا در عمل باید مقداری برای تأخیر در دریافت ارزش کامل وثیقه، ریسک کاهش ارزش آن در این دوره و احتمالاً هزینه‌های مربوط به هرگونه چالش قانونی در نظر گرفته شود.

می‌توانند از بانک مرکزی به عنوان عامل استفاده کنند؛ زیرا بانک مرکزی اتصال مستقیم به سامانه تسویه دارد و ممکن است قرارداد بازخريد را در قالب عملیات بازار باز خود مدیریت کند. با این حال، اقتصادهای نوظهور معمولاً در ابتدا تا زمان ایجاد قابلیت رپیو، مازاد وجوه نقد را نزد بانکها سپرده گذاری می‌کنند.

۲) سپرده‌های مدت‌دار نزد بانک‌های تجاری

در نبود بازار رپیوی نقدشونده یا امن، سپرده‌های مدت‌دار بانکی گزینه ترجیحی‌اند. سپرده دیداری بسیار نقدشونده است زیرا بلافاصله و به ارزش اسمی قابل برداشت است. سپرده مدت‌دار معمولاً نرخ بهره بالاتری دارد (با فرض شیب صعودی منحنی بازده)، اما در صورت فسخ پیش از سررسید ممکن است جریمه داشته باشد^{۲۱}. افزون بر ارزیابی اعتبار، برای کاهش ریسک اعتباری باید وثیقه أخذ و همانند رپیوها مدیریت شود؛ هرچند شکل حقوقی متفاوت است و وثیقه به صورت رهن نگهداری می‌شود نه تملک.

سپرده‌های مدت‌دار غالباً قیمت بازار شفاف ندارند؛ بنابراین استفاده از فرایند رقابتی مفید است. این کار می‌تواند از طریق مناقصه‌های موردی انجام شود، اما اگر گروهی از بانکها پیش‌صلاحیت شوند و قرارداد امضا کنند، فرایند منعطف‌تر و سریع‌تر خواهد بود. این قرارداد باید چارچوب استفاده و نگهداری وثیقه را مشخص کند، حتی اگر جزئیات هر معامله جداگانه توافق شود. باید دقت شود میدان رقابت برابر میان بانک‌های دولتی و خصوصی و نیز بانک‌های داخلی و خارجی بسته به وضعیت نظارتی حفظ شود. در برخی کشورها سپرده‌ها به طور دوره‌ای میان بانک‌های پیش‌صلاحیت‌شده حراج می‌شود و معمولاً اوراق دولتی به عنوان وثیقه مطالبه می‌گردد؛ در برخی موارد نیز رپیوی معکوس حراج می‌شود. در برخی ترتیبات، متغیر رقابتی فاصله نرخ Spread نسبت به یک نرخ مرجع بازار پول است و هنگام سپرده گذاری، بانک این فاصله را بر اساس سطح همان زمان می‌پردازد.

کادر ۳. سرمایه‌گذاری مازاد وجوه نقد توسط خزانه‌داری فدرال در فدراسیون روسیه

در فدراسیون روسیه، نقش خزانه‌داری در زمینه سرمایه‌گذاری مازاد وجوه نقد از سال ۲۰۰۵ به تدریج گسترش یافته است. تمرکز اولیه بر سپرده‌گذاری نزد بانکها بود، اما به مرور معاملات رپیو یا در چارچوب این گزارش، رپیوی معکوس (اعطای وام از محل مازاد وجوه نقد) غلبه یافته است. خزانه‌داری همچنین اختیار دارد مازاد وجوه نقد را در قالب وام‌هایی با سررسید حداکثر ۹۰ روزه برای تأمین مالی بودجه واحدهای فدرالی و شهرداری‌ها اعطاء کند. با این حال، این وام‌ها بیشتر تابع نیازهای مالی دولت‌های منطقه‌ای هستند تا اهداف مدیریت نقدینگی خزانه‌داری فدرال.

برای مدیریت ریسک اعتباری، سپرده‌ها فقط نزد بانک‌هایی قرار می‌گیرند که شرایط زیر را احراز کنند؛

۱) عضویت در طرح اجباری بیمه سپرده‌ها همراه با مجوز جامع از بانک مرکزی روسیه؛

۲) برخورداری از پایه سرمایه‌ای کافی؛

۳) دارا بودن رتبه اعتباری سرمایه‌گذاری معادل A یا بالاتر در مقیاس ملی؛

۴) نداشتن سابقه تأخیر در بازپرداخت سپرده‌های خزانه‌داری؛

وثیقه موردنیاز در معاملات رپیو، اوراق بهادار دولتی است. خزانه‌داری همچنین اختیار دارد مطالبات معوق مؤسسات وام‌گیرنده را مستقیماً برداشت کند. مبالغ قابل توجهی سرمایه‌گذاری شده که منجر به درآمد بهره‌ای چشمگیر برای خزانه‌داری و در نتیجه برای بودجه سالانه شده است.

^{۲۱} بانک‌های تجاری سپرده‌های مدت‌دار را نسبت به سپرده‌های دیداری برای مدیریت نقدینگی جذاب‌تر می‌یابند، به‌ویژه برای سررسیدهای بیش از ۳۰ روز. نسبت پوشش نقدینگی، که توسط کمیته نظارت بانکی در سال ۲۰۱۳ توسعه یافت، هدف آن اطمینان از وجود موجودی کافی از دارایی‌های نقدشونده با کیفیت بالا است که بانکها بتوانند به راحتی آن‌ها را به نقد تبدیل کنند تا نیازهای نقدینگی خود را در سناریوی استرس نقدینگی ۳۰ روزه تقویمی برآورده سازند.

۳) سپرده نزد بانک مرکزی

به طور معمول، مانده های مازاد وجوه نقد نباید نزد بانک مرکزی سرمایه گذاری شوند، زیرا این کار می تواند یکی از منافع هموارسازی جریان نقدی را تضعیف کند.^{۲۲} با این حال، وقتی در بازار داخلی مازاد ساختاری نقدشوندگی وجود دارد. برای مثال به دلیل خرید ارز خارجی برای جلوگیری از افزایش نرخ ارز در مواجهه با ورودی های ارزی بانک مرکزی ممکن است از وزارت امور اقتصادی و دارایی بخواهد مازاد وجوه نقد دولت را نزد آن سرمایه گذاری کند تا از افزایش بیشتر نقدشوندگی بخش بانکی جلوگیری شود. در چنین شرایطی، وزارت باید پرداخت بهره متناظر با نرخ بدون ریسک را مطالبه کند.^{۲۳}

در بسیاری از کشورهای در حال توسعه و حتی در چند کشور توسعه یافته سپرده های دولت بدون بهره هستند یا بهره با نرخ بسیار پایین تر از نرخ متناظر بازار پرداخت می شود. این ترتیبات معمولاً به صورت قراردادی میان وزارت و بانک مرکزی تعیین می شود، مگر آنکه ممنوعیت قانونی برای پرداخت بهره به سپرده های دولتی وجود داشته باشد. توجیه رایج آن است که پرداخت بهره هزینه های بانک مرکزی را افزایش می دهد و این هزینه ها نهایتاً یا به صورت کاهش سود سهام پرداختی به دولت یا افزایش کسری بانک مرکزی که دولت باید آن را پوشش دهد منعکس می شود. همین استدلال گاه به عدم دریافت هزینه خدمات بانک مرکزی از دولت نیز می انجامد. با این حال، نرخ متناظر بازار مشوق های اقتصادی صحیح را برای هر دو طرف فراهم می کند. این نرخ، هزینه فرصتی است که وزارت با اجابت درخواست بانک مرکزی متحمل می شود و نیز نرخی است که بانک مرکزی در صورت تخلیه نقدینگی از طریق عملیات بازار باز باید بپردازد.

برای تعیین نرخ مرجع بازار گزینه های متفاوتی وجود دارد؛ برای سپرده های دیداری می تواند برابر یا مرتبط با نرخ سیاستی بانک مرکزی یا نرخ های شبانه بین بانکی باشد؛ برای سپرده های مدت دار می تواند به نرخ های ریپو برای سررسیدهای مشابه یا در برخی کشورها به نرخ های کسب شده در عملیات بازار باز بانک مرکزی مرتبط شود.^{۲۴}

کادر ۴. برنامه های مالیاتی و وام دهی در ایالات متحده و آفریقای جنوبی

ایالات متحده

به منظور کاهش نوسانات وجوه نقد در حساب عمومی خزانه داری TGA نزد Federal Reserve، وزارت خزانه داری ایالات متحده برنامه مالیات و وام خزانه داری TTL را طراحی کرد. هدف اصلی این برنامه، تثبیت مانده TGA بود؛ به گونه ای که وجوه مازاد حاصل از وصول مالیات ها تا زمان نیاز، در نظام بانکی باقی بماند. حساب های TTL نزد مؤسسات مالی منتخب در سراسر کشور نگهداری می شد. تمامی این سپرده ها نرخ بهره متناسب با بازار پرداخت می کردند و وثیقه گذاری شده بودند. مؤسسات وجوه را تا زمان فراخوان خزانه داری نگه می داشتند و این فراخوان ها به گونه ای تنظیم می شد که مانده TGA نزدیک به سطح هدف باقی بماند.

خزانه داری همچنین برنامه اختیار سرمایه گذاری مدت دار را برای تضمین دریافت نرخ های متناسب با بازار بر سپرده های بلندمدت تر طراحی کرد. سپرده های وثیقه گذاری شده از طریق یک فرآیند رقابتی به حراج گذاشته می شدند و شرکت کنندگان

^{۲۲} هموارسازی فعال جریان نقدی به تثبیت نقدینگی در سیستم مالی کمک می کند. استقراض در دوره های کمبود نقدی و سرمایه گذاری در دوره های مازاد نقدی، اثر تعدیل کننده (یا خنثی کننده) حرکت خالص نقدی بین دولت و سیستم مالی را دارد.

^{۲۳} برعکس، ممکن است دوره هایی وجود داشته باشد که بانک مرکزی بخواهد نقدینگی را حفظ کند، همان گونه که در پاسخ بسیاری از بانک ها به بحران کووید-۱۹ مشاهده شد.

^{۲۴} برای مثال های دیگر و بحث گسترده تر مسائل مرتبط، به (Pessoa and Williams (۲۰۱۲ مراجعه شود.

پیشنهادهایی با سررسید از دو روز تا چند هفته ارائه می‌کردند. خزانه‌داری همچنین می‌توانست سرمایه‌گذاری‌های شبانه را در قالب ریپوی معکوس و در برابر وثیقه خزانه‌داری انجام دهد. این ترتیبات پس از بحران مالی و از سال ۲۰۱۲ تغییر کرد؛ به‌گونه‌ای که نوسانات بیشتر جریان‌های نقدی و آمادگی فدرال رزرو برای پرداخت بهره بر مانده TGA، خزانه‌داری را به نگهداری سطح بالاتری از وجوه نقد در TGA ترغیب کرد و در نتیجه، برنامه TTL دست‌کم به‌طور موقت متوقف شد. منبع (۲۰۱۲) Santoro و کارکنان صندوق بین‌المللی پول.

آفریقای جنوبی

در آفریقای جنوبی، درآمدهای غیرمالیاتی از حساب‌های بانکی تجاری دستگاه‌ها به حساب‌های اختصاصی آن‌ها نزد بانک مرکزی منتقل می‌شود و دستگاه‌ها از این حساب‌ها تعهدات هزینه‌ای خود را ایفاء می‌کنند. هر جریان خالص روزانه به‌صورت صفرسازی مانده با حساب اصلی خزانه انجام می‌شود. تمامی این حساب‌ها، زیرحساب‌های حساب واحد خزانه TSA با ساختاری هرمی هستند. بانک‌های تجاری کلیه درآمدهای مالیاتی را جمع‌آوری و تجمع می‌کنند. این درآمدها در حساب‌های مالیات و وام نگهداری شده و حسب نیاز، به‌صورت روزانه به حساب خزانه منتقل می‌شوند تا هرگونه مانده بدهکار تسویه شود.

حساب‌های مالیات و وام دارای برخی ویژگی‌های مشابه با حساب‌های مورد استفاده در ایالات متحده تا پیش از سال ۲۰۱۲ هستند. این سپرده‌ها وثیقه‌گذاری نشده‌اند، اما همگی نزد بانک‌های با کیفیت اعتباری بالا نگهداری می‌شوند و نرخ بهره متناسب با بازار پرداخت می‌کنند. نتیجه این سازوکار، هموارسازی جریان‌های نقدی در TSA با حفظ مانده‌ای اندک و مثبت، و در عین حال کسب بهره بر مازادهای موقتی است.

۴-۲- سایر ابزارهای کمتر مورد استفاده

(۱) گواهی سپرده (CD^{۲۰})

یک سپرده مدت‌دار نزد مؤسسه مالی است که با یک گواهی مشخص می‌شود و در آن مبلغ، تاریخ سررسید و نرخ بهره درج شده است. برخی خزانه‌داری‌ها مانند استرالیا در این ابزار سرمایه‌گذاری می‌کنند. وقتی گواهی سپرده در قالب قابل معامله صادر شود، می‌توان آن را در بازار ثانویه فروخت. سرمایه‌گذاران در این گواهی‌ها با ریسک نرخ بهره مواجه‌اند، اما ریسک نقدشوندگی کمتری نسبت به گواهی‌های غیرقابل معامله دارند. با این حال، بازخرید پیش از موعد معمولاً با جریمه بهره همراه است. یک گواهی سپرده قابل معامله را نمی‌توان برای حفاظت از ریسک اعتباری به وثیقه گذاشت، زیرا مالکیت آن می‌تواند منتقل شود. بنابراین، اعتبار و توان مالی مؤسسه مالی صادرکننده مهم‌ترین نگرانی برای این ابزار است.

(۲) صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار پول (MMMFs^{۲۱})

اوراق بهاداری هستند که توسط شرکت‌هایی عرضه می‌شوند که در سایر ابزارهای بازار پول سرمایه‌گذاری می‌کنند، اما با سررسید کمی طولانی‌تر (تا ۶۰ روز)؛ بازده این صندوق‌ها بازتاب نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت است. صندوق‌های مشترک معمولاً توسط نهاد ناظر اوراق بهادار تنظیم می‌شوند و تحت دستورالعمل‌های سخت‌گیرانه در زمینه‌های سررسید حداکثر، تنوع‌بخشی و نقدشوندگی فعالیت

می‌کنند.^{۲۷} این محدودیت‌ها پس از بحران مالی تشدید شده‌اند. اگرچه MMMF ها می‌توانند روش نسبتاً امنی برای سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت باشند، بسیاری از آنها بخشی از پرتفوی خود را در اوراق پریسک‌تر سرمایه‌گذاری می‌کنند. خطر آن وجود دارد که این اوراق در زمان فشار بازار مالی غیرقابل نقد شوند. این صندوق‌ها خارج از اروپا و ایالات متحده چندان رایج نیستند و برای مدیران وجوه نقد کمتر مناسب هستند.

۳) اوراق تجاری

شامل اسناد تعهد پرداخت بدون وثیقه است که توسط بانک‌های با رتبه بالا و برخی شرکت‌های بزرگ غیرمالی صادر می‌شود. عمدتاً برای تأمین مالی مطالبات استفاده می‌شود. بیشتر اوراق به‌صورت تنزیلی فروخته می‌شوند، هرچند برخی صادرکنندگان اوراق بهره‌دار ارائه می‌دهند. ممکن است این اوراق با یک خط اعتباری بانکی استفاده‌نشده تضمین شوند تا در صورت عدم تمدید توسط صادرکننده در سررسید، بازپرداخت شوند. اوراق تجاری فقط تا حد تمایل صادرکننده برای بازخرید از سرمایه‌گذاران نقدشونده هستند. این ابزار غیرمضمون است، بنابراین اعتبار صادرکننده کلید موفقیت سرمایه‌گذاری است. مدیر نقدینگی باید بر کیفیت اعتباری پایه اوراق تمرکز کند و بازار را به‌طور مستمر پایش نماید، زیرا کیفیت اعتباری ممکن است سریعاً بدتر شود. به همین دلایل، این ابزار برای مدیران وجوه نقد جذاب نیست. خلاصه ریسک و مدیریت ابزارهای بازار پول در جدول ۱ ارائه شده و مثال‌هایی از کاربرد آنها در کشورهای منتخب در پیوست آمده است.

کادر ۵. کلمبیا: پرداخت بهره به سپرده‌ها نزد بانک مرکزی

در کلمبیا، خزانه‌داری یک سیاست سرمایه‌گذاری محافظه‌کارانه اتخاذ کرده است. برای اجتناب از هرگونه ناسازگاری بالقوه با سیاست پولی، خزانه‌داری کلیه مازاد نقدینگی داخلی را در قالب سپرده‌های بهره‌دار نزد بانک مرکزی و در مواردی در اوراق خزانه سرمایه‌گذاری می‌کند. بانک مرکزی امکان سپرده‌گذاری با سررسیدهایی تا ۷۳۰ روز را فراهم کرده است. نرخ‌های پیشنهادی از یک منحنی بازده تبعیت می‌کنند؛ به‌گونه‌ای که نرخ‌های بسیار کوتاه‌مدت به نرخ‌های بین‌بانکی و سپرده‌های کوتاه‌مدت و میان‌مدت به نرخ‌های بازار اوراق با درآمد ثابت متصل‌اند.

در خصوص اوراق خزانه، خزانه‌داری از طریق خرید مستقیم در سامانه‌های معاملاتی اوراق بهادار و همانند سایر فعالان بازار در بازار ثانویه سرمایه‌گذاری می‌کند. مازاد نقدینگی دلاری نیز در حساب‌های بهره‌دار و سپرده‌های مدت‌دار نزد بانک‌های تجاری سرمایه‌گذاری می‌شود. این سرمایه‌گذاری‌ها از طریق بانک مرکزی انجام می‌گیرد که امین نگهداری حساب‌های پزو و دلاری دولت است.

مازاد وجوه نقد همچنین می‌تواند برای بازخرید بدهی موجود استفاده شود. این کار ممکن است به هموارسازی جریان نقدی کمک کند، به‌ویژه اگر اوراق نزدیک به سررسید هدف‌گیری شوند. همچنین می‌تواند نقدشوندگی بازار اوراق دولتی را بهبود دهد، اگر با پیشنهاد تبدیل همراه باشد. با این حال بازخریدها دارای معایبی هستند؛

- ۱) می‌توانند بر هزینه باشند، به‌ویژه اگر اوراق بلندمدت هدف قرار گیرند.
- ۲) ممکن است نقدشوندگی را کاهش دهند اگر حجم اوراق باقیمانده کافی نباشد.

^{۲۷} هدف آن‌ها ارائه ثبات و شفافیت بیشتر در نحوه عملکرد صندوق‌ها، نوع و مدت دارایی‌هایی که می‌توانند نگهداری کنند و توانایی آن‌ها در محدود کردن برداشت‌ها (یعنی شرایطی که کارمزد برداشت اعمال شود یا بازخریدها متوقف گردد) است.

۳) وجوه استفاده شده برای باز خرید دیگر برای ذخیره نقدی قابل استفاده نیست. باز خریدها معمولاً بهتر است به عنوان ابزار مدیریت بدهی و در چارچوب برنامه سالانه انتشار بدهی یا استراتژی مدیریت بدهی در نظر گرفته شوند تا به عنوان ابزار کوتاه مدت مدیریت نقدینگی.

جدول ۱. ابزارهای بازار پول: ریسک ها و مدیریت آنها

مدیریت ریسک	ریسک نقدینگی	ریسک اعتباری	ریسک نرخ بهره	ابزارها
✓ ارزش گذاری به نرخ بازار وثیقه ✓ بیش از حد تضمین ✓ طرف های مقابل ریپو بانک هایی با رتبه اعتباری بالا ✓ استفاده از توافق نامه اصلی اوراق باز خرید	متوسط، قراردادهای باز خرید به ندرت پیش از سر رسید باز خرید می شوند، اما ممکن است بتوان علیه وثیقه ریپو استقراض کرد	پایین	پایین، با افزایش سر رسید افزایش می یابد	قرارد باز خرید معکوس
✓ سرمایه گذاری در گواهی های سپرده بانکهای با رتبه اعتباری بالا (پیش تایید شده) ✓ تنوع بخشی (توزیع سرمایه گذاری بین چندین نهاد مالی) ✓ محدودیت های فردی و کلی بر مواجهه با نهادهای مالی	پایین با افزایش سر رسید و اگر بازار ثانویه گواهی های سپرده ها ضعیف باشد، افزایش می یابد.	متوسط تا بالا	پایین، با افزایش سر رسید افزایش می یابد	گواهی های سپرده قابل مذاکره
✓ سرمایه گذاری در گواهی های سپرده بانکهای دارای رتبه اعتباری بالا ✓ ارزش گذاری به نرخ بازار وثیقه ✓ بیش تضمین	بالا	متوسط تا بالا	پایین، با افزایش سر رسید افزایش می یابد	گواهی های سپرده غیر قابل مذاکره
✓ وثیقه گذاری ✓ سرمایه گذاری در بانک های با رتبه اعتباری بالا (پیش تایید شده) ✓ تنوع بخشی محدودیت های فردی و کلی بر مواجهه با نهاد های مالی	متوسط، بستگی دارد اگر سپرده زودتر شکسته شود	پایین با وثیقه متوسط به بالا بدون وثیقه	پایین، با افزایش سر رسید افزایش می یابد، مگر اینکه نرخ متغیر باشد	سپرده های مدت دار (سپرده های دیداری سودده)
✓ فقط صندوق های با کیفیت بالا	بالا	متوسط تا بالا	متوسط بستگی به سبک صندوق دارد	صندوق های سرمایه گذاری بازار پول
✓ فقط انتشارات با کیفیت بسیار بالا ✓ تنوع بخشی	بالا	بالا	پایین، با افزایش سر رسید افزایش می یابد	کاغذ تجاری
✓ ریسک پایین، اما باید نرخ بهره بازار پرداخت شود و خدمات باید جبران شود	پایین	هیچ	پایین، با افزایش سر رسید افزایش می یابد	سپرده ها در بانک مرکزی

بخش سوم: الزامات نهادی، حکمرانی و هماهنگی برای مدیریت فعال نقدینگی

این بخش الزامات نهادی، حکمرانی و هماهنگی برای مدیریت فعال نقدینگی را بیان می‌کند. حکمرانی وجوه ساختاری موضوعاتی را مطرح می‌کند که خارج از چارچوب این گزارش است^{۲۸}.

۳-۱- بیانیه سیاست سرمایه‌گذاری

هدف دولت در سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی، کوتاه‌مدت یا بلندمدت، باید در بیانیه سیاست سرمایه‌گذاری منعکس شود. این سند باید انتخاب ترکیب دارایی‌ها، تحمل ریسک و اهداف بازدهی را مشخص کند و چارچوبی برای فعالیتهای سرمایه‌گذاری فراهم آورد. بیانیه باید توسط وزیر مربوط، هیئت‌مدیره یا کمیته ذی‌ربط نوشته و تصویب شود تا؛

- ✓ مدیران وجوه نقد را در اجرای سرمایه‌گذاری‌ها راهنمایی کند؛
 - ✓ اطلاعات خلاصه‌ای برای عموم ارائه دهد؛
 - ✓ ریسک‌ها را مدیریت کند؛
- در سطح عملیاتی، بیانیه باید حداقل موارد زیر را مشخص کند؛
- اختیار سرمایه‌گذاری مازاد وجوه نقد و مسئولیت‌های تصمیم‌گیری، با اشاره به تفکیک وظایف و سقف مجوز فردی؛
 - دامنه سیاست سرمایه‌گذاری، یعنی ابزارهایی که شامل آن می‌شوند (معمولاً فقط اوراق با نقدشوندگی و کیفیت بالا، سپرده‌های دارای وثیقه نزد مؤسسات مجاز و معاملات ریپو)؛
 - اهداف کلی در زمینه امنیت، نقدشوندگی و بازده و سلسله‌مراتب بین آنها و میزان ریسک قابل تحمل توسط وزارت دارایی؛
 - سیاست‌های ریسک شامل بازار، اعتباری، نقدشوندگی، حقوقی و عملیاتی، با پوشش؛
- ✓ سرمایه‌گذاری‌های مجاز؛ نوع، حجم و سررسید؛
 - ✓ محدودیت‌های مواجهه با ریسک اعتباری؛ شامل تنوع‌بخشی طرف‌های مقابل و محدودیت‌های فردی و کل برای مؤسسات مالی، با توجه به وثیقه و سررسید.
 - ✓ نیازمندی‌های تنوع‌بخشی دارایی‌ها.
 - ✓ چارچوب مدیریت وثایق.
 - ✓ انتخاب و نظارت بر مدیران سرمایه‌گذاری در صورت برون‌سپاری.

^{۲۸} مدیریت نقدی «فعال» از مدیریت نقدی «غیرفعال» با اقدامات عمدی خزانه‌داری برای هموارسازی پروفایل نقدی خود به منظور دستیابی به موجودی‌های نقدی روزانه پایین متمایز می‌شود.

- گزارش‌دهی عملکرد و سایر مسائل، شامل فرآیند حسابرسی و ارزیابی سرمایه‌گذاری منظم؛
- فرآیند اصلاح سیاست، بازبینی حداقل سالانه و در صورت تغییر قانون، تغییر توانمندی پرسنل یا مسائل داخلی/خارجی؛
- ارزیابی سیاست و رعایت آن توسط خزانه‌داری، حداقل سالانه یا پس از رویدادهای مهم؛
- استثنائات، استثنایهای کوچک یا موقتی ممکن است توسط خزانه‌دار تأیید شوند، اما تغییرات عمده نیازمند تصویب هیئت یا کمیته سرمایه‌گذاری است؛

پس از تصویب بیانیه، خزانه‌داری باید روش‌های عملیاتی برای اجرای هر تصمیم سرمایه‌گذاری را مشخص کند، شامل مراحل؛

- ✓ شناسایی وجوه قابل سرمایه‌گذاری،
- ✓ انتخاب ابزار و طرف مقابل مناسب،
- ✓ معامله و تسویه نهایی،
- ✓ و پایش سرمایه‌گذاری از زمان تسویه تا سررسید،

۲-۳- هماهنگی با مدیریت بدهی

عملکردهای مدیریت نقدینگی و مدیریت بدهی باید به‌طور نزدیک هماهنگ یا یکپارچه باشند، همانطور که در کشورهای OECD و سایر کشورها با دفاتر مدیریت بدهی یکپارچه مشاهده می‌شود. الزامات نهادی، حکمرانی و تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری مازاد نقدی، به‌طور اصولی مشابه سایر معاملات نقدی یا بدهی است. دشواری زمانی ایجاد می‌شود که عملکردهای قرض‌گیری و وام‌دهی به‌درستی یکپارچه نشده باشند.

در برخی کشورها، سرمایه‌گذاری مازاد وجوه نقد به خزانه‌داری واگذار شده که نقش تاریخی آن به‌عنوان مدیر نقدینگی را نشان می‌دهد. هرچند این نقش اولیه عمدتاً غیرفعال بود، اما پس از ایجاد دفتر مدیریت بدهی مدرن که مسئول انتشار اوراق دولتی و اوراق خزانه است، همچنان حفظ شده است. مکزیک و فدراسیون روسیه نمونه‌هایی از این رویه هستند. در شیلی، قوانین قدیمی باعث شده سرمایه‌گذاری مازادها در اختیار اداره بودجه DIPRES باقی بماند، اگرچه در سایر زمینه‌ها شیلی از عملکردهای خوب پیروی می‌کند.

تصمیمات مدیران بدهی بر اساس انتخاب‌های استراتژیک در استراتژی مدیریت بدهی، در مورد ترکیب پرتفوی بدهی و نحوه توسعه آن، مطابق با توازن هزینه و ریسک دولت و با در نظر گرفتن دارایی‌ها و بدهی‌های مالی، گرفته می‌شود. این انتخاب‌ها تصمیمات بین ابزارها (داخلی یا خارجی، کوتاه‌مدت یا بلندمدت، نرخ ثابت یا متغیر، خرد یا عمده) و همچنین تصمیمات سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. تصمیمات روزانه انتشار و سرمایه‌گذاری نیز به نیازهای نقدی، جریان‌های نقدی پیش‌بینی‌شده و تقاضای بازار وابسته است. مدیران بدهی باید این عوامل را در نظر بگیرند و تمام ابزارهای کوتاه و بلندمدت را مدیریت کنند. با توسعه مدیریت فعال نقدینگی، ممکن است امکان حفظ برنامه انتشار پایدار اوراق دولتی فراهم شود، با استفاده از اوراق کوتاه‌مدت و سایر ابزارهای بازار پول برای هموارسازی جریان نقدی.

۳-۳- تصمیم‌گیری

ایجاد کمیته هماهنگی نقدینگی (Cash Coordination Committee - CCC) برای تصمیم‌گیری، عملی منطقی و استاندارد است. اگر وظایف بین بخش‌ها جدا شده باشد، CCC اهمیت ویژه‌ای پیدا می‌کند، زیرا به‌عنوان نماینده‌ای برای ادغام عملکردهای مرتبط (شامل خزانه‌داری، بودجه، مدیریت بدهی و سیاست‌های کلان مالی) عمل کرده و تصمیمات وام‌دهی و قرض‌گیری را به‌صورت یکپارچه اتخاذ می‌کند. نقش مشخص CCC شامل موارد زیر است؛

- ۱) بررسی عملکرد واقعی جریان نقدی و مقایسه آن با پیش‌بینی‌ها؛
- ۲) بررسی پیش‌بینی‌های جریان نقدی دوره آینده؛
- ۳) تصمیم‌گیری یا ارائه توصیه در خصوص اقداماتی که برای تضمین کفایت نقدینگی و استفاده مؤثر از مازاد وجوه لازم است.

ممکن است ایجاد کمیته فنی در سطح کارشناسی برای حمایت از کمیته هماهنگی نقدینگی سطح بالا مفید باشد. بانک مرکزی نیز می‌تواند به‌عنوان ناظر در جلسات کمیته هماهنگی نقدینگی حضور یابد تا آخرین پیش‌بینی‌های جریان نقدی را دریافت کرده و به بحث‌های کمیته هماهنگی نقدینگی درباره نتایج و پیش‌بینی‌ها ارزش افزوده بدهد. دیدگاه بانک مرکزی در زمینه فعالیت‌های بازار پول و نقدشوندگی، به‌ویژه در دوره‌های عدم قطعیت بازار اهمیت دارد.

دعوت از سازمان امور مالیاتی به جلسات کمیته هماهنگی نقدینگی CCC نیز غالباً توصیه می‌شود تا دیدگاه آن نهاد نسبت به آخرین پیش‌بینی‌ها در تصمیم‌گیری‌ها منعکس شود. پس از بحث و اتخاذ تصمیم درباره اقدامات دوره آتی در کمیته هماهنگی نقدینگی، دفتر اجرایی Front Office باید مأمور اجرای معاملات استقراض و سرمایه‌گذاری در چارچوب پارامترهای مورد توافق شود. به‌شدت توصیه می‌شود که کلیه فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و استقراض در بازار به‌صورت متمرکز در اختیار یک واحد واحد دفتر اجرایی قرار گیرد. این تمرکز، هماهنگی بهتر، تجمع تخصص و ایجاد یک نقطه تماس واحد با بازار را تضمین می‌کند. مدیران دفتر اجرایی باید روابط حرفه‌ای مستمری با واسطه‌های مالی برقرار کنند؛ چه در فروش اوراق قرضه یا اسناد خزانه، چه در استقراض یا سرمایه‌گذاری در بازار پول و چه در مداخلات با اهداف گسترده‌تر سیاستی. تعامل هم‌زمان دو نهاد دولتی مجزا با بازار می‌تواند سیگنال‌های متناقضی ارسال کند، عدم قطعیت را افزایش دهد و به‌طور بالقوه موجب اختلال در عملکرد بازار پول شود.

۳-۴- تعامل با بانک مرکزی

صرف‌نظر از تقسیم وظایف، مکانیزم‌های هماهنگی با بانک مرکزی باید برقرار شود. این مکانیزم‌ها برای حل مسائلی لازم است که معمولاً خارج از حوزه کمیته هماهنگی نقدینگی هستند. برخی بانک‌های مرکزی ممکن است نسبت به توانایی یا اهداف خزانه‌داری بدگمان باشند یا از تداخل با عملیات سیاست پولی نگران شوند. خزانه‌داری باید این نگرانی‌ها را رفع کند. اگر نقدینگی به‌خوبی مدیریت شود، بانک مرکزی از جریان نقدی روان‌تر بهره‌مند خواهد شد.

هماهنگی می‌تواند از طریق یادداشت تفاهم که صورت می‌گیرد موارد زیر را پوشش دهد؛

- ۱) برنامه مشترک توسعه بازار پول؛
- ۲) عملیات هر یک، چه سرمایه‌گذاری، صدور اوراق خزانه یا عملیات بازار باز (OMO)؛
- ۳) زمان انجام عملیات و شکل یا زمان‌بندی اعلامیه‌ها؛

۴) تبادل اطلاعات.

بانک مرکزی همچنین باید پارامترهای عملیات مورد انتظار در بازار پول، مانند میزان تراز پایان روز هدف، را بداند.^{۲۹}

۵-۳- سازمان داخلی

برای استقرار یک نظام یکپارچه مدیریت نقدینگی در خزانه‌داری یا دفتر مدیریت بدهی، تفکیک عمودی واحدهای اجرایی، میانی و پشتیبان ضروری است؛ تفکیکی که هم تخصص‌گرایی را تقویت می‌کند و هم ریسک‌های عملیاتی را کاهش می‌دهد. به‌طور مشخص، جداسازی‌های زیر باید رعایت شود:

۱) جداسازی اجرای معاملات از پردازش آن‌ها، شامل تطبیق حساب‌ها، تسویه و عملیات خدماتی.

۲) جداسازی تدوین سیاست‌ها و چارچوب‌های تصمیم‌گیری از اجرای معاملات در چارچوب‌های مصوب.

این الزامات تفاوتی با اصول حاکم بر مدیریت بدهی ندارد و همان‌گونه که پیش‌تر اشاره شد، وظایف مدیریت بدهی و مدیریت نقدینگی می‌توانند و در عمل باید به‌صورت یکپارچه یا دست‌کم کاملاً هماهنگ انجام شوند.^{۳۰}

واحد اجرایی مسئول رصد مستمر بازارها، برگزاری مناقصه‌ها و انجام سایر اشکال سرمایه‌گذاری از جمله قراردادهای بازخريد معکوس است. واحد پشتیبان وظیفه مدیریت وثایق را بر عهده دارد که شامل ارزش‌گذاری روزانه و تعدیل وثایق می‌شود، مگر آنکه این وظایف به‌صورت برون‌سپاری شده، برای مثال به بانک مرکزی، واگذار شده باشد.

واحد میانی مسئول تدوین سیاست‌ها و استراتژی‌های مرتبط با مدیریت بدهی و مدیریت نقدینگی، طراحی چارچوب جامع مدیریت ریسک و گزارش‌دهی درباره سیاست‌ها، عملیات و عملکرد، هم در داخل دولت و هم در سطح بیرونی است. همچنین، تهیه و به‌روزرسانی پیش‌بینی‌های جریان نقدی و برقراری ارتباط مستمر با واحد اجرایی از وظایف اصلی این واحد محسوب می‌شود.

۶-۳- سایر الزامات عملیاتی

الزامات قانونی مرتبط با مدیریت فعال نقدینگی باید شفاف، صریح و غیرپیچیده باشد. وزارت امور اقتصادی و دارایی و در صورت لزوم، خزانه‌داری یا دفتر مدیریت بدهی باید اختیار لازم برای استقراض کوتاه‌مدت به‌منظور پوشش نیازهای جریان نقدی دولت و نیز سرمایه‌گذاری مانده‌های مازاد در بازارهای مالی یا در قالب سپرده‌های مدت‌دار نزد بانک مرکزی را داشته باشد. در صورت نیاز، می‌توان یک چارچوب مناسب تفویض اختیار برای اعمال این اختیارات تعیین کرد.

این اختیارات باید علاوه بر اختیارات مربوط به تأمین مالی کسری بودجه تعریف شوند و به هیچ‌وجه نباید مانع انجام عملیات استقراض یا اعطای وجوه با هدف هموارسازی جریان‌های نقدی، از جمله در مقاطع پایانی سال مالی، شوند.

توصیه می‌شود قبل از معرفی سیاست جدید، نیت دولت برای مدیریت نقدینگی به بازار اطلاع داده شود تا سوءتفاهم جلوگیری شده و بازخورد دریافت شود.

^{۲۹} برای بحث کامل‌تر، به (Pessoa and Williams ۲۰۱۲) مراجعه شود.

^{۳۰} برای مثال، به (Fain boim, Pessoa, and Williams ۲۰۱۵) مراجعه شود.

مهارت‌های لازم معمولاً در خزانه‌داری مدرن، به‌ویژه آنهایی که مسئولیت مدیریت بدهی نیز دارند، موجود است. برخی پرسنل اضافی ممکن است برای تعامل با بازار، نگهداری پیش‌بینی‌های جریان نقدی و پردازش معاملات لازم باشد. نیاز مستمر پرسنل معمولاً کم است، ولی هزینه‌های اولیه سیستم‌ها، فرآیندها و ارزیابی ریسک ممکن است وجود داشته باشد. آموزش برای آشنایی با رویه‌های بازار و تثبیت فرآیندها و کنترل‌های داخلی ضروری است.

سیستم‌های مدیریت نقدینگی در ابتدا می‌توانند از Excel یا برنامه مشابه استفاده کنند، اما وقتی تعداد معاملات افزایش یابد، سیستم‌های یکپارچه با Front، Middle و Back Office ترجیح داده می‌شوند. برخی کشورها از پلتفرم‌های Bloomberg یا مشابه استفاده می‌کنند.

۷-۳- پایش عملکرد

سیاست سرمایه‌گذاری باید بخشی را به ارزیابی عملکرد اختصاص دهد. دولت‌ها معمولاً حجم بالایی از وجوه نقد را مدیریت می‌کنند که دارای هزینه فرصت است؛ از این‌رو اندازه‌گیری عملکرد سرمایه‌گذاری به‌شدت توصیه می‌شود، هرچند اجرای آن دشوار است. عملکرد مدیران صندوق‌های ساختاری را می‌توان در مقایسه با شاخص معیار انتخاب‌شده ارزیابی کرد، اما ارزیابی عملکرد مدیران وجوه نقد پیچیده‌تر است.

شاخص‌های عملکرد انتخاب‌شده باید بازتاب‌دهنده اهداف مدیریت نقدی دولت باشند. الزام اصلی یعنی در دسترس بودن وجوه نقد برای ایفای تعهدات قابل اندازه‌گیری است؛ همچنین هدف مرتبط با عدم استفاده از اضافه‌برداشت بانک مرکزی یا خطوط اعتباری بانک‌های تجاری برای انجام این تعهدات نیز می‌تواند سنجیده شود. با این حال، قضاوت درباره این که آیا هموارسازی جریان‌های نقدی موفق بوده یا وجوه مازاد به بهترین شکل مورد استفاده قرار گرفته است، مستلزم تعریف یک سناریوی مقابله‌ای است؛ یعنی تعیین مسیر جایگزینی که عملکرد در مقایسه با آن سنجیده شود. برخی کشورها بازده را در مقایسه با گزینه «عدم اقدام» اندازه‌گیری می‌کنند؛ برای مثال بازدهی که از سپرده‌های دیداری در نظام بانکی قابل دستیابی است.

برای ارزیابی میزان هموارسازی، چند کشور صرفاً درجه هموارسازی تحقق‌یافته را با سنجش ثبات مانده‌ها یا انحراف آن‌ها نسبت به یک دامنه مشخص دنبال می‌کنند. افزون بر این، ممکن است اهداف دیگری نیز مدنظر باشد؛ برای مثال اطمینان از این که عملیات مدیریت نقدی سیاست پولی را پیچیده نکند یا موجب اختلال ناموجه در بازارها نشود^{۳۱}.

ضمیمه «الف» تجربه خزانه‌داری‌های استرالیا، بریتانیا و کانادا را در ارزیابی عملکرد مدیریت نقدی خلاصه می‌کند. بیشتر شاخص‌های به‌کاررفته بازتاب‌دهنده مباحث پیشین هستند. با این حال، مشکلات برخی شاخص‌های عملکرد به‌ویژه تأثیرپذیری آن‌ها از عوامل بیرونی که خارج از کنترل مدیران وجوه نقد است باعث شده است که برخی کشورها استفاده از آن‌ها را کنار بگذارند.

^{۳۱} برای نمونه، آژانس خزانه‌داری فرانسه هدفی از این دست را دنبال می‌کرد: «کسب بازدهی بر مانده‌های نقدی به‌گونه‌ای که به‌طور متوسط حداقل معادل نرخ میانگین بین‌بانکی یک‌شبه اروپا (EONIA) برای سرمایه‌گذاری در سپرده‌های کوتاه‌مدت و قراردادهای بازخرید معکوس یک‌شبه باشد، و برای قراردادهای بازخرید معکوس با سررسید بیش از یک روز، حداقل EONIA منهای ۲ واحد پایه تحقق یابد».

نتیجه گیری

سرمایه گذاری مازاد نقدی موقت در سیستم بانکی بخشی ذاتی از مدیریت نقدینگی مدرن است. اگر ریسک ها مدیریت و سرمایه گذاری ها به درستی انتخاب شوند، مزایای روشن در صرفه جویی هزینه و سیاست های مالی گسترده تر ایجاد می شود.

بحران های مالی جهانی و کووید ۱۹ اهمیت ریسک نقدشوندگی را برجسته کردند. مدیران نقدینگی به طرح تداوم مالی نیاز داشتند تا نحوه پاسخ به اختلالات شدید بازار مشخص شود. چنین بحران هایی همچنین اهمیت بازار پول داخلی توسعه یافته و نقدشونده را نشان می دهند. بازارهای عمیق و نقدشونده امکان سرمایه گذاری امن، فرصت های اقتصادی جذاب و مقاومت بالاتر در بحران ها را فراهم می کنند.

مدیریت فعال نقدینگی علاوه بر بهره مندی از توسعه بازار مالی داخلی، به توسعه آن کمک می کند. استفاده از قرارداد بازخريد یا ابزارهای مشابه فعالیت بازار پول و بازار اوراق دولتی را تحریک می کند، زیرا اوراق دولتی داخلی معمولاً وثیقه ترجیحی هستند. این امر اوراق خزانه را برای بانک ها جذاب تر و ابزار مدیریت نقدینگی مؤثرتر می کند و زیرساخت های بازار لازم برای بازار ریپوی بین بانکی را توسعه می دهد.

گام های پیشنهادی برای توسعه ظرفیت خزانه داری

۱. شناسایی ذخیره نقدی هدف؛ وجوه نقد همیشه در دسترس برای پوشش نوسانات روزانه یا جریان های غیرمنتظره.
۲. تحقیق درباره گزینه های سرمایه گذاری؛ مشورت با بانک مرکزی و واسطه های اصلی، تمرکز بر قراردادهای بازخريد معکوس یا سپرده های مدت دار دارای وثیقه.
۳. توافق داخلی بر مسئولیت ها؛ پیش بینی، تصمیم گیری، اجرای فرآیند سرمایه گذاری و پایش.
۴. تعریف فرآیند و زمان بندی سرمایه گذاری؛ مناقصه با بانک های از پیش تأیید شده، شناسایی نیازمندی های سیستم داخلی، تهیه مقررات لازم.
۵. مشورت با بانک مرکزی و نهاد ناظر؛ دستیابی به توافق درخصوص نحوه اجرای عملیات، سازوکار تبادل اطلاعات، تعاملات عملیاتی و خدمات ارائه شده و انعکاس این توافقات در قالب یادداشت تفاهم یا توافق نامه سطح خدمات.
۶. تهیه سند مشورتی برای فعالان بازار؛ تبیین اهداف سیاست، سازوکارهای اجرایی، منافع مورد انتظار، پیگیری آن از طریق جلسات دوجانبه و نشست های تخصصی کارگاه ها.
۷. تدوین اسناد قراردادی؛ از جمله قرارداد چارچوب بازخريد (ریپو) و دستیابی به توافق با طرف های مقابل منتخب.
۸. آزمون نرم افزارها و سامانه ها؛ انجام معاملات آزمایشی (شبیه سازی شده) برای اطمینان از آمادگی عملیاتی سیستم ها.

ضمیمه الف. سنجش عملکرد مدیریت نقدی: تجربه های منتخب کشورها

استرالیا

در سال های ۲۰۰۵-۲۰۰۴، دفتر مدیریت مالی استرالیا AOFM مفهوم میانگین متحرک ۹۱ روزه برای مانده پایانی حساب عمومی رسمی، یعنی حساب واحد خزانه نزد بانک مرکزی استرالیا، را معرفی کرد. دفتر مدیریت مالی استرالیا موظف بود این میانگین متحرک را پایین تر از سقف مصوب ۱/۵ میلیارد دلار نگه دارد و عملکرد بر اساس این اهداف و حدود ارزیابی می شد.

با افزایش قابل توجه جریان‌های نقدی دولت، وزیر دارایی و خزانه‌دار در فوریه ۲۰۱۷ با حذف سقف موافقت کردند. به جای آن، مجموعه‌ای از اصول مدیریت نقدی جایگزین شد تا اطمینان حاصل شود دولت بتواند تعهدات مالی خود را در سررسید ایفاء کند. اهداف دیگر شامل حداقل‌سازی هزینه تأمین مالی و کاهش هزینه نگهداری مانده‌های نقدی است؛ به‌نحوی که تنها مانده‌هایی که به‌طور احتیاطی برای پوشش نیازهای پیش‌بینی‌شده و پیشامدها لازم است نگهداری شود و مازاد با ریسک پایین یا حداقلی سرمایه‌گذاری شود. در مسیر حداقل‌سازی هزینه، دفتر مدیریت مالی استرالیا می‌کوشد از استفاده از تسهیلات اضافه‌برداشت ارائه‌شده توسط بانک مرکزی استرالیا اجتناب کند. دفتر مدیریت مالی استرالیا برای پایبندی به این اصول، چارچوب عملیاتی مشخصی تدوین کرده است.

همچنین دفتر مدیریت مالی استرالیا سهم هر جزء اصلی پرتفوی را در تغییرات کلی هزینه خدمت بدهی رصد می‌کند. سپرده‌های مدت‌دار یکی از اجزای مهمی هستند که به کاهش هزینه‌های خدمت بدهی کمک می‌کنند. تغییرات واقعی با برآورد تغییراتی که در صورت وجود یک پرتفوی معیار رخ می‌داد، مقایسه می‌شود.

بریتانیا

هدف کلان مدیریت نقدی دفتر مدیریت بدهی بریتانیا به مجموعه‌ای از اهداف جزئی با شاخص‌های عملکرد تفکیک شده تقسیم می‌شود؛

هدف ۱؛ دفتر مدیریت بدهی باید هر روز نقدینگی کافی برای ایفاء تعهدات پرداختی دولت را فراهم کند. این هدف بنیادین و بدون قید و شرط است.

هدف ۲؛ عملیات مدیریت نقدی باید به گونه‌ای انجام شود که با الزامات عملیاتی بانک انگلستان در اجرای سیاست پولی تداخل نداشته باشد. دفتر مدیریت بدهی موظف است پیش از اجرای عملیات بازار باز هفتگی، مانده تجمعی هدف هفتگی را به بانک انگلستان اعلام کند و عملیات بازار خود را به گونه‌ای انجام دهد که این مانده در دامنه‌ای بسیار محدود محقق شود. هیچ عملیاتی نباید از نظر زمان‌بندی یا ماهیت، با عملیات بازار باز بانک انگلستان در تضاد باشد.

هدف ۳؛ عملیات و ترتیبات مدیریت نقدی باید به گونه‌ای باشد که کارایی بازار پول پوندی تضعیف نشود. دفتر مدیریت بدهی این هدف را به معنای حداقل‌سازی تأثیر جریان‌های نقدی روزانه منفرد بر بازار و در عین حال انجام معاملات با قیمت‌های رقابتی تفسیر می‌کند.

هدف ۴؛ دفتر مدیریت بدهی باید سیستمی داشته باشد که هزینه‌ها و ریسک‌ها در آن شفاف، قابل اندازه‌گیری و قابل پایش باشند و عملکرد نیز ارزیابی شود. رویکرد دفتر، حداقل‌سازی هزینه است نه حداکثرسازی سود. چارچوب مدیریت فعال نقدی شامل مجموعه‌ای از محدودیت‌های کمی برای ریسک نقدشوندگی، نرخ بهره، ارز و اعتباری است که ترجیحات ریسک دولت را منعکس می‌کند. عملکرد مدیریت نقدی فعال با مقایسه مستقیم بهره خالص پرداختی و دریافتی با هزینه تأمین مالی سنجیده می‌شود.

هدف ۵؛ دفتر مدیریت بدهی باید اعتبار حرفه‌ای قابل اتکاء در بازار ایجاد و حفظ کند تا در بلندمدت منجر به کاهش هزینه‌ها شود و سیستم پایدار باقی بماند. این دفتر با شفافیت، ثبات و گفت‌وگوی فعال با مشارکت‌کنندگان بازار، اعتبار خود را تقویت می‌کند.

دولت بریتانیا در سال‌های ۲۰۰۴-۲۰۰۵ امکان استفاده از معیار ارزش افزوده نسبت به یک شاخص مدیریت منفعل را بررسی کرد. انحراف از این معیار با رعایت محدودیت‌های ریسک اعتباری، نرخ بهره و نقدشوندگی برای هموارسازی نیازهای خالص نقدی روزانه مجاز بود. پس از بررسی‌های تکمیلی، مشخص شد این معیار ارزش افزوده کافی ایجاد نمی‌کند و این ایده کنار گذاشته شد.

کانادا

هدف اصلی مدیریت نقدی، نگهداری کمترین سطح ممکن از مانده‌های نقدی داخلی است، در حالی که اطمینان حاصل شود وجوه برای تأمین نیازهای روزانه با حاشیه مناسب برای عدم قطعیت در دسترس هستند و مازاد نقدینگی برای کاهش هزینه نگهداری در بازار سرمایه گذاری می‌شود.

برای پشتیبانی از این هدف کلی نقدشوندگی، دولت دارایی‌های مالی نقدشونده را در قالب سپرده‌های نقدی داخلی و ذخایر ارزی در سطحی نگه می‌دارد که حداقل یک ماه جریان‌های نقدی خالص پیش‌بینی شده (از جمله خدمت بدهی یا تأمین مالی مجدد) را پوشش دهد. این هدف اضافی به تقویت اعتماد سرمایه‌گذاران و حفظ توانایی دولت در ایفای تعهدات پرداختی در شرایط اختلال یا تأخیر دسترسی به بازارهای تأمین مالی کمک می‌کند.

بانک مرکزی کانادا به عنوان نماینده مالی دولت، صندوق درآمد تجمیعی دولت (حساب واحد خزانه) را مدیریت می‌کند. مانده‌های این حساب در سطحی احتیاطی نگهداری می‌شود که برای تأمین پنج روز کاری نیازهای نقدی غیرمرتبط با بدهی کافی باشد.

برای ایجاد بازده بر وجوه مازاد دولت، مانده‌های صندوق از طریق مناقصه رقابتی که معمولاً دو بار در هر روز کاری برگزار می‌شود با طرف‌های مقابل بخش خصوصی سرمایه‌گذاری می‌شوند. بخش بزرگی از این سپرده‌ها کاملاً وثیقه‌گذاری شده‌اند (به شکل قراردادهای باز خرید).

وزارت دارایی برای پایش و ارزیابی عملکرد از شاخص‌های زیر استفاده می‌کند؛

- ✓ روند و سطح مانده‌های نقدی در طول سال، مقایسه با ماه‌ها، فصل‌ها و سال‌های گذشته؛
- ✓ هزینه نگهداری مانده‌های نقدی برای دولت، که به صورت بازده خالص مانده‌ها اندازه‌گیری می‌شود (تفاوت بین بازده مانده‌های سرمایه‌گذاری شده در مناقصه معمولاً نزدیک به نرخ یک‌شبه و میانگین موزون بازده اسناد خزانه)؛
- ✓ سهم مانده‌های نقدی سرمایه‌گذاری شده نزد طرف‌های مقابل بخش خصوصی به صورت کاملاً وثیقه شده.

ضمیمه ب. سرمایه‌گذاری وجوه مازاد در برخی کشورها

کشور	ابزارهای سرمایه‌گذاری	توضیحات
آرژانتین	سپرده در بانک مرکزی	سپرده‌های مدت‌دار در بانک ملی آرژانتین BNA که هم به‌عنوان بانک عمومی و هم واسطه پرداخت و جمع‌آوری درآمدها عمل می‌کند.
استرالیا	سپرده در بانک مرکزی؛ گواهی‌های سپرده (در گذشته)	سرمایه‌گذاری نقدی در سپرده‌های مدت‌دار در بانک مرکزی استرالیا و گواهی‌های سپرده قابل معامله صادر شده توسط مؤسسات معتبر انجام می‌شود. از سال ۲۰۱۲ سرمایه‌گذاری‌های با بازده بسیار کم و در گواهی‌های سپرده متوقف شده است.
کانادا	عمدتاً سپرده‌ها، اما همه وثیقه‌گذاری نشده‌اند	مانده‌های نقدی نزد مؤسسات مالی معتبر سپرده‌گذاری می‌شوند. مناقصه‌ها دو بار در روز از طریق فرآیندی که توسط بانک کانادا اداره می‌شود انجام می‌شود.
شیلی	ابزارهای متنوع داخلی و بین‌المللی	در بازار داخلی شامل اوراق قرضه، سپرده‌های مدت‌دار پرو، دلار، عملیات با درآمد ثابت (قراردادهای بازخرید از طریق مناقصه با بانک دولتی و بانک‌های تجاری)، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک. در بازار بین‌المللی شامل اوراق قرضه دولتی، اوراق خزانه، گواهی سپرده، سپرده‌های مدت‌دار، قراردادهای بازخرید و صندوق‌های سرمایه‌گذاری است. شیلی سپرده‌های مدت‌دار را به بانک‌های پیش‌تأیید شده حراج می‌کند؛ وثیقه معمولاً اوراق دولتی است. همچنین سرمایه‌گذاری‌های بازخرید معکوس را حراج می‌کند.
چین	سپرده‌های وثیقه‌دار	سپرده‌های مدت‌دار تا ۹۰ روز به بانک‌های پیش‌تأیید شده (عمدتاً دولتی) به حراج گذاشته می‌شوند. وثیقه معمولاً اوراق دولتی است.
کلمبیا	سپرده در بانک مرکزی، اوراق خزانه	تمام نقدینگی مازاد ارز داخلی در سپرده‌های سودده در بانک مرکزی سرمایه‌گذاری می‌شود و گاهی اوراق خزانه نیز خریداری می‌شوند. دلار مازاد در حساب‌های سودده و سپرده‌های مدت‌دار در بانک‌های تجاری آمریکا سرمایه‌گذاری می‌شود.
کاستاریکا	گواهی سپرده، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، حساب جاری	شامل گواهی سپرده و صندوق‌های سرمایه‌گذاری با پرتفوی عمومی و حساب‌های جاری بانک‌های عمومی.
کشورهای حوزه یورو	بازخرید معکوس، سپرده‌های بدون وثیقه	بیشتر کشورها در عملیات بازخرید سرمایه‌گذاری می‌کنند، به ویژه کشورهای بزرگ. اکثر کشورها همچنین در سپرده‌های کوتاه‌مدت بدون وثیقه سرمایه‌گذاری می‌کنند.
فرانسه	سپرده در بانک مرکزی، وام بدون وثیقه، بازخرید معکوس	مازاد نقدی در حساب خزانه در بانک فرانسه با نرخ‌های قراردادی متغیر سرمایه‌گذاری می‌شود؛ همچنین در بازار یک‌شبه از طریق وام بدون وثیقه (معمولاً سه بار در روز) و قراردادهای بازخرید سرمایه‌گذاری می‌شود.

کشور	ابزارهای سرمایه گذاری	توضیحات
مجارستان	باز خرید معکوس	وثیقه های مجاز شامل اوراق دولتی و حساب های خزانه؛ طرف های مقابل مجاز شامل بانک های محلی و معامله گران اصلی؛ سررسید یک روز تا یک هفته؛ باز خرید از طریق حراج چند قیمتی.
مکزیک	ابزارهای متنوع داخلی و بین المللی	شامل اوراق دولتی و اعتباری، سپرده های دیداری یا مدت دار در بانک مرکزی و بانک های توسعه ای، اوراق صادر شده توسط بانک مرکزی، ابزار بدهی بانک های توسعه ای و بانک های متعدد، ابزار بدهی دولت های خارجی یا مؤسسات مالی خارجی، و قراردادهای باز خرید معکوس با واحدهای سرمایه گذاری یا ارز خارجی.
پرو	سپرده در بانک مرکزی و بانک های تجاری	سپرده های دیداری و مدت دار در بانک مرکزی پرو و حراج سپرده های مدت دار در سیستم مالی.
جمهوری دومینیکن	گواهی های مالی کوتاه مدت در بانک دولتی	سرمایه گذاری در گواهی های مالی کوتاه مدت با بانک عامل، ولی مجاز به سرمایه گذاری در دیگر مؤسسات مالی ملی نیز هست.
فدراسیون روسیه	سپرده ها، عمدتاً باز خرید معکوس	ابتدا تمرکز بر سپرده های بانکی از طریق حراج بود، اما اکنون عمدتاً باز خرید معکوس و وام های کوتاه مدت به ایالت ها و شهرداری ها انجام می شود.
آفریقای جنوبی	سپرده های سودده	مانده های نقدی سودده در بانک مرکزی و بانک های تجاری.
اسپانیا	سپرده های مدت دار	در گذشته مناقصه های دوره ای برای سپرده های مدت دار برگزار می کرد، با متغیر اصلی اختلاف نرخ با معیار بازار پول.
سوئد	عمدتاً گواهی و سپرده های بانک مرکزی؛ چند ابزار دیگر	دفتر بدهی ملی مدیریت نقدی را به صورت فعال انجام می دهد؛ سرمایه گذاری ممکن است شامل اوراق پوشش داده شده، باز خرید و باز خرید سه طرفه باشد.
هلند	باز خرید معکوس و سپرده در بانک مرکزی	باز خرید معکوس؛ در برخی شرایط، مازاد نقدی با اطلاع حداقل ۵ روز کاری در بانک مرکزی هلند سپرده گذاری می شود.
ترکیه	سپرده	توانایی و اختیار سرمایه گذاری در باز خرید معکوس تا ۳۰ روز از طریق حراج را دارد؛ در عمل، مازاد نقدی در بانک مرکزی نگهداری می شود.
بریتانیا	باز خرید معکوس	بازار بسیار نقدشونده، به ویژه برای سررسید کمتر از ۳۰ روز؛ امکان تنظیم فعال جریان نقدی.
ایالات متحده	سپرده های وثیقه دار	قبلاً تحت طرح TLT، مازاد نقدی در سپرده های وثیقه دار سرمایه گذاری می شد؛ از سال ۲۰۱۱، وجوه مازاد در سپرده های یک شبه بانک فدرال نگهداری می شوند.
ویتنام	سپرده های مدت دار در بانک های تجاری	سپرده های مدت دار معمولاً بین یک تا سه ماه در بانک های منتخب؛ قابلیت سرمایه گذاری در باز خرید معکوس در حال توسعه است.

منابع

- ✓ دفتر مدیریت مالی استرالیا. ۲۰۱۹. (AOFM). گزارش سالانه ۲۰۱۸-۱۹. "مشترک المنافع استرالیا، کانبرا".
<https://www.aofm.gov.au/publications/>
- ✓ بالییک، امره، یاسمین هورکان، و فاتوس کوچ. ۲۰۲۰. "چگونه یک ذخیره نقدی ایجاد کنیم: راهنمای عملی برای تدوین و اجرای سیاست ذخیره نقدی." صندوق بین‌المللی پول، واشنگتن دی سی.
- ✓ شایلو، الکساندر، سیمون گری، و ربکا مک‌کاگرین. ۲۰۰۸. "چارچوب‌های وثیقه بانک مرکزی: اصول و سیاست‌ها." سند کاری صندوق بین‌المللی پول ۲۲۲/۰۸، صندوق بین‌المللی پول، واشنگتن دی سی.
- ✓ کروز، پابلو، و فاتوس کوچ. ۲۰۱۸. «ضریب نقدینگی رویه‌های مدیران بدهی عمومی در کشورهای عضو سازمان همکاری و توسعه اقتصادی.» «سند‌های کاری سازمان همکاری و توسعه اقتصادی در مورد استقراض دولتی و مدیریت بدهی عمومی شماره ۹، سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، پاریس- www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/the-liquidity-buffer-practices-of-public-debt-managers-in-oecd-countries ۳b۴۶۸۹۶۶-e n.
- ✓ فاینوییم، اسرائیل، و سیلندرا پاتانایاک. ۲۰۱۰. «حساب واحد خزانه‌داری: مفاهیم، طراحی و مسائل مربوط به اجرا. سند کاری صندوق بین‌المللی پول ۱۴۳/۱۰، صندوق بین‌المللی پول، واشنگتن دی سی.
- ✓ فاینوییم، اسرائیل، ماریو پسوا، و مایک ویلیامز. ۲۰۱۵. «مدیریت نقدینگی و مدیریت بدهی: تعامل، هماهنگی و ادغام.» در مدیریت مالی عمومی در آمریکای لاتین: کلید کارایی و شفافیت، ویرایش شده توسط کارلوس پیمنتا و ماریو پسوا. واشنگتن دی سی: بانک توسعه بین آمریکایی.
- ✓ صندوق بین‌المللی پول (IMF). ۲۰۱۲. «چارچوب سیاست کلان اقتصادی برای کشورهای در حال توسعه غنی از منابع.» مقاله سیاستی صندوق بین‌المللی پول، واشنگتن دی سی.
- ✓ پسوا، ماریو، و مایک ویلیامز. ۲۰۱۲. «مدیریت نقدینگی دولت: رابطه بین خزانه‌داری و بانک مرکزی.» یادداشت‌ها و دستورالعمل‌های فنی صندوق بین‌المللی پول ۲۴، صندوق بین‌المللی پول، واشنگتن دی سی.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2012/tnm1202.pdf>.
- ✓ سانتورو، پاول. ۲۰۱۲. «تکامل مدیریت نقدینگی خزانه‌داری در طول بحران مالی.» مسائل جاری در اقتصاد و دارایی ۸ (۳). بانک فدرال رزرو نیویورک، نیویورک.
- ✓ دفتر مدیریت بدهی بریتانیا. ۲۰۱۹. (UK DMO). «بررسی سالانه ۲۰۱۸-۱۹.» لندن. UK DMO.
<https://www.dmo.gov.uk/media/16118/gar1819.pdf>.
- ✓ ویلیامز، مایک. ۲۰۱۰. «مدیریت نقدینگی دولت: تعامل آن با سایر سیاست‌های مالی.» یادداشت‌ها و کتابچه‌های راهنمای فنی صندوق بین‌المللی پول ۱۳/۱۰، صندوق بین‌المللی پول، واشنگتن دی سی.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2010/tnm1013.pdf>.