



جمهوری اسلامی ایران  
وزارت امور اقتصادی و دارایی

## مدیریت مانده نقدینگی موقت خزانه (با تمرکز بر ابزارهای بازار سرمایه)

خزانه‌داری کل کشور  
مرکز امور خزانه و مدیریت نقدینگی  
گروه مدیریت نقدینگی و تحلیل سیاست مالی  
بهمن ماه ۱۴۰۴



# راهنمای انتخاب ابزارهای سرمایه‌گذاری نقدینگی موقت خزانه

مدیریت نقدینگی موقت خزانه با هدف صیانت از اصل منابع عمومی و تضمین ایفای به‌موقع تعهدات انجام می‌شود. طبق اصل «تطابق سررسید»، وجوه دولت تنها باید در ابزارهایی با نقدشوندگی بالا و ریسک کم سرمایه‌گذاری شوند تا خللی در پرداخت‌های عمومی ایجاد نشود.



## مدیریت نقدینگی دولت

ابزارهای مجاز و اولویت‌دار

ابزارهای غیرمجاز و پرریسک



صندوق‌های بازار پول



اوراق دولتی

ابزارهای صندوق‌های بازار پول و اوراق دولتی

این ابزارها به دلیل ریسک حداقلی و امکان ابطال سریع، با ماهیت تعهدآور منابع خزانه سازگارند.



سهام و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مختلط

نوسانات قیمتی بالا و عدم انطباق سررسید، این ابزارها را فاقد توجیه حرفه‌ای می‌کند.



ابزارهای مشتقه و مبتنی بر کالا

ریسک بسیار بالا و ماهیت نوسانی این ابزارها منجر به اختلال در جریان پرداخت‌های عمومی می‌شود.



سطح ریسک



بسیار پایین

نقدشوندگی



بسیار بالا

انطباق با تعهدات خزانه



انطباق کامل

### سهام و صندوق مختلط

سطح ریسک



بالا

نقدشوندگی



متوسط

انطباق با تعهدات خزانه



عدم انطباق

### مشتقه و کالا

سطح ریسک



بسیار بالا

نقدشوندگی



متغیر

انطباق با تعهدات خزانه



مغایرت کامل

بسمه تعالی

|                                                                                                    |                                                                     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|
| عنوان                                                                                              | مدیریت مانده نقدینگی موقت خزانه (با تمرکز بر ابزارهای بازار سرمایه) |
| منتشر کننده                                                                                        | مرکز امور خزانه و مدیریت نقدینگی - خزانه داری کل کشور               |
| تدوین                                                                                              | گروه مدیریت نقدینگی و تحلیل سیاست مالی                              |
| طبقه بندی گزارش                                                                                    | عادی                                                                |
| تاریخ انتشار                                                                                       | بهمن ماه ۱۴۰۴                                                       |
| کد گزارش                                                                                           | P551114040930                                                       |
| مطالب مندرج در این گزارش، نظر رسمی وزارت اموراتقتصادی و دارایی (خزانه داری کل کشور) محسوب نمی شود. |                                                                     |
| Title: Cash Management of Short-Term Treasury Balances (Focusing on Capital Market Instruments)    |                                                                     |



## فهرست مطالب:

|    |                                                                      |
|----|----------------------------------------------------------------------|
| ۱  | ۱.مقدمه و بیان مسئله                                                 |
| ۲  | ۲. حساب واحد خزانه و منطق نگهداری نقدینگی موقت                       |
| ۲  | ۳. اصل بنیادین: تطابق سررسید                                         |
| ۳  | ۴. امکان یا عدم امکان ورود نقدینگی موقت به بازار سرمایه              |
| ۴  | ۴,۱. سرمایه‌گذاری مستقیم در سهام                                     |
| ۴  | ۴,۲. سرمایه‌گذاری مستقیم در اوراق بدهی                               |
| ۶  | ۴,۳. صندوق‌های با درآمد ثابت                                         |
| ۸  | ۴,۳,۱. صندوق‌های سرمایه‌گذاری با تمرکز بر اوراق دولتی در ایران       |
| ۸  | ۴,۳,۱,۱. ترکیب دارایی (پرتفوی) صندوق‌های اوراق دولتی                 |
| ۹  | ۴,۳,۱,۲. نمونه‌هایی از صندوق‌های فعال در ایران و سهم اوراق در پرتفوی |
| ۱۱ | ۴,۴. صندوق‌های مختلط و سهامی                                         |
| ۱۲ | ۴,۵. ابزارهای مشتقه و کالایی                                         |
| ۱۳ | ۴,۶. صندوق‌های بازار پول                                             |
| ۱۵ | ۵. جمع‌بندی و توصیه‌های سیاستی                                       |
| ۱۷ | منابع                                                                |

## ۱. مقدمه و بیان مسئله

«نقدینگی موقت خزانه»<sup>۱</sup> به بخشی از وجوه عمومی اطلاق می‌شود که علی‌رغم طی کامل فرآیند بودجه‌ریزی، تخصیص اعتبار و ایجاد تعهد پرداخت، به دلیل عدم فرارسیدن سررسید قانونی یا اجرایی پرداخت‌ها، به‌طور موقت در حساب‌های خزانه باقی می‌ماند. این نوع نقدینگی نه به‌عنوان مازاد بودجه‌ای و نه به‌عنوان منابع آزاد دولت تلقی می‌شود، بلکه نتیجه طبیعی عدم تطابق زمانی میان جریان‌های ورودی و خروجی وجوه عمومی در عملیات مالی دولت‌هاست.

ویژگی اساسی این منابع آن است که مصرف آن‌ها از پیش تعیین شده، قطعی و غیرقابل اجتناب بوده و صرفاً عامل زمان موجب باقی ماندن موقت آن‌ها در خزانه می‌شود. از این‌رو، اختیار دولت نسبت به این وجوه، اختیار مصرفی یا تخصیصی جدید نیست، بلکه محدود به مدیریت موقت وجوه با هدف حفظ توان ایفای تعهدات در سررسید مقرر است. در همین چارچوب، صندوق بین‌المللی پول این وضعیت را چنین تعریف می‌کند:

«نقدینگی موقت خزانه به بخشی از وجوه عمومی اطلاق می‌شود که علی‌رغم تخصیص قطعی و وجود تعهد پرداخت، به دلیل عدم فرارسیدن سررسید، به‌طور موقت در حساب خزانه باقی می‌ماند و صرفاً تا زمان ایفای تعهدات قابل مدیریت است.» (IMF, ۲۰۱۰, p. ۳-۹)

بر اساس این تعریف، نقدینگی موقت خزانه ماهیتی زمان‌مند، تعهدآور و غیرقابل تبدیل به منابع آزاد دارد و هرگونه تصمیم‌گیری درباره نحوه به‌کارگیری آن باید با رعایت دقیق زمان‌بندی پرداخت‌ها، حفظ نقدشوندگی، صیانت از اصل منابع و اجتناب از پذیرش ریسک‌های غیرضروری صورت گیرد. به همین دلیل، مدیریت این نقدینگی ذیل مفهوم «مدیریت نقدی دولت»<sup>۲</sup> طبقه‌بندی و به‌طور روشن از تصمیمات سرمایه‌گذاری بلندمدت و سیاست‌های تأمین مالی دولت تفکیک می‌شود.

نهادهای بین‌المللی تأکید دارند که عدم تفکیک مفهومی و عملی میان نقدینگی موقت خزانه و مازاد واقعی منابع می‌تواند منجر به خطاهای سیاستی، اختلال در نظم پرداخت‌های دولتی و افزایش ریسک‌های مالی و اعتباری شود. (OECD, ۲۰۲۵, p. ۱۰-۱۲) از این‌رو، شناسایی دقیق این مفهوم، مبنای ضروری هرگونه بحث کارشناسی درباره امکان، حدود و ابزارهای به‌کارگیری رسوب نقدینگی خزانه در بازارهای مالی، از جمله بازار سرمایه، محسوب می‌شود.

<sup>۱</sup> Temporary Treasury Cash Balance

<sup>۲</sup> Government Cash Management

## ۲. حساب واحد خزانه و منطق نگهداری نقدینگی موقت

شکل‌گیری مانده‌های نقدی موقت در عملیات مالی دولت‌ها امری اجتناب‌ناپذیر است و به‌خودی‌خود نشانه ناکارآمدی مالی محسوب نمی‌شود. آنچه اهمیت دارد، چارچوب نهادی مدیریت این مانده‌ها است؛ در این چارچوب، استقرار حساب واحد خزانه (TSA)<sup>۳</sup> پیش‌شرط مدیریت کارآمد نقدینگی دولت است، حساب واحد خزانه به دولت امکان می‌دهد منابع نقدی خود، از جمله مانده‌های نقدی موقت، را تجمیع و مدیریت کند. منطق حساب واحد خزانه مبتنی بر تمرکز وجوه نقد دولت در یک ساختار حسابداری یکپارچه است که از پراکندگی منابع در حساب‌های متعدد دستگاه‌ها جلوگیری می‌کند. پراکندگی موجب انباشت مانده‌های راکد و هم‌زمان افزایش نیاز به استقراض کوتاه‌مدت می‌شود.

از منظر مدیریت نقدینگی موقت، استقرار حساب واحد خزانه سه کارکرد اصلی دارد: نخست، جلوگیری از راکد ماندن منابع تخصیص‌یافته اما مصرف‌نشده پیش از سررسید پرداخت‌ها، دوم، فراهم‌سازی امکان مدیریت فعال مانده‌های نقدی موقت از طریق بهبود زمان‌بندی پرداخت‌ها و هموارسازی جریان نقد، و سوم، کاهش استقراض کوتاه‌مدت غیرضروری دولت. مجموعه این کارکردها موجب کاهش هزینه‌های مالی و ارتقای کارایی مدیریت منابع عمومی می‌شود.

در مجموع، حساب واحد خزانه نه صرفاً یک ابزار حسابداری، بلکه زیرساخت نهادی مدیریت منضبط و قاعده‌مند نقدینگی موقت خزانه است که امکان تفکیک روشن میان منابع تعهد شده، مانده عملیاتی و وجوه موقت قابل مدیریت را فراهم می‌کند.

## ۳. اصل بنیادین: تطابق سررسید (MM)<sup>۴</sup>

اصل تطابق سررسید یکی از اصول کلیدی و غیرقابل چشم‌پوشی در مدیریت نقدینگی موقت خزانه است. بر اساس این اصل، منابعی که دولت برای پرداخت تعهدات مالی آینده در اختیار دارد، باید فقط در ابزارهایی سرمایه‌گذاری شوند که سررسید آن‌ها قبل از موعد پرداخت تعهدات باشد. رعایت این اصل باعث می‌شود جریان نقدی دولت در موعد مقرر تامین شود و نیاز به استقراض کوتاه‌مدت غیرضروری کاهش یابد. (OECD, ۲۰۲۵, p. ۴۸)

به دلیل تعهدآور بودن نقدینگی موقت، سرمایه‌گذاری در ابزارهای بلندمدت یا دارای ریسک قیمت، با اهداف مدیریت نقدینگی مغایرت دارد. سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌تواند دسترسی به وجوه را در سررسید محدود کند و

<sup>۳</sup> Treasury Single Account

<sup>۴</sup> Maturity Matching

نوسانات قیمت یا تغییرات نرخ بهره، ارزش منابع دولت را کاهش دهد؛ بنابراین، حفظ اصل سرمایه و اجتناب از پذیرش ریسک قیمتی از اصول اساسی مدیریت این منابع است.

تمامی تصمیمات سرمایه‌گذاری باید بر اساس هماهنگی با جدول زمان‌بندی پرداخت‌ها و پیش‌بینی جریان‌های نقدی انجام شود. این کار به خزانه اجازه می‌دهد مازاد کوتاه‌مدت را در ابزارهای کم‌ریسک و کوتاه‌مدت نگه دارد، بدون آنکه توانایی دولت در انجام تعهدات مالی تحت تأثیر قرار گیرد.

وجوه موقت همچنین باید در ابزارهایی نگهداری شوند که امکان تبدیل سریع و بدون ریسک به وجه نقد را داشته باشند. این ویژگی، علاوه بر تضمین پرداخت‌های به‌موقع، امکان مدیریت فعال جریان‌های نقدی و پاسخ به تغییرات کوتاه‌مدت در نیازهای مالی یا شرایط اقتصادی غیرمنتظره را فراهم می‌کند.

اصل تطابق سررسید همچنین مانع از تضاد بین سرمایه‌گذاری و تعهدات آتی می‌شود. به عبارت دیگر، منابعی که دولت متعهد به پرداخت آن‌ها است، نباید در دارایی‌هایی سرمایه‌گذاری شوند که نقدشوندگی یا سررسید آن‌ها با زمان تعهدات همخوانی ندارد. رعایت این اصل، استفاده بهینه از مازاد وجوه کوتاه‌مدت و مدیریت ریسک عملیاتی را ممکن می‌کند و همزمان با اهداف محافظت از منابع عمومی و ثبات مالی دولت سازگار است. (OECD, ۲۰۲۵, P ۱۵)

#### ۴. امکان یا عدم امکان ورود نقدینگی موقت به بازار سرمایه

نقدینگی موقت خزانه، به‌عنوان وجوهی دارای تعهد پرداخت قطعی و زمان‌مند، واجد ویژگی‌هایی است که آن را به‌طور ماهوی از منابع آزاد یا مازاد دولت متمایز می‌سازد. هدف از مدیریت این نقدینگی، نه کسب بازده سرمایه‌ای، بلکه حفظ اصل منابع، تضمین ایفای تعهدات در سررسید مقرر و کاهش هزینه فرصت نگهداری وجوه نقد است. از این‌رو، هرگونه به‌کارگیری این منابع در بازار سرمایه باید ذیل اصول بنیادین مدیریت نقدی دولت، از جمله تطابق سررسید، حداقل‌سازی ریسک و حداکثرسازی نقدشوندگی، ارزیابی شود.

بر این اساس، روش‌های مختلف سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه را نمی‌توان به‌صورت یکسان و بدون توجه به ماهیت نقدینگی موقت خزانه مورد استفاده قرار داد. در ادامه، هر یک از روش‌های متعارف سرمایه‌گذاری در بورس، صرفاً از منظر امکان‌پذیری، مزایا و محدودیت‌های آن‌ها برای مدیریت نقدینگی موقت خزانه بررسی می‌شود.

##### ۴.۱. سرمایه‌گذاری مستقیم در سهام

سرمایه‌گذاری مستقیم در سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس برای مدیریت نقدینگی موقت خزانه با محدودیت‌های قابل توجهی مواجه است. تحلیل این روش را می‌توان بر اساس سه معیار کلیدی مدیریت وجوه عمومی انجام داد:

۱. ریسک قیمتی و ارزش دارایی‌ها: قیمت سهام در کوتاه‌مدت نوسان قابل توجهی دارد و ارزش دارایی‌ها به شدت تحت تأثیر شرایط بازار قرار می‌گیرد. بنابراین، این روش نمی‌تواند امنیت سرمایه و پیش‌بینی دقیق ارزش نقدی منابع دولت را تضمین کند.

۲. نقدشوندگی: در شرایط بی‌ثباتی بازار، امکان تبدیل سریع سهام به وجه نقد بدون تحمل زیان همواره تضمین نمی‌شود. این موضوع با اصل حداکثرسازی نقدشوندگی و الزامات عملیاتی خزانه تعارض دارد.

۳. تطابق با سررسید تعهدات: نقدینگی موقت خزانه منابعی با تعهد پرداخت قطعی و زمان‌بند مشخص هستند. سرمایه‌گذاری در سهام که سررسید و جریان نقدی مشخصی ندارد، با اصل تطابق سررسید و برنامه‌ریزی پرداخت‌های دولت ناسازگار است.

از منظر حقوقی و نهادی نیز، ورود مستقیم خزانه‌داری به معاملات سهام، با ماهیت امانی منابع عمومی مغایرت دارد. بدیهی است منابعی که مصرف آن‌ها از پیش تعیین شده و پرداخت آن‌ها اجتناب‌ناپذیر است، نباید در دارایی‌هایی به کار گرفته شوند که ارزش آن‌ها در کوتاه‌مدت در معرض نوسانات بازار قرار دارد، زیرا این امر می‌تواند منجر به اختلال در پرداخت‌های دولتی و افزایش ریسک مالی شود. با توجه به این موضوع، سرمایه‌گذاری مستقیم در سهام امکان بازده بالقوه بلندمدت دارد، اما از منظر مدیریت نقدینگی موقت خزانه، دارای ریسک بالا و نقدشوندگی محدود است و با تطابق سررسید تعهدات همخوانی ندارد. بنابراین، این روش فقط در چارچوب بلندمدت و به عنوان ابزاری غیرمرتبط با نقدینگی موقت قابل ارزیابی است و برای مدیریت منابع کوتاه‌مدت دولت توصیه نمی‌شود.

#### ۴.۲. سرمایه‌گذاری مستقیم در اوراق بدهی

سرمایه‌گذاری مستقیم در اوراق بدهی یکی از گزینه‌هایی است که در صورت رعایت ضوابط دقیق و محدودیت‌های مشخص، برای به کارگیری نقدینگی موقت خزانه مورد بررسی قرار می‌گیرد. اوراق بدهی به دلیل ساختار مشخص، نرخ بازده پیش‌بینی شده و سررسید معین، نسبت به سهام و سایر دارایی‌های ریسک‌پذیر، انطباق بیشتری با ماهیت تعهدآور و زمانمند نقدینگی موقت دارند و می‌توانند ابزار موثری برای مدیریت دقیق جریان‌های نقدی کوتاه‌مدت دولت باشند.

این ابزارها، به‌ویژه در شرایطی که دولت نیاز به برنامه‌ریزی دقیق برای پرداخت تعهدات آتی دارد، امکان هماهنگی میان منابع و مصارف نقدی را فراهم می‌کنند و می‌توانند نقش مهمی در کاهش هزینه‌های فرصت، مدیریت ریسک و ارتقای امنیت منابع خزانه ایفا کنند.

#### مزایا:

۱. وجود سررسید مشخص و قابل پیش‌بینی

اوراق بدهی دارای تاریخ سررسید معین هستند و این ویژگی امکان تطابق زمانی میان جریان‌های ورودی و خروجی وجوه را فراهم می‌آورد. مطابق استانداردهای سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی، ابزارهای دارای سررسید مشخص در صورتی که با زمان پرداخت‌های دولت هماهنگ باشند، می‌توانند برای مدیریت مانده‌های نقدی موقت مورد استفاده قرار گیرند. (OECD, ۲۰۲۵.P.۱۲) این ویژگی، امکان برنامه‌ریزی کوتاه‌مدت و دقیق خزانه را فراهم کرده و از بروز کسری نقدی غیرمنتظره جلوگیری می‌کند.

## ۲. ریسک قیمتی محدودتر نسبت به سهام

در مقایسه با سهام و سایر دارایی‌های نوسان‌پذیر، اوراق بدهی دارای ثبات بیشتری در ارزش کوتاه‌مدت هستند. این ثبات به خزانه اجازه می‌دهد تا اصل منابع را حفظ کند و از نوسانات بازار که می‌تواند ارزش نقدینگی موقت را کاهش دهد، جلوگیری شود. همچنین، نرخ بازده مشخص یا قابل برآورد این اوراق، امکان مدیریت پیش‌بینی‌شده جریان‌های نقدی را فراهم می‌کند و عدم قطعیت درآمدی خزانه را کاهش می‌دهد.

## ۳. جریان درآمدی قابل پیش‌بینی و مدیریت شده

اوراق بدهی کوتاه‌مدت با نرخ بازده مشخص، قابلیت برنامه‌ریزی دقیق و کنترل جریان‌های درآمدی را دارند. این ویژگی، علاوه بر کمک به مدیریت نقدینگی موقت، امکان تخصیص بهینه منابع مازاد کوتاه‌مدت و کاهش وابستگی به استقراض کوتاه‌مدت یا تأمین مالی جایگزین را فراهم می‌کند.

## محدودیت‌ها و ریسک‌ها:

### ۱. ریسک نقدشوندگی در بازار ثانویه

در صورت کاهش عمق یا کارایی بازار ثانویه، امکان فروش اوراق بدهی در زمان مورد نیاز بدون تحمل زیان یا هزینه اضافی محدود می‌شود. صندوق بین‌المللی پول تأکید می‌کند که حتی ابزارهای کم‌ریسک، در صورت کاهش نقدشوندگی، می‌توانند توان خزانه برای مدیریت منابع کوتاه‌مدت را با اختلال مواجه کنند (IMF, ۲۰۱۴, p. ۱۵).

### ۲. احتمال عدم تطابق سررسید با تعهدات خزانه

چنانچه سررسید اوراق بدهی از زمان ایفای تعهدات نقدی خزانه فراتر رود، منابع در معرض قفل‌شدگی و کسری نقدینگی در سررسید قرار می‌گیرند. این امر می‌تواند منجر به نیاز به تأمین مالی جایگزین یا استقراض کوتاه‌مدت شود و ریسک عملیاتی دولت را افزایش دهد.

### ۳. نامناسب بودن اوراق میان‌مدت و بلندمدت

تمرکز بر اوراق با سررسیدهای میان‌مدت و بلندمدت، حتی در صورت ارائه درآمد ثابت، با ماهیت کوتاه‌مدت نقدینگی موقت خزانه ناسازگار است. تجربه و مطالعات داخلی نیز نشان می‌دهد که استفاده از منابع خزانه در این ابزارها، می‌تواند اختلال در پرداخت‌های پیش‌بینی‌شده و افزایش ریسک مالی ایجاد کند.

با توجه به مزایا و محدودیت‌ها، سرمایه‌گذاری مستقیم در اوراق بدهی می‌تواند به عنوان گزینه‌ای مناسب برای مدیریت نقدینگی موقت خزانه مورد استفاده قرار گیرد، به شرط آنکه محدود به اوراق کوتاه‌مدت و با نقدشوندگی بالا باشد. این محدودیت باعث می‌شود که ابزار هم با اصل حفظ منابع و نقدشوندگی همخوانی داشته باشد و هم با تطابق سررسید تعهدات خزانه هماهنگ باشد.

در مقابل، استفاده از اوراق میان‌مدت یا بلندمدت، حتی با درآمد ثابت، با اهداف مدیریت نقدینگی موقت و تطابق با تعهدات دولت ناسازگار است و می‌تواند ریسک مالی و عملیاتی ایجاد کند. بنابراین، استفاده از اوراق بدهی کوتاه‌مدت به عنوان ابزار مدیریت نقدینگی موقت توصیه می‌شود، در حالی که اوراق بلندمدت باید از این چارچوب حذف شوند.

### ۴.۳. صندوق‌های با درآمد ثابت

صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت، به عنوان یکی از ابزارهای غیرمستقیم بازار سرمایه مطرح هستند و می‌توانند به عنوان گزینه‌ای مکمل برای مدیریت نقدینگی موقت خزانه مورد استفاده قرار گیرند. این صندوق‌ها عمدتاً منابع خود را در اوراق بدهی کوتاه‌مدت، اسناد خزانه و سایر ابزارهای کم‌ریسک سرمایه‌گذاری می‌کنند و از این منظر، نسبت به سرمایه‌گذاری مستقیم در بازار، انطباق بیشتری با ماهیت تعهدآور نقدینگی موقت دارند.

#### مزایا:

۱. ریسک قیمتی محدود و ساختار محافظه‌کارانه پرتفوی  
صندوق‌های با درآمد ثابت به دلیل تمرکز بر اوراق بدهی و ابزارهای کم‌ریسک، نوسان قیمتی کمتری نسبت به صندوق‌های سهامی دارند. این ویژگی با اصل حفظ منابع و مدیریت محتاطانه نقدینگی موقت همخوانی دارد. صندوق بین‌المللی پول اشاره می‌کند که استفاده از نهادهای مالی با پرتفوی محافظه‌کارانه می‌تواند به کاهش ریسک مدیریت مانده‌های نقدی موقت کمک کند. (IMF, ۲۰۱۴, p. ۱۸)

۲. تنوع دارایی و کاهش ریسک تمرکز  
این صندوق‌ها با توزیع منابع میان چندین ابزار بدهی، ریسک تمرکز را کاهش داده و ثبات بیشتری در ارزش دارایی‌ها نسبت به مدیریت مستقیم اوراق توسط خزانه ایجاد می‌کنند.

۳. مدیریت حرفه‌ای و کاهش ریسک عملیاتی خزانه  
واگذاری مدیریت وجوه به نهادهای مالی دارای مجوز، ریسک‌های عملیاتی، اجرایی و نظارتی خزانه را کاهش می‌دهد. این موضوع در شرایطی که حجم نقدینگی موقت بالا باشد، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است و امکان مدیریت بهینه منابع را فراهم می‌کند.

۴. نقدشوندگی بالاتر نسبت به نگهداری مستقیم اوراق

بسیاری از صندوق‌های با درآمد ثابت امکان ابطال واحدها در بازه‌های زمانی کوتاه را فراهم می‌کنند و این ویژگی، دسترسی خزانه به وجوه در سررسید تعهدات را تسهیل می‌کند.

### محدودیت‌ها و ریسک‌ها:

۱. ریسک نرخ بهره و تغییر ارزش خالص دارایی‌ها (NAV)<sup>۵</sup>

با وجود ریسک پایین، ارزش واحدهای صندوق‌های با درآمد ثابت می‌تواند تحت تأثیر تغییرات نرخ بهره یا شرایط بازار بدهی قرار گیرد. سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی تأکید می‌کند که حتی ابزارهای کم‌ریسک نیز از نوسانات قیمتی مصون نیستند و باید در چارچوب مدیریت محتاطانه استفاده شوند.

۲. عدم کنترل مستقیم خزانه بر ترکیب دارایی‌ها

در مقایسه با سرمایه‌گذاری مستقیم، خزانه‌داری کنترل کامل و لحظه‌ای بر سررسید و ترکیب دقیق دارایی‌های صندوق ندارد. بنابراین، لازم است محدودیت‌های مشخصی در خصوص نوع اوراق، میانگین سررسید و حداقل نقدشوندگی صندوق تعیین شود.

۳. لزوم تضمین امکان برداشت سریع

در صورتی که شرایط ابطال واحدها محدود یا زمان‌بر باشد، استفاده از صندوق‌ها می‌تواند با نیاز خزانه به دسترسی فوری به منابع در سررسید تعهدات مغایرت پیدا کند. از این رو، انتخاب صندوق باید با لحاظ دقیق مقررات نقدشوندگی و سررسید کوتاه‌مدت صورت گیرد. صندوق‌های با درآمد ثابت، در صورت اعمال ضوابط نظارتی سخت‌گیرانه و محدودسازی افق سرمایه‌گذاری، می‌توانند به‌عنوان ابزاری مکمل برای مدیریت نقدینگی موقت خزانه مورد استفاده قرار گیرند، اما نباید جایگزین کامل ابزارهای کوتاه‌مدت و بسیار نقدشونده تلقی شوند. با توجه به مزایا و محدودیت‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت گزینه‌ای مناسب و نسبتاً مطمئن برای مدیریت نقدینگی موقت خزانه هستند، به شرط آنکه:

- سرمایه‌گذاری محدود به اوراق کوتاه‌مدت و کم‌ریسک باشد.
  - نقدشوندگی واحدها تضمین شده و امکان دسترسی سریع به وجوه فراهم باشد.
  - ترکیب دارایی‌ها و میانگین سررسید صندوق تحت محدودیت‌ها و نظارت خزانه‌داری قرار گیرد.
- نکته مهم این است که صندوق‌های با درآمد ثابت نباید جایگزین کامل ابزارهای کوتاه‌مدت نقدشونده شوند، زیرا در صورت تمرکز بر اوراق میان‌مدت یا بلندمدت، ممکن است ریسک نقدشوندگی و عدم تطابق با سررسید تعهدات خزانه افزایش یابد.

### ۴,۳,۱. صندوق‌های سرمایه‌گذاری با تمرکز بر اوراق دولتی در ایران

<sup>۵</sup> Net Asset value

صندوق‌های سرمایه‌گذاری با تمرکز بر اوراق دولتی، زیرمجموعه‌ای از صندوق‌های با درآمد ثابت هستند که بخش عمده دارایی آن‌ها در اوراق بدهی منتشرشده توسط دولت (مانند اسناد خزانه اسلامی، اوراق مشارکت دولتی و سایر اوراق تضمین‌شده) سرمایه‌گذاری می‌شود. این صندوق‌ها وجوه سرمایه‌گذاران را تجمیع کرده و از طریق مدیریت حرفه‌ای و تخصصی، آن را در ابزارهای کم‌ریسک و با بازده قابل پیش‌بینی تخصیص می‌دهند. استفاده از این نوع صندوق‌ها به ویژه در مدیریت نقدینگی موقت خزانه اهمیت دارد، زیرا وجوه موقت خزانه، برخلاف منابع آزاد، دارای تعهدات مالی زمان‌بند و قطعی هستند. عدم دسترسی به منابع در سررسید می‌تواند منجر به اختلال در پرداخت‌ها، افزایش نیاز به استقراض کوتاه‌مدت، افزایش هزینه‌های دولت و کاهش اعتماد عمومی شود. صندوق‌های با تمرکز بر اوراق دولتی به دلیل ویژگی‌های ذاتی خود، از جمله: ریسک کم، نقدشوندگی مناسب و تطابق سررسید با تعهدات خزانه، می‌توانند نقش موثری در کاهش ریسک‌های عملیاتی و مالی خزانه ایفا کنند.

این صندوق‌ها بازدهی حاصل را معمولاً از طریق افزایش ارزش خالص دارایی‌ها یا پرداخت سود دوره‌ای به سرمایه‌گذاران منتقل می‌کنند و مدیریت پرتفوی توسط تیم حرفه‌ای، نیاز به دانش تخصصی سرمایه‌گذار یا خزانه را کاهش می‌دهد.

#### ۴,۳,۱,۱. ترکیب دارایی (پرتفوی) صندوق‌های اوراق دولتی

بر اساس مقررات سازمان بورس و رویه عملی صندوق‌ها، ترکیب دارایی این نوع صندوق‌ها معمولاً به شرح زیر است:

- اوراق دولتی و اوراق با درآمد ثابت (حدود ۷۰ تا ۹۰ درصد): شامل اسناد خزانه اسلامی، اوراق مشارکت دولتی و سایر اوراق بدهی کم‌ریسک که هسته اصلی پرتفوی را تشکیل می‌دهند.
- سپرده و گواهی سپرده بانکی (۵ تا ۱۵ درصد): برای افزایش نقدشوندگی، مدیریت جریان وجوه و کاهش ریسک کوتاه‌مدت.
- اوراق بدهی شرکتی و صکوک (حداکثر ۵ تا ۱۰ درصد): با هدف افزایش اندک بازدهی بدون پذیرش ریسک بالا.
- وجه نقد و معادل نقد (۳ تا ۷ درصد): جهت پاسخ‌گویی به درخواست‌های ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری و تضمین نقدشوندگی.

این ترکیب باعث می‌شود که ریسک کلی صندوق پایین باشد و نوسانات ارزش دارایی محدود باقی بماند.

#### مزایا:

۱. ریسک پایین سرمایه‌گذاری: با توجه به اینکه بخش عمده دارایی در اوراق دولتی سرمایه‌گذاری می‌شود، ریسک نکول و عدم ایفای تعهد بسیار محدود است.

۲. بازدهی نسبتاً پایدار و قابل پیش‌بینی: این صندوق‌ها معمولاً بازدهی بالاتر یا حداقل قابل رقابت با سود سپرده‌های بانکی ارائه می‌دهند.
۳. مدیریت حرفه‌ای دارایی‌ها: تصمیم‌گیری در خصوص خرید، فروش و سررسید اوراق توسط مدیران متخصص انجام می‌شود و نیاز به دانش تخصصی سرمایه‌گذار را کاهش می‌دهد.
۴. نقدشوندگی مناسب: در صندوق‌های قابل معامله (ETF)<sup>۶</sup>، امکان خرید و فروش واحدها در بورس وجود دارد و در صندوق‌های صدور و ابطالی نیز فرآیند خروج نسبتاً سریع است.
۵. معافیت‌های مالیاتی: سود حاصل از سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها معمولاً مشمول مالیات نمی‌شود که جذابیت آن‌ها را افزایش می‌دهد.

#### محدودیت‌ها و ریسک‌ها:

۱. بازدهی محدود در مقایسه با بازار سهام: در دوره‌های رونق بازار سهام، این صندوق‌ها توان رقابت با بازدهی سهام یا صندوق‌های سهامی را ندارند.
۲. ریسک نرخ بهره: تغییرات سیاست‌های پولی و نرخ سود می‌تواند بر ارزش اوراق و در نتیجه بر ارزش خالص دارایی صندوق اثرگذار باشد.
۳. عدم پوشش کامل تورم بالا: در شرایط تورم شدید، بازده واقعی (پس از کسر تورم) ممکن است منفی شود.
۴. هزینه‌های مدیریتی: بخشی از بازده صندوق صرف کارمزد مدیریت و سایر هزینه‌های عملیاتی می‌شود.

#### ۴،۳،۱،۲. صندوق‌های فعال در ایران و سهم اوراق در پرتفوی

در بازار سرمایه ایران، تعداد قابل‌توجهی صندوق با درآمد ثابت فعال هستند که تمرکز بالایی بر اوراق دولتی دارند و به‌عنوان ابزاری مطمئن برای تخصیص منابع نقدینگی موقت خزانه مورد استفاده قرار می‌گیرند. این صندوق‌ها را می‌توان به دو دسته اصلی تقسیم کرد:

۱. صندوق‌های قابل معامله با درآمد ثابت
  - سهم اوراق با درآمد ثابت در پرتفوی این صندوق‌ها معمولاً بیش از ۸۰ تا ۸۵ درصد است.
  - ویژگی‌ها: امکان خرید و فروش واحدها در بورس، نقدشوندگی بالا، دسترسی سریع خزانه به منابع در صورت نیاز فوری.
  - تحلیل عملیاتی: ترکیب پرتفوی این صندوق‌ها به گونه‌ای است که ریسک نکول بسیار پایین باشد و بخش عمده منابع در اوراق دولتی کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاری شده است.
۲. صندوق‌های صدور و ابطال با درآمد ثابت

<sup>۶</sup> Exchange Trade Fund

- سهم اوراق دولتی در پرتفوی این صندوق‌ها بین ۷۵ تا ۹۰ درصد است و مابقی شامل سپرده‌های بانکی، اوراق شرکتی یا صکوک و وجه نقد است.
  - ویژگی‌ها: امکان ابطال واحدها در بازه‌های زمانی مشخص، مدیریت حرفه‌ای پرتفوی، کاهش ریسک عملیاتی و نظارتی خزانه.
  - تحلیل عملیاتی: درصد بالای اوراق دولتی و وجود وجه نقد، خزانه را قادر می‌سازد تا در سررسید پرداخت‌ها به منابع مورد نیاز دسترسی داشته باشد. همچنین، توزیع منابع میان چندین ابزار، ریسک تمرکز و نوسان را کاهش می‌دهد.
- در مجموع، بررسی گزارش‌های دوره‌ای صندوق‌ها و امیدنامه‌های آن‌ها نشان می‌دهد که این صندوق‌ها با تمرکز بر اوراق دولتی، ترکیبی از بازده قابل پیش‌بینی، نقدشوندگی و ریسک محدود را ارائه می‌دهند و به‌عنوان ابزاری مکمل برای مدیریت نقدینگی موقت خزانه می‌توانند مورد استفاده قرار گیرند. با این حال، توجه به محدودیت‌های بازده و تأثیر نرخ بهره بر ارزش خالص دارایی همچنان ضروری است.
- با توجه به ویژگی‌ها و محدودیت‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری با تمرکز بر اوراق دولتی گزینه‌ای مطمئن و کم‌ریسک برای مدیریت نقدینگی موقت خزانه محسوب می‌شوند، به شرط آنکه:
- سهم عمده پرتفوی در اوراق دولتی کوتاه‌مدت و کم‌ریسک باشد.
  - نقدشوندگی واحدها تضمین شده و دسترسی خزانه به وجوه سریع باشد.
  - ترکیب دارایی‌ها، میانگین سررسید و سهم اوراق تحت محدودیت‌های نظارتی مشخص قرار گیرد.
- این صندوق‌ها ابزاری مکمل برای مدیریت نقدینگی موقت هستند و نباید جایگزین کامل ابزارهای کوتاه‌مدت بسیار نقدشونده شوند.

#### ۴,۴. صندوق‌های مختلط و سهامی

صندوق‌های مختلط و سهامی بخش قابل توجهی از دارایی‌های خود را در سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند و هدف اصلی آن‌ها کسب بازده بالاتر از طریق مشارکت در نوسانات بازار سرمایه است. این ویژگی سبب می‌شود ماهیت این صندوق‌ها ذاتاً مبتنی بر پذیرش ریسک قیمتی و افق سرمایه‌گذاری میان‌مدت و بلندمدت باشد؛ امری که با منطق مدیریت نقدینگی موقت خزانه که مبتنی بر تعهد پرداخت قطعی و افق زمانی کوتاه‌مدت است، سازگاری ندارد.

#### مزایا:

۱. امکان کسب بازده بالاتر در افق زمانی میان‌مدت و بلندمدت

صندوق‌های سهامی و مختلط به‌عنوان ابزارهایی با بازده بالقوه بالاتر در دوره‌های رونق بازار شناخته می‌شوند، زیرا بخشی از دارایی آن‌ها در سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌شود. این ویژگی آن‌ها را برای سرمایه‌گذاران دارای تحمل ریسک و افق زمانی بلند مناسب می‌سازد.

#### محدودیت‌ها و ریسک‌ها:

#### ۱. ریسک قیمتی بالا و نوسان‌پذیری ارزش دارایی‌ها

صندوق بین‌المللی پول تصریح می‌کند که ابزارهای مبتنی بر سهام، به دلیل نوسانات قیمتی قابل توجه، برای مدیریت مانده‌های نقدی موقت دولت نامناسب هستند. (IMF, ۲۰۱۴, p. ۱۴) وجود سهم بالای سهام در پرتفوی این صندوق‌ها موجب می‌شود ارزش دارایی‌ها در کوتاه‌مدت به‌طور معناداری دچار نوسان شود.

#### ۲. عدم قابلیت پیش‌بینی ارزش دارایی در کوتاه‌مدت

نوسانات بازار سهام سبب می‌شود ارزش واحدهای صندوق‌های مختلط و سهامی در افق کوتاه‌مدت قابل پیش‌بینی نباشد. سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی تأکید می‌کند که عدم قطعیت در ارزش دارایی‌ها، با الزامات برنامه‌ریزی پرداخت‌های قطعی دولت در تضاد است.

#### ۳. عدم انطباق با اصل تطابق سررسید و نقدشوندگی

ماهیت سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها با افق زمانی میان‌مدت و بلندمدت تعریف می‌شود و نقدشوندگی آن‌ها، به‌ویژه در شرایط بی‌ثباتی بازار، همواره تضمین شده نیست. این موضوع با اصل تطابق سررسید و ضرورت دسترسی قطعی به منابع در مدیریت نقدینگی موقت خزانه مغایرت دارد.

#### ۴. تعارض با ماهیت امانی وجوه خزانه

به‌کارگیری وجوه عمومی دارای تعهد پرداخت قطعی در ابزارهای پرریسک بازار سرمایه، با اصل احتیاط مالی و وظیفه امانی خزانه‌داری ناسازگار بوده و می‌تواند منجر به افزایش ریسک مالی دولت شود. بر این اساس، صندوق‌های مختلط و سهامی، علی‌رغم برخورداری از بازده بالقوه بالاتر در چارچوب مدیریت نقدینگی موقت خزانه به‌عنوان ابزارهایی پرریسک، نامتناسب و غیرقابل توصیه تلقی می‌شوند و استفاده از آن‌ها با استانداردهای بین‌المللی مدیریت مالی دولت همخوانی ندارد.

#### ۴.۵. ابزارهای مشتقه و کالایی

ابزارهای مشتقه و کالایی، از جمله قراردادهای آتی، اختیار معامله و ابزارهای مبتنی بر کالا، در بازارهای مالی عمدتاً با هدف پوشش ریسک، سفته‌بازی یا متنوع‌سازی پرتفوی مورد استفاده قرار می‌گیرند. ماهیت این ابزارها مبتنی بر نوسانات قیمت دارایی پایه و پذیرش ریسک‌های بازار است و استفاده از آن‌ها مستلزم دانش تخصصی،

مدیریت فعال و تحمل ریسک قابل توجه می‌باشد. این ویژگی‌ها، آن‌ها را از حیث ماهوی با منطق مدیریت نقدینگی موقت خزانه متمایز می‌سازد.

#### مزایا:

#### ۱. امکان پوشش ریسک و متنوع‌سازی دارایی‌ها در بازارهای مالی

ابزارهای مشتقه به‌عنوان ابزاری برای پوشش ریسک نوسانات قیمت یا افزایش تنوع پرتفوی سرمایه‌گذاری شناخته می‌شوند. (Hull, ۲۰۲۲, p. ۳) این کارکرد عمدتاً در چارچوب مدیریت دارایی‌های بلندمدت یا فعالیت نهادهای مالی حرفه‌ای معنا پیدا می‌کند.

#### محدودیت‌ها و ریسک‌ها:

#### ۱. ریسک بالا و نوسان‌پذیری شدید ارزش دارایی‌ها

صندوق بین‌المللی پول تصریح می‌کند که ابزارهای مشتقه به دلیل اهرم مالی، نوسانات قیمتی بالا و حساسیت به شوک‌های بازار، برای مدیریت مانده‌های نقدی کوتاه‌مدت دولت نامناسب هستند. (IMF, ۲۰۱۴, p. ۱۶) این ویژگی با ضرورت حفظ اصل منابع و ثبات ارزش نقدینگی موقت خزانه در تعارض قرار دارد.

#### ۲. پیچیدگی فنی و افزایش ریسک عملیاتی

استفاده از ابزارهای مشتقه مستلزم سازوکارهای پیچیده ارزش‌گذاری، تسویه و مدیریت ریسک است. سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی تأکید می‌کند که پیچیدگی این ابزارها می‌تواند ریسک‌های عملیاتی و نظارتی قابل توجهی برای بخش عمومی ایجاد کند.

#### ۳. عدم قطعیت در نقدشوندگی در زمان سررسید تعهدات

نقدشوندگی ابزارهای مشتقه و کالایی، به‌ویژه در شرایط تنش بازار، همواره تضمین‌شده نیست و ممکن است خروج از موقعیت‌های معاملاتی با هزینه یا زیان همراه شود. این عدم قطعیت با اصل تطابق سررسید و لزوم دسترسی قطعی به منابع در مدیریت نقدینگی موقت خزانه مغایرت دارد.

#### ۴. تعارض با ماهیت امانی وجوه عمومی

به‌کارگیری وجوه عمومی دارای تعهد پرداخت قطعی در ابزارهای پرریسک و پیچیده مالی، با اصل احتیاط مالی و وظیفه امانی خزانه‌داری ناسازگار بوده و می‌تواند ریسک مالی دولت را به‌طور معناداری افزایش دهد. بر این اساس، ابزارهای مشتقه و کالایی، علی‌رغم کارکردهای تخصصی آن‌ها در بازارهای مالی، در چارچوب مدیریت نقدینگی موقت خزانه به‌عنوان ابزارهایی پرریسک، پیچیده و غیرقابل توصیه تلقی می‌شوند و استفاده از آن‌ها با استانداردهای بین‌المللی مدیریت مالی دولت همخوانی ندارد.

## ۴,۶. صندوق‌های بازار پول<sup>۷</sup>

صندوق‌های بازار پول به‌عنوان یکی از محافظه‌کارانه‌ترین نهادهای سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی شناخته می‌شوند که مأموریت اصلی آن‌ها نه کسب بازده بالا، بلکه **حفظ اصل سرمایه**، **تأمین نقدشوندگی مستمر و مدیریت وجوه کوتاه‌مدت** است. این صندوق‌ها به‌طور ساختاری برای نگهداری و مدیریت منابعی طراحی شده‌اند که دارای افق زمانی کوتاه و تعهد پرداخت قطعی هستند و از این حیث، جایگاهی متمایز از سایر صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارند.

صندوق‌های بازار پول معمولاً ملزم به سرمایه‌گذاری در ابزارهایی با **سررسید بسیار کوتاه**، **کیفیت اعتباری بالا و ریسک نکول حداقلی** هستند. این ابزارها شامل اسناد خزانه کوتاه‌مدت، اوراق بدهی دولتی یا شبه‌دولتی با سررسید نزدیک، گواهی‌های سپرده بانکی و سایر ابزارهای بازار پول می‌شود. محدودیت‌های قانونی و نظارتی بر ترکیب دارایی این صندوق‌ها، به‌گونه‌ای طراحی شده است که از پذیرش ریسک‌های قیمتی و اعتباری قابل توجه جلوگیری کند.

صندوق بین‌المللی پول تأکید می‌کند که صندوق‌های بازار پول، به دلیل ساختار محافظه‌کارانه و تمرکز بر نقدشوندگی، یکی از ابزارهای کلیدی در چارچوب «مدیریت نقدی کوتاه‌مدت دولت» محسوب می‌شوند و نقش آن‌ها تسهیل نگهداری وجوه عمومی بدون اخلاف در زمان‌بندی پرداخت‌های دولتی است. (IMF, ۲۰۱۴, p. ۱۸) برخلاف سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت، تصمیم‌گیری در خصوص استفاده از این صندوق‌ها ماهیت سرمایه‌گذاری ندارد، بلکه در زمره تصمیمات عملیاتی مدیریت وجوه قرار می‌گیرد.

ویژگی مهم دیگر صندوق‌های بازار پول، ثبات نسبی ارزش خالص دارایی‌ها است. به دلیل سررسید کوتاه دارایی‌های پایه، تغییرات نرخ بهره یا شوک‌های بازار تأثیر محدودی بر ارزش این صندوق‌ها دارد و همین امر باعث می‌شود نوسان قیمتی آن‌ها در مقایسه با سایر صندوق‌ها حداقلی باشد سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی این ویژگی را یکی از شروط اساسی برای بکارگیری وجوه عمومی دارای تعهد پرداخت قطعی می‌داند. (OECD, ۲۰۲۵, p. ۲۳) صندوق‌های بازار پول به‌عنوان ابزارهایی مناسب برای مدیریت وجوه موقت و رسوب‌یافته معرفی می‌شوند، زیرا ضمن حفظ اصل منابع، امکان دسترسی سریع به نقدینگی را بدون ورود دولت به فعالیت‌های پرریسک بازار سرمایه فراهم می‌کنند. به همین دلیل، این صندوق‌ها از منظر نهادی نیز با وظیفه امانی خزانه‌داری و اصل احتیاط مالی دولت سازگاری بالایی دارند.

در مجموع، صندوق‌های بازار پول نه یک ابزار سرمایه‌گذاری به معنای متعارف، بلکه ابزار مدیریت وجوه کوتاه‌مدت با حداقل ریسک تلقی می‌شوند و دقیقاً به همین دلیل، در استانداردهای بین‌المللی به‌عنوان مطلوب‌ترین گزینه برای به‌کارگیری نقدینگی موقت خزانه مورد تأکید قرار گرفته‌اند.

## مزایا

۱. انطباق بالا با ماهیت نقدینگی موقت خزانه
- تمرکز صندوق‌های بازار پول بر ابزارهای کوتاه‌مدت و کم‌ریسک موجب می‌شود که اصل سرمایه در برابر نوسانات بازار تا حد زیادی مصون بماند و امکان ایفای تعهدات خزانه در سررسید بدون وقفه فراهم شود.
۲. نقدشوندگی بسیار بالا و ریسک قیمتی حداقلی
- به دلیل سررسید کوتاه دارایی‌های پایه، ارزش خالص دارایی‌های این صندوق‌ها از ثبات نسبی برخوردار است و در مقایسه با سایر صندوق‌های سرمایه‌گذاری، کمترین نوسان قیمتی را تجربه می‌کند.
۳. کاهش ریسک عملیاتی برای خزانه‌داری
- مدیریت حرفه‌ای و ساختار شفاف این صندوق‌ها، نیاز خزانه به مدیریت مستقیم ابزارهای مالی را کاهش داده و ریسک‌های اجرایی و نظارتی را محدود می‌سازد.

## محدودیت‌ها و ریسک‌ها:

۱. بازده محدود در مقایسه با سایر ابزارهای بازار سرمایه
- با توجه به اولویت حفظ اصل سرمایه و نقدشوندگی، بازده صندوق‌های بازار پول معمولاً پایین‌تر از صندوق‌های با درآمد ثابت یا ابزارهای پرریسک‌تر است و نباید از آن‌ها انتظار ایجاد سود سرمایه‌ای یا بازده بالا داشت.
۲. وابستگی بازده به شرایط نرخ بهره کوتاه‌مدت
- عملکرد این صندوق‌ها به‌طور مستقیم تحت تأثیر نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت قرار دارد و در دوره‌های کاهش نرخ بهره، بازده آن‌ها محدودتر می‌شود؛ هرچند این موضوع ماهیت محافظه‌کارانه آن‌ها را مخدوش نمی‌کند.
- در مجموع، بر اساس استانداردهای بین‌المللی مدیریت مالی دولت، صندوق‌های بازار پول مطلوب‌ترین و سازگارترین ابزار برای به‌کارگیری نقدینگی موقت خزانه محسوب می‌شوند و بیشترین همخوانی را با اصول احتیاط مالی، تطابق سررسید و حفظ توان ایفای تعهدات عمومی دارند.

## ۵. جمع‌بندی و توصیه‌های سیاستی

نقدینگی موقت خزانه، به‌عنوان پدیده‌ای ذاتی در عملیات مالی دولت، حاصل عدم تطابق زمانی میان جریان‌های ورودی و خروجی وجوه عمومی است و ماهیتی کاملاً تعهدآور، زمان‌مند و غیرقابل تبدیل به منابع آزاد دارد. از

این‌رو، مدیریت این وجوه نه در زمره تصمیمات سرمایه‌گذاری دولت، بلکه در چارچوب «مدیریت نقدی کوتاه‌مدت دولت» تعریف می‌شود و هدف اصلی آن، حفظ اصل منابع، تضمین ایفای تعهدات در سررسید مقرر و کاهش هزینه فرصت نگهداری وجوه نقد است.

بر این اساس، نخستین الزام سیاستی، تفکیک صریح مفهومی و نهادی میان نقدینگی موقت خزانه و منابع آزاد یا مازاد دولت در نظام مالی عمومی کشور است. عدم رعایت این تفکیک می‌تواند منجر به برداشت نادرست از ماهیت وجوه رسوب‌یافته، اتخاذ تصمیمات پرریسک در بازار سرمایه و در نهایت اخلاف در نظم پرداخت‌های دولتی شود. استقرار کامل و کارآمد حساب واحد خزانه نیز به‌عنوان پیش‌شرط نهادی این تفکیک، نقشی اساسی در تجمیع منابع نقدی، ارتقای شفافیت و امکان مدیریت منضبط وجوه موقت ایفا می‌کند.

تحلیل ابزارهای مختلف بازار سرمایه نشان می‌دهد که ورود نقدینگی موقت خزانه به این بازار، تنها در چارچوبی بسیار محدود و مشروط قابل دفاع است. به‌کارگیری این وجوه در سرمایه‌گذاری مستقیم سهام، صندوق‌های مختلط و سهامی، ابزارهای مشتقه و کالایی، به دلیل ریسک قیمتی بالا، عدم قطعیت نقدشوندگی و ناسازگاری با اصل تطابق سررسید، با الزامات احتیاط مالی دولت همخوانی ندارد و باید به‌طور صریح غیرقابل توصیه تلقی شود. حتی در خصوص اوراق بدهی، استفاده از این ابزار عمدتاً باید به اوراق کوتاه‌مدت با نقدشوندگی بالا و سررسید منطبق با تعهدات خزانه محدود گردد و استفاده از اوراق میان‌مدت و بلندمدت می‌باید با توجه به ریسک قفل‌شدگی منابع و کسری نقدینگی در زمان پرداخت انجام شود.

در این میان، صندوق‌های بازار پول به‌عنوان مطلوب‌ترین و سازگارترین ابزار برای مدیریت نقدینگی موقت خزانه قابل شناسایی‌اند. ساختار محافظه‌کارانه، تمرکز بر ابزارهای کوتاه‌مدت و کم‌ریسک، ثبات نسبی ارزش دارایی‌ها و نقدشوندگی بالا، این صندوق‌ها را به گزینه‌ای منطبق با ماهیت تعهدآور وجوه خزانه تبدیل کرده است. صندوق‌های با درآمد ثابت نیز، در صورت اعمال قیود سخت‌گیرانه بر ترکیب دارایی‌ها، میانگین سررسید و امکان ابطال سریع به همراه اوراق بدهی (با اولویت اوراق کوتاه مدت) می‌توانند به‌عنوان ابزار مکمل مورد استفاده قرار گیرند، اما نباید جایگزین ابزارهای بسیار کوتاه‌مدت تلقی شوند.

در نهایت، سیاست‌گذاری در حوزه مدیریت نقدینگی موقت خزانه در ایران مستلزم پرهیز از تمرکز صرف بر رویکرد سرمایه‌گذاری محور و تأکید بر منطق عملیاتی و احتیاطی مدیریت وجوه عمومی است. محدودسازی دامنه ابزارهای مجاز، تقویت چارچوب‌های نظارتی، ارتقای شفافیت و انضباط مالی و همسویی تصمیمات خزانه‌داری با استانداردهای بین‌المللی مدیریت مالی دولت، می‌تواند ضمن کاهش ریسک‌های مالی، به ثبات پرداخت‌های عمومی، کاهش نیاز به استقراض کوتاه‌مدت و افزایش کارایی نظام مالی کشور منجر شود.

• منابع:

- Williams, M. (٢٠١٠). Government cash management: Its Interaction with other Financial Policies. International Monetary Fund.
- Williams, M. (٢٠١٣). Government cash management: Relationship between The treasury and the central bank. International Monetary Fund.
- International Monetary Fund, (٢٠١٤). Global Financial Stability Report, (IMF).
- OECD. (٢٠٢٥). Government Cash Management: Relationship between the Treasury and the Central Bank. Organisation for Economic Co-operation and Development Publishing.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (٢٠٢١). Essential of Investments (١٢th ed.). New York: McGraw-Hill Education.
- Hull, J. C. (٢٠٢٢). Options, futures, and other derivatives (١١th ed.). Pearson Education.