

عملیات بازار باز با اوراق بهادار دولت و بانک مرکزی

تاریخ دریافت: ۹۴/۰۸/۰۵

تاریخ پذیرش: ۹۴/۱۲/۱۱

حسین میثمی*

کامران ندیری**

چکیده

این تحقیق^۱ تلاش می‌کند تا تا ماهیت عملیات بازار باز در بانکداری متعارف را مورد بررسی قرار داده و دو شیوه استفاده از «اوراق بهادار دولت»^۲ و «اوراق بهادار بانک مرکزی»^۳ جهت این عملیات را با یکدیگر مقایسه نماید. علاوه بر این، تجربه استفاده از اوراق مشارکت بانک مرکزی در کشور ایران را نیز مورد بررسی و تحلیل قرار می‌دهد. یافته‌های این تحقیق که به روش تحلیلی-توصیفی بدست آمده‌اند نشان می‌دهد که: اولاً، صرفاً آن دسته از اوراق بهادار می‌توانند مبنای عملیات بازار باز واقع شوند که از ویژگی‌های خاص چون حداقل ریسک، دوره زمانی کوتاه‌مدت، نرخ بهره مشخص و قابلیت بلوکه نمودن منابع برخوردار باشند. ثانیاً، در کشورهای توسعه یافته که معمولاً بازار ثانویه ساختار یافته بر روی اوراق بهادار دولتی دارند، معمولاً بانک مرکزی با ورود در این بازار به عملیات بازار باز می‌پردازد. اما در کشورهای در حال توسعه که معمولاً فاقد چنین بازارهایی می‌باشند، بانک مرکزی ناگزیر به انتشار مستقیم اوراق بهادار بانک مرکزی جهت سیاستگذاری پولی می‌باشد. ثالثاً، استفاده از هر کدام از دو شیوه (اوراق بهادار دولت یا بانک مرکزی) جهت عملیات بازار باز نقاط قوت و ضعف مخصوص به خود دارد. اما اگر شرایط بازارهای ثانویه اوراق بهادار دولتی به گونه‌ای باشد که نیازهای بانک مرکزی جهت سیاستگذاری پولی را برطرف می‌کند، عملاً دلیلی برای انتشار مستقیم اوراق توسط بانک مرکزی وجود نخواهد داشت. نهایتاً اینکه اوراق مشارکت بانک مرکزی که تاکنون به عنوان تنها ابزار عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی کشور اجرا شده است با ماهیت این عملیات سازگاری ندارد. چرا که عقد مشارکت ذاتاً با مخاطره همراه می‌باشد، دوره زمانی مشارکت معمولاً کوتاه‌مدت نیست، امکان تعیین نرخ سود به صورت قطعی و از پیش تعیین شده وجود ندارد و نهایتاً بانک مرکزی نمی‌تواند منابع جمع‌آوری شده را بلوکه کند. بنابراین، حرکت به سمت ابزارهای جایگزین اوراق مشارکت ضروری است.

واژگان کلیدی

عملیات بازار باز، اوراق بهادار دولت، اوراق بهادار بانک مرکزی، اوراق مشارکت، ایران

طبقه‌بندی JEL: E5, D53

meisamy1986@gmail.com

nadir@isu.ac.ir

* استادیار پژوهشکده پولی و بانکی (نویسنده مسئول)

** استادیار دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد، دانشگاه امام صادق (ع)

مقدمه

عملیات بازار باز در اکثر کشورهای پیشرفته که دارای بازارهای ثانویه ساختاریافته در رابطه با «اوراق بهادار دولتی» می‌باشند، از طریق ورود و خروج بانک مرکزی در این بازار صورت می‌پذیرد. در واقع زمانی که اقتصاد به جهت عرضه کم پول با نرخ بهره بالا رو به‌رو است، بانک مرکزی به خرید اوراق بهادار از مردم می‌پردازد و به این وسیله، پایه پولی را افزایش می‌دهد. در مقابل، زمانی که اقتصاد به جهت بالا بودن حجم نقدینگی با تورم روبه‌رو است، بانک مرکزی با فروش اوراق بهادار، به جمع‌آوری نقدینگی می‌پردازد. البته لازم به ذکر است که در برخی از کشورهای در حال توسعه (مانند تایلند) که فاقد بازارهای ثانویه کارا بر روی اوراق قرضه دولتی هستند، بانک مرکزی اقدام به انتشار مستقیم «اوراق بهادار بانک مرکزی» نموده و عملیات بازار باز را از این طریق سامان می‌دهد (نیده‌پیرابها،^۴ ۲۰۱۰، ص ۲۱).

در میان کشورهای در حال توسعه، تجربه جمهوری اسلامی ایران در سیاستگذاری پولی قابل توجه است. ارزیابی تجربه ایران در سه دهه اخیر نشان‌دهنده آن است که تورم دو رقمی، پدیده‌ای است که همواره با اقتصاد ایران عجین بوده و با توجه به اثرگذاری منفی این پدیده در حوزه‌های مختلف از جمله تولید ملی و سرمایه‌گذاری‌های اقتصادی، بانک مرکزی کشور به تلاش در جهت ارائه ابزارهای سیاست پولی در جهت مدیریت نقدینگی (به عنوان یکی از اصلی‌ترین عوامل اثرگذار بر تورم) اقدام نموده است.

از طرفی با توجه به اینکه در کشور قانون عملیات بانکی بدون ربا از سال ۱۳۶۳ تصویب شده و به اجرا می‌رسد و بر اساس این قانون (و بر اساس نظر مراجع و فقهای معظم) استفاده از اوراق قرضه جهت عملیات بازار باز ناصحیح است، بسیاری از ابزارهای متعارف سیاستگذاری پولی از دسترس بانک مرکزی خارج شده و این بانک جهت ارائه ابزارهای سازگار با تعالیم بانکداری اسلامی تلاش کرده است. در این راستا،

از سال ۱۳۷۳ اوراق مشارکت در کشور توسط نهادهای مختلف جهت تأمین مالی و از سال ۱۳۸۰ به عنوان ابزار عملیات بازار باز مورد استفاده قرار گرفت و تا کنون تنها از این ابزار برای عملیات بازار باز اسلامی استفاده شده است. جدیدترین استفاده از این ابزار توسط بانک مرکزی نیز مرتبط با انتشار اوراق مشارکت در نیمه دوم سال ۱۳۹۲ (به میزان سه هزار میلیارد تومان) می‌باشد.

به نظر می‌رسد دو سوال اساسی در اینجا قابل بررسی باشد:

الف) آیا از منظر علم اقتصاد و بر اساس تجربه‌های بین‌المللی، اساساً انتشار اوراق بهادار توسط بانک مرکزی جهت عملیات بازار باز امری صحیح است؟ و یا اینکه بانک مرکزی باید صرفاً در بازار ثانویه اوراق بهادار دولت به عملیات بازار باز بپردازد؟
ب) آیا اوراق مشارکت (که توسط بانک مرکزی کشور مورد استفاده واقع می‌شود) ابزاری مناسب برای عملیات بازار باز می‌باشد؟

این تحقیق تلاش می‌کند تا به این دو سوال پاسخ دهد. ساختار مقاله بدین صورت است که پس از این مقدمه، پیشینه تحقیق مورد بررسی واقع شده و پس از آن، ماهیت عملیات بازار باز در دانش اقتصاد متعارف مورد تبیین می‌گردد. در ادامه تجربه نمونه‌ای از کشورهایی که عملیات بازار باز را بر روی اوراق بهادار دولت و یا بانک مرکزی سامان می‌دهند مورد بحث واقع شده و پس از آن تجربه بانک مرکزی کشور ایران در انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی، جهت عملیات بازار باز مورد بررسی و نقد قرار می‌گیرد. قسمت آخر نیز از مباحث مطرح شده نتیجه‌گیری می‌نماید.

۱. پیشینه تحقیق

مقوله مقایسه اوراق بهادار دولت و بانک مرکزی جهت سیاستگذاری پولی، از جمله موضوعاتی است که کمتر مورد توجه محققین واقع شده است. همچنین، هر چند در مورد اوراق مشارکت نیز تحقیقات گوناگونی انجام شده است، اما به ندرت مقوله

مناسب بودن این ابزار جهت عملیات بازار باز مورد بحث قرار گرفته است. با این حال، در ادامه به برخی از تحقیقاتی که نسبتاً با موضوع این مقاله مرتبط است اشاره می‌شود. شهرآبادی (۱۳۷۴) اقدام به بررسی و ارائه مدلی برای انتشار اوراق مشارکت نموده و در این زمینه از سازوکار اوراق قرضه متعارف استفاده کرده است. هدف اصلی وی از طراحی این ابزار، شناخت چالش‌های موجود و کمک به اجرای سیاست‌های مالی به دولت می‌باشد.

هادوی تهرانی (۱۳۷۸) ضمن مقایسه اوراق مشارکت با اوراق قرضه، از جنبه فقهی اوراق مشارکت را مورد بررسی قرار داده و الزامات اجرای صحیح این اوراق را متذکر شده است. در این تحقیق چالش‌های فقهی احتمالی که می‌تواند عملیات تأمین مالی از طریق انتشار اوراق مشارکت را با مشکل مواجه سازد برجسته گردیده است.

موسویان (۱۳۷۸) به بررسی ماهیت سیاست‌گذاری پولی و به ویژه عملیات بازار باز می‌پردازد. در این تحقیق تلاش می‌شود تا ضمن بررسی تجربه سیاست‌گذاری پولی پس از تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا (با تأکید بر اوراق مشارکت)، اصول اسلامی قابل توجه در طراحی اوراق بهادار مورد تبیین واقع شود. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که امکان طراحی ابزارهای اسلامی جهت عملیات بازار باز وجود دارد.

علی‌مدد (۱۳۸۰) به بررسی استانداردهای حسابداری و مقررات انتشار اوراق مشارکت نموده و به صورت کامل نحوه ثبت و انجام امور مربوط به حسابداری این اوراق را تبیین کرده است. در واقع در این پژوهش چالش‌های مقرراتی و حسابداری انتشار اوراق مشارکت برجسته گردیده است. یافته‌های این تحقیق حاکی از آن است که در حال حاضر ثبت حسابداری اوراق مشارکت به شیوه صحیحی انجام نمی‌شود.

نظریور (۱۳۸۴) به مقوله استفاده از صکوک استصناع جهت سیاست‌گذاری پولی پرداخته و ظرفیت‌های این اوراق را برجسته می‌نماید. یافته‌های این تحقیق نشان دهنده

آن است که امکان جایگزینی اوراق قرضه با اوراق استصناع به عنوان ابزار سیاستی وجود دارد.

نودهی (۱۳۸۷) ضمن تبیین شیوه اجرای سازی سیاست پولی با استفاده از ابزار عملیات بازار باز، شیوه جایگزین نمودن اوراق مشارکت با اوراق قرضه را برجسته می‌نماید. در این مقاله در کنار عقد مشارکت، به نحوه ترکیب بیع دین با مشارکت نیز اشاره می‌شود. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که با استفاده از تجربه کشورهای اسلامی (مانند سودان)، می‌توان ابزارهایی جهت انتشار اوراق بهادار بانک مرکزی جهت سیاستگذاری پولی طراحی نمود.

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، تحقیقات پیشین به صورت پراکنده برخی از ابعاد اوراق مشارکت را مورد بررسی و تحلیل قرار داده‌اند و یا اینکه ابزارهای جدیدی مانند صکوک استصناع را در کنار این ابزار معرفی نموده‌اند. اما هنوز سوالات اصلی این تحقیق مورد توجه محققین واقع نشده و از این منظر پژوهش حاضر دارای نوآوری می‌باشد.

۲. عملیات بازار باز در اقتصاد متعارف

عملیات بازار باز از منظر عملیاتی، مهمترین جزء سیاستگذاری پولی و بانکداری مرکزی نوین به حساب می‌آید. بر این اساس، در این قسمت تلاش می‌شود تا ابعاد این عملیات به صورت دقیق مورد بررسی واقع شود.

۲-۱. تعریف

به لحاظ تعریف، منظور از عملیات بازار باز فعالیتی است که در آن بانک مرکزی با خرید و فروش گروه خاصی از اوراق بهادار، تلاش می‌کند تا اهداف سیاستی خود در بازار پول (بازار بین بانکی) را اعمال نماید. وجه تسمیه «بازار باز»، آزاد بودن عوامل اقتصادی در ورود و خروج در این بازار و مشارکت در عملیات بانک مرکزی می‌باشد.

یعنی از یک سو بانک مرکزی اختیار دارد که به خرید و فروش اوراق اقدام ورزد و از سوی دیگر، بانک‌ها (که طرف دیگر معامله هستند) نیز اختیار دارند که این اوراق را بخرند یا بفروشند (فرهنگ پالگریو،^۵ ۲۰۱۰، ص ۲۳۱).

۲-۲. ماهیت

ماهیت عملیات بازار باز را می‌توان مدیریت «ذخایر بانک مرکزی»^۶ در بازار پول در نظر گرفت. به عبارت دیگر، بانک مرکزی به دلیل حقی قانونی به نام «حق الضرب»^۷، به صورت انحصاری و نامحدود امکان انتشار پول پر قدرت را در اختیار دارد که منبع ذخایر بانک مرکزی را شکل می‌دهد. بانک مرکزی در بازار بین بانکی وارد شده و از طریق عملیات بازار باز (خرید و فروش اوراق)، عرضه و تقاضای این ذخایر را به نحوی مدیریت می‌کند که نرخ بهره رایج بازار به سمت نرخ بهره سیاستی (هدف) رهنمون گردد. بنابراین، ماهیت عملیات بازار باز چیزی نیست جز «مدیریت ذخایر در بازار پول از طریق خرید و فروش اوراق بهادار» (بانک مرکزی اتحادیه اروپا،^۸ ۲۰۱۲، ص ۱۲۱).

۲-۳. اهداف

هدف اصلی عملیات بازار باز، مدیریت نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت در بازار بین بانکی (ابزار^۹ یا هدف عملیاتی^{۱۰}) در راستای دستیابی به اهداف غائی^{۱۱} (مانند کنترل تورم) می‌باشد. در واقع هدف بانک مرکزی از خرید و فروش اوراق، هدایت نمودن نرخ‌های موجود بازار به سمت نرخ بهره هدف می‌باشد. در نتیجه مدیریت نرخ بهره کوتاه‌مدت، تورمی موجود نیز به سمت تورم هدف بانک مرکزی هدایت شده و این هدف‌گذاری سیاستگذار پولی را تامین می‌کند.

۲-۴. سازوکار

یکی از مهمترین مباحث در موفقیت عملیات بازار باز، «سازوکار اجرایی»^{۱۲} این فرآیند می‌باشد. در این رابطه بررسی تجارب بانک‌های مرکزی در کشورهای گوناگون به خوبی

نشان می‌دهد که عملیات بازار باز با سازوکار مشخصی اجرا می‌گردد. به این صورت که در ابتدا نرخ بهره واقعی بازار پول (که اصطلاحاً نرخ بهره بازاری^{۱۳} نامیده می‌شود) توسط بانک مرکزی شناسایی می‌شود. در ادامه با استفاده از امکانات قرض‌دهی و قرض‌گیری بانک مرکزی (که اصطلاحاً تسهیلات قاعده‌مند^{۱۴} نامیده می‌شود)، «کریدور نرخ بهره^{۱۵}» شکل می‌گیرد. نرخ کف کریدور، میزان بهره‌ای می‌باشد که بانک مرکزی به منابع سپرده‌گذاری شده بانک‌ها نزد خود پرداخت می‌کند و سقف آن نیز، نرخ بهره‌ای است که بانک مرکزی بابت ارائه تسهیلات به بانک‌های متقاضی، درخواست می‌نماید. بنابراین، نرخ‌های بهره تسهیلات قاعده‌مند، عملاً بستری مناسب برای بانک مرکزی، جهت مدیریت نرخ بهره با استفاده از عملیات بازار باز فراهم می‌کند.

در شرایطی که نرخ بهره بازار بالاتر از نرخ بهره هدف باشد، بانک مرکزی می‌تواند نسبت به خرید اوراق بهادار در بازار بین بانکی اقدام نموده و با این کار عرضه ذخایر افزایش و نرخ بهره کاهش می‌یابد. در مقابل، اگر نرخ بهره پایین‌تر از نرخ هدف باشد، بانک مرکزی با فروش اوراق بهادار در بازار بین بانکی نسبت به جمع‌آوری ذخایر موجود در بازار بین بانکی و افزایش نرخ بهره کوتاه‌مدت اقدام می‌ورزد (بیندسیل،^{۱۶} ۲۰۱۴، ص ۲۳۱).

۲-۵. مشخصه‌های اوراق مبنای عملیات بازار باز

یکی از نکات مهم در رابطه عملیات بازار باز، اوراقی است که می‌تواند مبنای خرید و فروش واقع شود. هر چند در ادبیات سیاست پولی، در تعریف عملیات بازار باز بیشتر بر خرید و فروش «اسناد خزانه دولتی»^{۱۷} تاکید می‌شود، اما این روش (علی‌رغم کاربرد زیادی که دارد) تنها اوراق مبنای عملیات نبوده و در کشورهای گوناگون، اوراق دیگری نیز در عملیات بازار باز مورد استفاده واقع می‌شوند. در اکثر کشورها، بانک‌های مرکزی قبل از شروع عملیات بازار باز، لیستی از اوراق بهادار قابل قبول جهت این عملیات را

اعلام نموده و در شرایط گوناگون (رونق و رکود) نیز نسبت به تعدیل لیست اقدام می‌ورزند (بیندسیل و جابلکی،^{۱۸} ۲۰۱۱، ص ۳۴).

حال سوالی که مطرح می‌شود: «آیا تمامی اوراق بهادار موجود در بازارهای مالی می‌توانند مبنای خرید و فروش بانک مرکزی جهت انجام عملیات بازار باز واقع شوند؟». بررسی نظریه سیاستگذاری پولی و تجربه انجام عملیات بازار باز در کشورهای گوناگون نشان می‌دهد که پاسخ به این سوال منفی می‌باشد. به عبارت دیگر، صرفاً آن دسته از اوراق بهادار می‌توانند مبنای عملیات بازار باز واقع شوند که از ویژگی‌های خاصی برخوردار باشند. در ادامه به برخی از مهمترین این ویژگی‌ها اشاره می‌شود.

الف) حداقل ریسک

اولین و مهمترین ویژگی اوراق بهادار قابل استفاده جهت عملیات بازار باز، داشتن «حداقل ریسک»^{۱۹} می‌باشد. در واقع به دلیل آنکه اوراقی که بانک مرکزی در این عملیات خریداری می‌کند، در ستون دارائی ترازنامه بانک مرکزی وارد می‌شوند، لازم است از ریسک بسیار پائینی برخوردار باشند تا ترازنامه بانک مرکزی با مخاطره مواجه نشود. از طرف دیگر، عملیات بازار باز اساساً فعالیتی در بازار پول است که براساس تعریف، بازاری کوتاه‌مدت با حداقل ریسک می‌باشد (بیندسیل، ۲۰۱۴، ص ۲۵۵).

ب) نقدشوندگی

«نقدشوندگی»^{۲۰} دومین ویژگی دارای اهمیت در رابطه با اوراق مبنای عملیات بازار باز می‌باشد. منظور از نقدشونده بودن اوراق بهادار آن است که بتوان آنها را در بازار ثانویه با حداقل هزینه به پول نقد تبدیل نمود. به طور خلاصه می‌توان نقدشوندگی اوراق بهادار را معادل «جانشین نزدیک پول نقد»^{۲۱} بودن آنها در نظر گرفت.

ج) دوره زمانی کوتاه‌مدت

سومین مقوله دارای اهمیت در رابطه با اوراق مبنای عملیات بازار باز، «دوره زمانی کوتاه‌مدت»^{۲۲} می‌باشد. در واقع اوراقی به طور عمده توسط بانک‌های مرکزی جهت این

عملیات مورد استفاده واقع می‌شوند که سررسید نهایتاً یک ساله داشته باشند. به عبارت دیگر، اوراق بازار پول مناسب عملیات بازار باز هستند و نه اوراق بازار سرمایه. مهمترین این موارد، «اسناد خزانه دولتی» می‌باشد که در کشورهای گوناگون به میزان قابل توجهی مورد استفاده بانک‌های مرکزی جهت عملیات بازار باز واقع می‌شود. اسناد خزانه دولتی، اوراق بدهی دولتی هستند که در بازار اولیه جهت رفع نیازهای مالی دولت منتشر شده و در بازار ثانویه (توسط بانک مرکزی) جهت عملیات بازار باز خرید و فروش می‌شود (میشکین، ۲۰۱۳، ص ۴۲۱).

د) نرخ بهره مشخص

داشتن «نرخ بهره مشخص» ویژگی دیگر اوراق قابل استفاده در عملیات بازار باز می‌باشد. در واقع نرخ بهره اوراق باید مشخص بوده و قبل از انجام معامله بتوان میزان آن را معین کرد. مسلماً مشخص نبودن نرخ بهره اوراق، یکی از فاکتورهای ایجاد ریسک در اوراق خواهد بود. بنابراین اوراقی که نرخ بهره مشخص ندارد، برای عملیات بازار باز چندان مناسب نیست.

ه) قابلیت بلوکه نمودن منابع

ویژگی مهم دیگر در رابطه با اوراق مبنای عملیات بازار باز، امکان یا قابلیت «بلوکه نمودن»^{۳۳} منابع برای بانک مرکزی است. در واقع (همان طور که قبلاً ذکر شد)، عملیات بازار باز بانک مرکزی در بازار بین بانکی، به مقوله «خلق و نابودی پایه پولی»^{۳۴} (پول پر قدرت یا ذخایر بازار پول) از طریق خرید و فروش اوراق مرتبط می‌شود که لازمه آن، امکان پذیر بودن بلوکه نمودن ذخایر می‌باشد. به عبارت دیگر، بانک مرکزی باید صرفاً از اوراقی استفاده کند که مثلاً با فروش آنها، بتواند به راحتی منابع نقدی را از بازار بین بانکی خارج نموده و از این مسیر بر نرخ بهره کوتاه‌مدت تأثیر بگذارد.

و) قابلیت وثیقه‌گذاری

یکی دیگر از ویژگی‌های بسیار مهم برای اوراق مبنای عملیات بازار باز، قابلیت استفاده به عنوان «وثیقه»^{۲۵} است. در واقع در بازارهای بین بانکی توسعه یافته، اکثر وام‌هایی که به صورت شبانه، سه روزه، یک هفته‌ای، یک ماهه، سه ماهه، شش ماهه و حتی یک ساله بین بانک‌های فعال در بازار جابجا می‌شود، «وام‌های وثیقه‌دار»^{۲۶} هستند؛ که این وثایق هم عمدتاً اوراق بهادار کوتاه‌مدت می‌باشند.

۳. تجارب کشورهای منتخب در اجرای عملیات بازار باز

همان‌طور که در قسمت‌های قبل ذکر شد، عملیات بازار باز اصلی‌ترین شیوه عملیاتی مورد استفاده توسط بانک‌های مرکزی کشورهای مختلف جهت سیاست‌گذاری پولی می‌باشد. بر این اساس ضرورت دارد تا تجربه کشورها در اجرای این شیوه مورد بررسی قرار گیرد. در این رابطه هر چند می‌توان تجارب کشورها را از جنبه‌های گوناگونی تقسیم‌بندی نمود، اما با توجه به اینکه نقطه تمرکز این پژوهش مقوله «اوراق بهادار» مورد استفاده است، در ادامه تجربه کشورها در دو گروه کلی مورد بحث قرار می‌گیرد که عبارت‌اند از: «کشورهای انجام دهنده عملیات بازار باز بر روی اوراق بهادار دولتی» و «کشورهای انجام دهنده عملیات بازار باز بر روی اوراق بهادار بانک مرکزی». در ادامه به بیان این تجارب پرداخته شده و پس از آن به مقایسه این دو شیوه با یکدیگر پرداخته می‌شود.

۳-۱. کشورهای انجام دهنده عملیات بازار باز بر روی اوراق بهادار دولتی

به طور کلی می‌توان مدعی بود که بیشتر کشورهای توسعه یافته که بازارهای ثانویه اوراق بهادار دولتی در آنها ساختاریافته و منسجم می‌باشند، عملیات بازار باز خود را در این بازارها سامان می‌دهند. به عبارت دیگر، بانک مرکزی صرفاً در بازار ثانویه اوراق بهادار دولتی وارد شده و با خرید و فروش اوراق بهادار دولتی، به اجرای عملیات بازار

باز اقدام می‌نماید. در واقع در این دسته از کشورها اساساً نیازی به انتشار مستقیم اوراق بهادار توسط بانک مرکزی وجود ندارد.

نکته جالب توجه آن است که شیوه اعمال سیاست‌های پولی در کشورهای توسعه یافته (مانند آمریکا و اکثر کشورهای اروپائی) در طول زمان به یکدیگر نزدیک شده است و می‌توان ابعاد مشترک گوناگونی را در رابطه با آنها مشاهده نمود (والاس، ۲۰۱۳، ص ۲۳۳). در آنچه در پی می‌آید به تجارب دو کشور کشور آمریکا و ترکیه پرداخته می‌شود.^{۲۷} یادآور می‌شود به دلیل اینکه عملیات بازار باز صرفاً جزئی از چارچوب سیاست پولی می‌باشد، در رابطه با هر کشور ابتدا توضیح مختصری در رابطه با ساختار و چارچوب سیاست پولی ارائه شده و پس از آن به مقوله عملیات بازار باز پرداخته می‌شود.

الف) ایالات متحده آمریکا

بانکداری مرکزی در آمریکا تحت عنوان: «نظام فدرال رزرو»^{۲۸} شناخته شده و بر همین مبنا، بانک مرکزی این کشور نیز اصطلاحاً «فدرال رزرو» یا «فد»^{۲۹} نامیده می‌شود. این بانک در سال ۱۹۱۳ و بر اساس «قانون فدرال رزرو»^{۳۰} تشکیل شد و به فعالیت مشغول گردید. ساختار، اختیارات و مسئولیت‌های فدرال رزور در طول زمان توسعه یافته است (فرگوسن، ۲۰۰۸، ص ۲۱۱).

نظام فدرال رزرو دارای اجزای گوناگونی می‌باشد که مهمترین آنها سه رکن: «هیئت حکام»^{۳۲}، «دوازده بانک مرکزی منطقه‌ای»^{۳۳} یا «بانک‌های فدرال»^{۳۴} (و شعب متعلق به آنها) و «کمیته بازار باز فدرال»^{۳۵} می‌باشد. «کمیته بازار باز فدرال» از منظر سیاستگذاری پولی، مهمترین جزء نظام فدرال رزرو به حساب می‌آید. همان‌طور که از نام کمیته مشخص است، اصلی‌ترین کارویژه آن راهبری عملیات بازار باز می‌باشد که به طور عمده از طریق تصمیم‌گیری در رابطه با نرخ‌های بهره سیاستی در بازار پول پیگیری می‌شود. در واقع این کمیته نرخ هدف ذخایر قابل معامله در بازار بین بانکی

فدرال (که اصطلاحاً «وجوه فدرال»^{۳۶} نامیده می‌شوند) را تعیین نموده و سیاستگذاران موظف‌اند با خرید و فروش اوراق قرضه دولتی، حرکت از نرخ موجود (نرخ رایج وجوه فدرال)^{۳۷} به سمت نرخ سیاستی (نرخ هدف وجوه فدرال)^{۳۸} را تضمین کنند (لیند، ۲۰۱۲، ص ۲۲۱؛ الکسیلرود، ۲۰۰۹، ص ۲۵۴).

مهمترین شیوه‌های عملیاتی مورد استفاده در نظام پولی ایالات متحده، ذخایر قانونی،^{۴۰} پنجره تنزیل^{۴۱} (تسهیلات قاعده‌مند) و عملیات بازار باز می‌باشد. در واقع سیاستگذار پولی با ارائه چارچوبی منسجم و استفاده گسترده از این سه شیوه (در تعامل با یکدیگر)، توانسته است به خوبی به اهدافی چون کنترل تورم دست یابد. چرا که میانگین نرخ تورم در دو دهه اخیر نسبت به دو دهه قبل از آن کاهش قابل توجهی یافته است (لیند، ۲۰۱۲، ص ۲۶۵).

اولین شیوه مورد استفاده، ذخایر قانونی می‌باشد. این ذخایر وجوهی هستند که تمامی بانک‌ها، مؤسسات اعتباری غیربانکی و کلیه مؤسسات سپرده‌پذیر موظف به تودیع نزد بانک مرکزی می‌باشند. در نظام فدرال رزرو، به این دسته از ذخایر و همچنین «ذخایر مازاد بانک‌ها»^{۴۲} نزد بانک مرکزی (ذخایر فراتر از میزان تعیین شده توسط قانون)، نرخ بهره‌ای حداقلی پرداخت شده و با انجام این کار، عملاً کف کریدور نرخ بهره (به صورتی که در قسمت‌های قبل مطرح شد) شکل می‌گیرد.

پنجره تنزیل که عملاً نوعی تسهیلات قاعده‌مند می‌باشند، دومین شیوه مورد استفاده در نظام فدرال رزرو می‌باشد. در این شیوه بانک مرکزی به مؤسسات دارای اعتبار اجازه می‌دهد که در شرایط خاص بتوانند به سرعت از منابع بانک مرکزی در راستای حل مشکلات نقدینگی خود استفاده کنند. البته معمولاً نرخ این تسهیلات بالاتر از نرخ‌های بهره موجود در بازار بین بانکی (نرخ وجوه فدرال) بوده و از این طریق سقف نرخ بهره در کریدور سیاستی بانک مرکزی شکل می‌گیرد (کان، ۲۰۱۰، ص ۲۱).

سومین و مهمترین شیوه اجرایی جهت اجرائی سازی سیاستگذاری پولی عملیات بازار باز است. این عملیات به دلیل ویژگی‌های مثبتی که دارد، در سطح گسترده و به صورت پیوسته در نظام فدرال رزرو مورد استفاده واقع می‌شود. شیوه کار در عمل بدین صورت است که نرخ بهره ذخایر قانونی و نرخ بهره پنجره تنزیل، عملاً کریدوری را شکل می‌دهند که نرخ بهره وجوه فدرال در داخل آن قرار می‌گیرد. از طرف دیگر، نرخ بهره سیاستی نیز توسط کمیته بازار باز فدرال تعیین می‌شود. در این شرایط سیاستگذار با ورود در عملیات بازار باز و خرید و فروش اوراق قرضه دولتی، عرضه ذخایر در بازار پول را به صورت موقتی یا دائمی تحت تاثیر قرار می‌دهد؛ به نحوی نرخ رایج وجوه فدرال به سمت نرخ مورد نظر سیاستگذار هدایت شود (برنتسن و دیگران،^{۴۴} ۲۰۱۰، ص ۳۱).

ب) ترکیه

به لحاظ تاریخی بانک مرکزی ترکیه در سال ۱۹۳۰ تشکیل گردید تا وظایفی مانند انتشار اسکناس، مدیریت نظام بانکی، ارائه خدمات مالی به دولت (اعمال وظیفه به عنوان بانکدار دولت) و نهایتاً مدیریت بازار ارز در برابر نوسانات را به انجام رساند. تا قبل از دهه هشتاد میلادی، نظام مالی و پولی ترکیه با چالش‌هایی جدی مواجه بود و ثابت نمودن نرخ ارز به عنوان لنگر اسمی^{۴۵} (متغییر اسمی مورد استفاده جهت کنترل تورم)، دغدغه اصلی سیاستگذار پولی را شکل می‌داد. این امر در نهایت به بحران ارزی در نیمه دوم دهه هفتاد میلادی انجامید (کولها و دیگران،^{۴۶} ۲۰۰۸، ص ۳۱).

بحران مذکور و همچنین تجارب بدست آمده در طول چند دهه، زمینه شروع اصلاحات اساسی در نظام پولی ترکیه در دهه هشتاد را فراهم کرد. برخی از این اصلاحات عبارت‌اند از: توسعه تدریجی بازار پول و سرمایه، آزادسازی قیمت‌ها بر اساس عرضه و تقاضای بازار، آزادسازی حساب سرمایه، راه‌اندازی نظام ارائه گزارش‌های سه‌ماهه در مورد مشکلات بانک‌ها و هشدار به موقع در مورد خطرات

اعتباری و نقدینگی بانک‌ها به آن‌ها، تقویت شفافیت در نظام بانکی و نهایتاً کاهش تدریجی نقش دولت در اقتصاد.

علیرغم اصلاحات دهه هشتاد، مشکلات مرتبط با مقوله سیاستگذاری پولی همچنان در دهه نود نیز قابل مشاهده بودند که مهمترین آن‌ها، ناتوانی دولت‌ها در اعمال سیاست‌های مالی و مشکلات مرتبط با انباشت بدهی بخش عمومی بود. این چالش در کنار افزایش قیمت نفت، افزایش مطالبات معوق در نظام بانکی به دلیل بحران‌های مالی، مشکلات ساختاری بخش حقیقی و غیره، همگی زمینه بحران رکودی سال ۲۰۰۱ در اقتصاد ترکیه را فراهم نمود که ثمره آن به قدرت رسیدن حزب اسلامی‌گرای «عدالت و توسعه» بود. این حزب توانست با برنامه‌های اقتصادی و سیاسی موفق خود، زمینه حل بسیاری از مشکلات اقتصادی ترکیه را فراهم کند و به طور خاص چالش نرخ تورم دو رقمی، در طول چند سال به طور کامل از اقتصاد ترکیه ریشه‌کن شد (گزگور،^{۴۷} ۲۰۱۲، ص ۲۸).

در این دوره اصلاحات گوناگونی در حوزه‌های مختلف اقتصادی در ترکیه انجام شد که یکی از مهمترین آن‌ها، اجرای برنامه تثبیت اقتصادی توسط دولت بود. این برنامه بر سه محور بنا گردید که عبارت بودند از: تثبیت پولی، انضباط مالی و تسریع روند خصوصی‌سازی (باسکی،^{۴۸} ۲۰۱۲، ص ۲۹).

شاید مهم‌ترین موفقیت برنامه تثبیت اقتصادی، کنترل تورم در اقتصاد ترکیه از طریق بازسازی چارچوب سیاستگذاری پولی توسط بانک مرکزی بود. اصلی‌ترین تحول در این زمینه، اعمال اصلاحات اساسی در «قانون بانک مرکزی ترکیه»^{۴۹} در راستای تقویت استقلال بانک مرکزی و زمینه‌سازی اعمال سیاست‌های پولی در راستای کنترل تورم می‌باشد. در ماده چهارم این قانون صراحتاً ذکر شده است که اولین هدف بانک مرکزی ترکیه، ثبات سطح قیمت‌ها می‌باشد. در این ماده تأکید شده است که اهداف دیگری

مانند کمک به رشد اقتصادی صرفاً زمانی مورد توجه بانک مرکزی خواهد بود که نسبت به مقوله کنترل تورم اطمینان کامل داشته باشد (گزگور، ۲۰۱۲، ص ۲۶). در این قانون همچنین وظایف و اختیارات بانک مرکزی به خوبی تبیین شده است. علاوه بر این، در قانون تاکید شده است که بانک مرکزی به هیچ عنوان اجازه اعطای خطوط اعتباری به دولت و موسسات وابسته به دولت را ندارد. وظیفه تصمیم‌گیری در رابطه با سیاست‌های پولی نیز بر عهده «کمیته سیاستگذاری پولی»^{۵۰} می‌باشد.^{۵۱} بررسی آمارهای اقتصادی نشان می‌دهد که مجموعه اقدامات دولت ترکیه بعد از سال ۲۰۰۱، تأثیر اساسی در کنترل تورم داشته است. بر این اساس در حالی که در سال ۲۰۰۱ اقتصاد ترکیه از تورم ۵۲ درصدی رنج می‌برد، در سال ۲۰۱۳ این نرخ به عدد ۶/۶ درصد در سال رسید.

ابزارها و شیوه‌های عملیاتی مورد استفاده در این الگو تقریباً مشابه تجربه فدرال رزرو می‌باشد. در واقع بانک مرکزی هدفی کمی برای نرخ تورم میان‌مدت اعلام نموده و تعهد سازمانی و نهادی برای رسیدن به آن دارد. ابزار مورد استفاده برای دستیابی به این هدف نیز نرخ بهره کوتاه‌مدت در بازار پول می‌باشد. شیوه‌های عملیاتی مورد استفاده نیز مواردی چون: ذخایر قانونی، تسهیلات قاعده‌مند و عملیات بازار باز می‌باشند. با توجه به شباهت استفاده از شیوه‌های مذکور با الگوی فدرال رزرو (که قبلاً توضیح داده شد)، در این قسمت از توضیح آنها خودداری می‌شود (کارا، ۲۰۱۳، ص ۳۱؛ گونر و گوموسگلو،^{۵۲} ۲۰۱۴، ص ۲۹).

۲-۳. کشورهای انجام دهنده عملیات بازار باز بر روی اوراق بهادار بانک مرکزی

بر خلاف کشورهای توسعه یافته، برخی از کشورهای در حال توسعه یا اساساً از بازارهای مالی ثانویه در رابطه با اوراق بهادار دولتی برخوردار نیستند و یا اینکه بازار مذکور وجود دارد، اما از عمق کافی برخوردار نیست. در این شرایط بانک مرکزی نمی‌تواند صرفاً با خرید و فروش اوراق بهادار دولتی به انجام عملیات بازار باز مورد

نظر خود اقدام ورزد. به منظور حل این مشکل، در برخی از این کشورها بانک مرکزی مستقیماً اقدام به انتشار اوراق بهادار خود جهت سیاستگذاری پولی نموده است. صندوق بین‌المللی پول در سال ۲۰۰۸ تحقیقی انجام داد و در آن از بانک‌های مرکزی کشورهای مختلف خواست در رابطه با ابزارهای مورد استفاده خود جهت عملیات بازار باز اظهار نظر کنند. نام این تحقیق: «نظام اطلاعاتی ابزارهای سیاست پولی»^{۵۳} بود. بر اساس یافته‌های این پژوهش، بیش از سی کشور (که عمدتاً کشورهای در حال توسعه بوده‌اند) به نحوی از اوراق بهادار بانک مرکزی جهت سیاستگذاری پولی استفاده می‌کردند (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۰۸، ص ۱۲۱). در ادامه به تجربه دو کشور تایلند و مکزیک در انتشار اوراق بهادار بانک مرکزی جهت عملیات بازار اشاره می‌شود.^{۵۵}

الف) تایلند

بانک مرکزی تایلند که اصطلاحاً «بانک تایلند»^{۵۶} نامیده می‌شود، در سال ۱۹۴۲ و براساس «قانون بانک تایلند»^{۵۷} به فعالیت مشغول شد. در این قانون تقریباً تمامی وظایف مرتبط با بانکداری مرکزی بر عهده بانک تایلند نهاده شد. این قانون در طول چندین دهه به صورت پیوسته اصلاح گردید و آخرین اصلاحات آن نیز در مارس ۲۰۰۸ اجرائی شد. در حال حاضر تقریباً چارچوب نوین بانکداری مرکزی در این قانون دیده شده و مواردی مانند: وظایف و اختیارات بانک مرکزی، شفافیت و پاسخگویی، شیوه سیاستگذاری پولی و غیره در مواد گوناگون قانونی به خوبی مورد بحث واقع شده است (نیده‌پیرابها، ۲۰۱۰، ص ۲۹).

در حالی که تا قبل از سال ۲۰۰۰، سیاستگذاری پولی در بانک مرکزی تایلند بر کنترل حجم پول استوار بود، از این سال به بعد چارچوب هدف‌گذاری تورمی در دستور کار سیاستگذار قرار گرفت. این روند همچنان ادامه دارد و در حال حاضر هدف تورمی «نیم تا سه درصد» توسط بانک مرکزی این کشور اعلام شده است. ابزار اصلی

مورد استفاده جهت دستیابی به هدف مذکور در اینجا هم (مشابه سایر کشورها) نرخ بهره کوتاه مدت می باشد که توسط «کمیته سیاستگذاری پولی»^{۵۸} به صورت پیوسته تعیین می شود. کمیته مذکور اصلی ترین نهاد تصمیم گیر در رابطه با سیاستگذاری پولی در بانک مرکزی تایلد می باشد. مهمترین وظیفه کمیته مذکور، تعیین هدف تورمی برای سال آتی می باشد. نرخ بهره سیاستی نیز با توجه به نرخ تورم هدف تعیین می شود.

بانک مرکزی تایلد جهت دستیابی به نرخ بهره (ابزار) تعیین شده توسط کمیته سیاست پولی، از شیوه های متعارفی چون ذخایر قانونی، تسهیلات قاعده مند و عملیات بازار باز استفاده می کند. شیوه استفاده نیز دقیقاً تشکیل کزیدور برای نرخ بهره در بازار پول و استفاده از عملیات بازار باز به منظور جهت دهی به نرخ بهره بازار به سمت نرخ هدف می باشد (ویشونتی،^{۵۹} ۲۰۱۴، ص ۳۱).

نکته جالب توجه در رابطه تجربه بانک مرکزی تایلد آن است که جهت اجرای عملیات بازار باز، در کنار دو شیوه متعارف «توافق باخرید یا ریو» (که در نظام بانکی تایلد توافق باخرید دوطرفه^{۶۰} نامیده می شود) و «خرید و فروش یکجا»، نسبت به انتشار اوراق بهادار بانک مرکزی که اصطلاحاً «اوراق قرضه بانک تایلد»^{۶۱} نامیده می شود نیز اقدام می کند. در واقع بر خلاف دو شیوه اول که بر روی اوراق قرضه دولتی انجام می شود، اوراق قرضه بانک تایلد توسط بانک مرکزی منتشر و در بازار بین بانکی عرضه می شود. این شیوه در واقع مکمل دو روش متعارف بوده و اثرگذاری برنامه های سیاستی بانک مرکزی را تکمیل می کند.

بانک مرکزی تایلد از سال ۲۰۰۳ به صورت جدی انتشار اوراق بهادار خود را در دستور کار قرار داده است و علت اصلی این امر نیز ناکافی بودن بازار ثانویه اوراق بهادار دولتی اعلام شده است. به منظور انتشار این دسته از اوراق، بانک مرکزی تایلد ابتدا شرایط بازار پول را مورد ارزیابی قرار داده و با سنجش دقیق اوراق قرضه دولتی و سایر اوراق بهادار، نسبت به تعیین حجم عرضه، سررسید و در برخی موارد نرخ بهره

اوراق، اقدام می‌ورزد. این اوراق بر اساس فرآیند «حراج‌های چند قیمتی رقابتی»^{۶۲} در بازار بین بانکی عرضه می‌گردد (هسه، ۲۰۰۷، ص ۱۹).

نکته اساسی در اینجا آن است که بانک مرکزی تایلمند در عمل توانسته است به شیوه‌ای صحیح میان عملیات بازار باز در بازار ثانویه (بر روی اوراق قرضه دولتی) و عملیات بازار باز در بازار اولیه (بر روی اوراق قرضه بانک مرکزی) تعادل برقرار کند و این امر یکی از دلایل موفقیت این بانک در دستیابی به اهداف خود می‌باشد. به طور مشخص نرخ تورم در دهه اخیر همواره در سطوح پائین و مورد نظر سیاستگذار قرار گرفته است. نرخ تورم این کشور در سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۳ به ترتیب ۳،۷، ۶،۲، ۰،۲ و ۲،۸ می‌باشد.

ب) مکزیک

«بانک مکزیک»^{۶۴} که بانک مرکزی این کشور به حساب می‌آید، در سال ۱۹۲۵ تأسیس گردید و متعاقب آن «قانون پولی»^{۶۵} در این کشور در سال ۱۹۳۱ به تصویب رسید. بر این اساس، نظام بانکی مکزیک در طول چند دهه به طور عمده براساس این قانون فعال بود، اما به تدریج نیاز به قانونی مستقل در رابطه با عملکرد بانک مرکزی احساس شد. این امر منجر به شکل‌گیری تلاش‌هایی در نهادهای دولتی مکزیک، در راستای تسهیل فعالیت‌های بانک مرکزی از منظر قانونی، گردید. در نهایت مجموعه این تلاش‌ها به تصویب «قانون بانک مرکزی مکزیک»^{۶۶} انجامید. بر اساس قانون، اصلی‌ترین وظیفه بانک مرکزی مکزیک چاپ پول ملی و مهمترین اولویت این بانک، دستیابی به ثبات در قدرت خرید پول رایج (از طریق کنترل تورم) است (بست، ۲۰۱۳، ص ۲۷).

از منظر چارچوب سیاست پولی، هر چند الگوی هدف‌گذاری تورمی بعد از بحران مالی سال ۱۹۹۵ در دستور کار بانک مرکزی مکزیک قرار گرفت، اما با این حال تا قبل از سال ۲۰۰۳، تفاوت جدی بین الگوی هدف‌گذاری تورمی در مکزیک با تجربه سایر کشورها وجود داشت و آن عدم استفاده از نرخ بهره کوتاه‌مدت به عنوان ابزار سیاستی

بود. در واقع در بین سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۳، بانک مرکزی به طور عمده از ابزار: «مجموع ذخایر بانک‌های تجاری در حساب جاری خود نزد بانک مرکزی»^{۶۸}، که اصطلاحاً «کورتو»^{۶۹} نامیده می‌شد، به عنوان ابزاری برای جهت‌دهی اقتصاد به سمت نرخ تورم هدف‌گذاری شده، استفاده می‌نمود.

بر این اساس، در شرایطی که بانک مرکزی قصد اعمال سیاست‌های انقباضی در راستای افزایش نرخ بهره را داشت، تلاش می‌نمود تا حجم کورتو را افزایش دهد (بانک‌ها منابع خود را نزد بانک مرکزی سپرده‌گذاری کنند) و در مقابل کاهش حجم کورتو، ابزاری برای سیاست انبساطی به حساب می‌آمد.

با این حال در سال ۲۰۰۳ بانک مرکزی مکزیک به صورت رسمی ابزار نرخ بهره کوتاه‌مدت بازار پول را جایگزین کورتو نمود. دلیل اصلی در توجیه این اقدام آن بود که در گذشته زمینه‌ها و زیرساخت‌های لازم جهت استفاده از ابزار نرخ بهره در بازار پول فراهم نبود و بانک مرکزی عملاً نمی‌توانست از این ابزار استفاده کند. اما با توجه به تلاش‌های انجام شده در بانک مرکزی و فراهم شدن زمینه‌های لازم جهت کشف نرخ بازار پول و استفاده از آن به عنوان ابزار، دیگر دلیلی برای استفاده از کورتو (از سال ۲۰۰۳ به بعد) باقی نمانده بود. مهمترین این اقدامات نیز کنترل تورم بود؛ به نحوی تورمی ۵۲ درصدی مکزیک در سال ۱۹۹۵، به پنج درصد در سال ۲۰۰۳ کاهش یافته بود (سرمینو و دیگران، ۲۰۱۲^{۷۰}، ص ۲۱).

شیوه‌های اجرائی مورد استفاده توسط بانک مرکزی مکزیک تقریباً شبیه کشورهای می‌باشد که در قبلاً در رابطه با آنها توضیح داده شد. در واقع عملیات بازار باز، تسهیلات قاعده‌مند و ذخایر قانونی مهمترین این شیوه‌ها را شکل می‌دهند. اما نکته جالب توجه در رابطه با عملیات بازار باز بانک مرکزی این کشور، آن است که به دلیل عمق ناکافی بازار پول در این کشور، بانک مرکزی علاوه بر خرید و فروش اوراق قرضه

دولتی در بازار ثانویه، خود مستقیماً به انتشار «اوراق قرضه بهادار بانک مرکزی جهت تنظیم پولی»^{۷۱} که به زبان اسپانیایی، «برمس»^{۷۲} نامیده می‌شود، اقدام می‌نماید. این اوراق در بازار بین بانکی ارائه شده، دارای کوپن پرداخت بهره به صورت ماهانه می‌باشد، معمولاً در سررسیدهای زیر یک سال منتشر می‌گردد و فرآیند عرضه اوراق بر اساس سازوکار حراج است. لازم به ذکر است انتشار اوراق مذکور فرآیندی اقتضائی و برای شرایط خاص نبوده و در مواد هفت، هفده و چهل و شش قانون بانک مرکزی مکزیک، اجازه انتشار این اوراق جهت تقویت سیاست‌های پولی مورد نظر، به صورت دائمی به بانک مرکزی داده شده است (دملو و ماکسیرو،^{۷۳} ۲۰۱۴، ص ۲۸).

۳-۳. مقایسه عملیات بازار باز بر روی اوراق دولتی و اوراق بانک مرکزی

همان طور که ملاحظه شد، بانک‌های مرکزی در کشورهای مختلف یا عملیات بازار باز خود را بر اساس خرید و فروش اوراق بهادار دولتی در بازار ثانویه انجام می‌دهند و یا اینکه علاوه بر اینکار (و یا به جای این کار)، مستقیماً به انتشار اوراق بهادار خود نیز اقدام می‌ورزند. حال سوالی که مطرح می‌شود آن است که: «کدامیک از این دو شیوه جهت عملیات بازار باز بهترند؟».

در این رابطه می‌توان مدعی بود که پاسخ مشخصی برای این سوال وجود نداشته و اینکه کدام شیوه بهتر است، بستگی به شرایط اقتصادی کشور مورد بحث دارد. به عبارت دیگر، هر یک از شیوه‌های مذکور دارای نقاط قوت و ضعفی می‌باشد که لازم است به آنها توجه شود. در ادامه با طرح چند محور (معیار)، به صورت مقایسه‌ای به برخی از این نقاط قوت و ضعف اشاره می‌شود.

الف) هزینه‌های اقتصادی و ضرر بانک مرکزی

یکی از مهمترین نقاط ضعف استفاده از اوراق بهادار بانک مرکزی جهت عملیات بازار باز در مقایسه با اوراق بهادار دولت، هزینه‌های اقتصادی و ضرر ترانزنامه‌ای بانک

مرکزی از این عملیات است. در واقع در شرایطی که دولت اوراق منتشر نموده و بانک مرکزی در بازار ثانویه این اوراق را بخرد و بعداً جهت عملیات بازار باز آن را بفروشد، هزینه بانک مرکزی صرفاً تفاوت قیمت خرید و فروش می‌باشد که ممکن است منجر به ضرر محدود بانک مرکزی شود و یا اینکه به سود بانک مرکزی بیانجامد. در این شرایط کلیه هزینه‌های مرتبط مانند هزینه‌های: انتشار اوراق، توزیع اوراق، تبلیغ اوراق، پرداخت بهره اوراق، امحاء اوراق فروش نرفته و غیره، برعهده دولت می‌باشد و نه بانک مرکزی. اما در شرایطی که بانک مرکزی مستقیماً اوراق خود را منتشر کند، کلیه هزینه‌های مذکور به ترازنامه بانک مرکزی تحمیل می‌شود و این مطلوب نخواهد بود (سوئیدن، ۲۰۱۱^{۷۴}، ص ۳۱).

البته نکته مهم در اینجا آن است که بانک مرکزی مؤسسه انتفاعی در راستای حداکثر نمودن سود اقتصادی خود نیست و هدفش کنترل تورم است. اما مسلماً دستیابی به این هدف با شیوه‌ای کم هزینه (از منظر اقتصادی)، نسبت به سایر شیوه‌های پرهزینه اولویت دارد. علاوه بر این، ایجاد ضرر اقتصادی پیوسته در ترازنامه بانک مرکزی خود اقلماً دو مشکل ایجاد می‌کند. اولاً، اعتبار و شهرت بانک مرکزی را کم می‌کند و ثانیاً، به دلیل کاهش سرمایه پایه بانک مرکزی، این بانک به تدریج نیازمند رجوع به دولت جهت افزایش سرمایه خواهد شد که این خود می‌تواند استقلال سیاست پولی از سیاست مالی دولت را تحت تأثیر قرار دهد (سوئیدن، ۲۰۰۶، ص ۲۸).

در این رابطه برخی از تحقیقات بین‌المللی به ضررهای قابل توجه برخی از بانک‌های مرکزی در دهه‌های اخیر از محل انتشار اوراق بهادار بانک مرکزی جهت عملیات بازار باز اشاره نموده‌اند. به عنوان مثال در سال ۱۹۹۸، بانک مرکزی هلند به میزان ۰۰۸ درصد از تولید ناخالص داخلی خود، به دلیل انتشار اوراق بهادار بانک مرکزی جهت سیاست پولی ضرر نمود. علاوه بر این، در سال‌های مختلف دهه نود، ضرر بانک‌های مرکزی شیلی، کلمبیا، مکزیک، مالزی، اندونزی و سریلانکا از تولید

ناخالص داخلی (بابت انتشار اوراق بهادار بانک مرکزی) به ترتیب به میزان ۱،۰۴، ۰،۰۵، ۰،۰۲، ۰،۰۴، ۰،۰۳ و ۰،۰۷ درصد بوده است (استیلا و لنبرگ،^{۷۵} ۲۰۰۸، ص ۱۹).

ب) خطر تجزیه بازار اوراق بهادار

انتشار مستقیم اوراق بهادار توسط بانک مرکزی جهت انجام عملیات بازار باز، ممکن است باعث ایجاد پدیده‌ای گردد که در ادبیات اصطلاحاً «تجزیه بازار»^{۷۶} نام دارد. در واقع ممکن است در شرایطی که دولت اوراق خود را جهت سیاست مالی در بازارها ارائه نموده است و بانک مرکزی نیز بخواهد جهت سیاست پولی اوراق منتشر کند، بخشی از تقاضای اوراق که قبلاً در بازار اوراق دولت حضور داشت، از این بازار خارج شده و وارد بازار اوراق بهادار بانک مرکزی شود. این مسأله زمانی بیشتر خود را نشان می‌دهد که توجه شود بانک مرکزی معمولاً مجبور است که برای افزایش جذابیت اوراق خود، نرخ بهره این اوراق را بالاتر از نرخ بهره اوراق مشابه دولتی قرار دهد و این خود به فرآیند تجزیه بازار کمک می‌کند (رول،^{۷۷} ۲۰۱۱، ص ۲۲).

ج) کاهش فشار به ترازنامه بانک مرکزی جهت تأمین مالی دولت

یکی از نقاط قوت استفاده از اوراق بهادار دولتی جهت عملیات بازار باز، کمک به تأمین نیازهای مالی و بودجه‌ای دولت و کاهش استقراض دولت از بانک مرکزی می‌باشد. در واقع در شرایطی که این امکان وجود داشته باشد که دولت اوراق خود را جهت تأمین نیازهای مالی منتشر نموده و بانک مرکزی نیز با ورود در بازار ثانویه این اوراق به اعمال سیاست‌های پولی مورد نظر خود اقدام ورزد، عملاً دلیلی ندارد که دولت به استقراض از بانک مرکزی و فشار به ترازنامه این بانک روی آورد. بنابراین، توسعه بازار ثانویه اوراق دولتی، معادل کاهش نیاز به چاپ پول پر قدرت توسط بانک مرکزی جهت تأمین نیازهای مالی دولت و مؤسسات و بانک‌های دولتی می‌باشد (سوئیدن، ۲۰۱۱، ص ۲۷؛ کویتن،^{۷۸} ۱۹۹۴، ص ۱۸).

د) توسعه بازار اوراق بهادار کوتاه‌مدت (بازارسازی)

یکی از ویژگی‌های مهمی که در ادبیات برای استفاده از اوراق بهادار دولتی جهت عملیات بازار باز ذکر شده است، مقوله «بازارسازی»^{۷۹} می‌باشد. در واقع اگر دولت قسمتی از مجموعه اوراقی که برای تأمین مالی خود منتشر می‌کند را به آن دسته از اوراق بهادار اختصاص دهد که برای عملیات بازار باز مناسب هستند، این امر عملاً به توسعه بازار اوراق بهادار کوتاه‌مدت کمک می‌کند؛ در حالی که در انتشار مستقیم اوراق بهادار بانک مرکزی این مسئله کمتر مورد توجه است.

به عبارت دیگر، دولت انواع مختلفی از اوراق بهادار دارد که نوع کوتاه‌مدت آن بخشی از یک مجموعه کلی‌تر (نظام تأمین مالی دولت) می‌باشد. اما در رابطه با اوراق بهادار بانک مرکزی چنین مقوله‌ای صادق نمی‌باشد. بنابراین، به نظر می‌رسد انتشار اوراق بهادار کوتاه‌مدت توسط دولت (در مقایسه با اوراق بهادار بانک مرکزی) به توسعه بازار اوراق بهادار کمک بیشتری می‌نماید. چرا که انتشار اوراق بهادار کوتاه‌مدت توسط دولت در کنار اوراق میان‌مدت و بلندمدت، به کشف نرخ‌های گوناگون بهره در طول زمان (منحنی بازده بازار پول و سرمایه) و رتبه‌بندی شدن اوراق بر اساس بازده و ریسک، کمک بیشتری می‌نماید (نیاواتا، ۲۰۱۲، ص ۳۷).

ه) وجود بازار ثانویه با عمق کافی

همان‌طور که قبلاً ذکر شد، اولین و مهمترین پیش‌نیاز ورود بانک مرکزی در بازار ثانویه اوراق بهادار دولت جهت عملیات بازار باز، وجود چنین بازاری با عمق کافی می‌باشد. به عبارت دیگر، بانک مرکزی بازیگر اصلی بازار پول است و عملیاتی که انجام می‌دهد، در ارقام بسیار بالا و قابل توجه صورت می‌پذیرد. واضح است که این امر نیازمند وجود عمق کافی در بازار ثانویه اوراق بهادار می‌باشد. اما در مقابل انتشار اوراق بهادار توسط بانک مرکزی نیازمند وجود چنین بازاری نبوده و بانک مرکزی می‌تواند هر زمان که بخواهد اوراق خود را به هر میزانی منتشر کند. بنابراین، عدم‌نیاز

به بازار ثانویه ساختاریافته در رابطه با اوراق قرضه دولتی، می‌تواند یکی از مزیت‌های استفاده از اوراق بهادار بانک مرکزی به حساب آید (نیاواتا، ۲۰۱۲، ص ۳۱؛ مارک،^{۸۰} ۲۰۰۱، ص ۲۲).

و) تعامل بالای سیاست پولی و سیاست مالی

ورود بانک مرکزی در بازار ثانویه اوراق بهادار دولتی جهت انجام عملیات بازار باز، نیازمند تعامل بالای سیاست پولی با سیاست مالی و بودجه‌ای دولت می‌باشد. در واقع در این شیوه ابتدا باید دولت به اندازه کافی اوراق متناسب با عملیات بازار باز (با ویژگی‌هایی چون نرخ بهره ثابت، بازه زمانی نسبتاً کوتاه‌مدت، نقدشوندگی بالا و غیره) منتشر نموده و در ادامه بانک مرکزی با ورود در این بازار عملیات بازار باز خود را سامان دهد. در این شرایط طبعاً بانک مرکزی باید برای عملیات خود منتظر فعالیت دولت باشد که در برخی مواقع ممکن است سیاست پولی را با چالش مواجه کند. بر این اساس در شرایطی که تعامل بین سیاست پولی و سیاست مالی دولت مشکل است (که در برخی از کشورهای در حال توسعه این مسئله وجود دارد) انتشار مستقیم اوراق بهادار توسط بانک مرکزی (که نیاز کمتری به هماهنگی با سیاست مالی دارد) یک مزیت به حساب می‌آید (هاوکینز،^{۸۱} ۲۰۰۴، ص ۱۶).

ز) آزادی عمل بانک مرکزی

یکی از نقاط قوت استفاده از اوراق بهادار بانک مرکزی در مقابل اوراق دولتی، آزادی عمل بانک مرکزی در این رابطه است. در واقع بانک مرکزی هر زمان که تصمیم بگیرد می‌تواند اوراق خود را با نرخ‌های بهره متفاوت، سرسیدهای مختلف، شیوه‌های انتشار گوناگون و غیره منتشر کند. در واقع بانک مرکزی در این شرایط از آزادی عمل برخوردار است. اما در شرایطی که از اوراق بهادار دولت در بازار ثانویه استفاده می‌کند، ممکن است از آزادی عمل کافی برخوردار نباشد (سوئیدن، ۲۰۱۱، ص ۳۲).

ح) فقدان ویژگی‌های مناسب در اوراق مبنای عملیات

بانک مرکزی صرفاً می‌تواند آن دسته از اوراق بهادار را جهت عملیات بازار باز مورد خرید و فروش قرار دهد، که از ویژگی‌های خاصی (مانند: نرخ بهره ثابت، نقدشوندگی، حداقل ریسک و غیره) برخوردار باشند. در حالی که دولت ممکن است جهت نیازهای مالی خود اوراقی را منتشر کند که الزاماً این ویژگی‌ها را تأمین نکند. در مقابل اگر بانک مرکزی خود مستقیماً اوراق منتشر کند، حتماً تمامی ویژگی‌های لازم برای این اوراق را در نظر خواهد گرفت (هاوکینز، ۲۰۰۴، ص ۲۵).

جمع‌بندی

در جمع‌بندی مطالبی که در این قسمت مطرح شد می‌توان مدعی بود که هر یک از اوراق بهادار بانک مرکزی و دولت جهت عملیات بازار باز نقاط قوت و ضعف مخصوص به خود دارد و لذا به طور کلی نمی‌توان گفت کدام شیوه بهتر است (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۰۸، ص ۱۵۱). جدول یک، خلاصه مباحث مطرح شده را بیان می‌کند.

جدول (۱): مقایسه اوراق دولت و بانک مرکزی جهت عملیات بازار باز^{۸۲}

ردیف	معیارها	عملیات بازار باز بر روی اوراق بهادار دولتی	عملیات بازار باز بر روی اوراق بهادار بانک مرکزی
۱	هزینه‌های اقتصادی و ضرر بانک مرکزی	وجود ندارد (+)	وجود دارد (-)
۲	خطر تجزیه بازار اوراق بهادار	وجود ندارد (+)	وجود دارد (-)
۳	کاهش فشار به ترازنامه بانک مرکزی جهت تامین مالی دولت	وجود دارد (+)	وجود ندارد (-)
۴	توسعه بازار اوراق بهادار کوتاه‌مدت (بازارسازی)	قابل توجه است (+)	قابل توجه نیست (-)
۵	وجود بازار ثانویه با عمق کافی	نیاز دارد (-)	نیاز ندارد (+)

۶	تعامل بالای سیاست پولی و سیاست مالی	نیاز دارد (-)	نیاز ندارد (+)
۷	آزادی عمل بانک مرکزی	کم (-)	زیاد (+)
۸	فقدان ویژگی‌های مناسب در اوراق مبنای عملیات	ممکن است (-)	ممکن نیست (+)

۴. اوراق مشارکت به عنوان ابزار عملیات بازار باز: آسیب‌شناسی تجربه ایران

در نظام بانکی کشور ایران تنها ابزار و شیوه‌ای که توسط بانک مرکزی کشور جهت انجام عملیات بازار باز مورد استفاده واقع می‌شود، اوراق مشارکت بانک مرکزی می‌باشد. در ادامه ضمن تبیین شیوه فعلی استفاده از این اوراق جهت عملیات بازار باز، مناسب بودن اوراق مشارکت جهت عملیات بازار باز مورد بحث واقع می‌شود.

۴-۱. تبیین موضوع

اوراق مشارکت بانک مرکزی، از سال ۱۳۸۰ به منظور سیاست‌گذاری پولی مورد استفاده واقع شده است. می‌توان شیوه اجرائی انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی را بدین صورت تبیین کرد که در گام اول، بخش‌های کارشناسی بانک مرکزی با ارزیابی وضع موجود نقدینگی و تورم در اقتصاد کشور، در رابطه با نیاز به انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی اظهار نظر می‌کنند. در صورتی که جمع‌بندی کارشناسی، ضرورت انتشار اوراق را تأیید کند، بانک مرکزی درخواست خود را به شورای پول و اعتبار ارائه نموده و این شورا در رابطه با ضرورت انتشار اوراق و همچنین ابعاد آن (شامل: میزان انتشار، نرخ سود علی‌الحساب، سررسید، جریمه بازخرید قبل از سررسید و غیره) اعلام نظر می‌کند. پس از کسب مجوز از شورای پول و اعتبار، بانک مرکزی به عنوان بانی (و ناشر)، اقدام به انتشار اوراق می‌کند. از طرفی بانک مرکزی، بانک‌های مشخصی را به‌عنوان عامل انتشار اوراق انتخاب می‌کند.

به لحاظ ثبت حسابداری، اوراق مشارکت فروخته شده به‌عنوان بدهی بانک مرکزی به دارندگان اوراق به حساب آمده و مانده اوراق به فروش رفته، با علامت منفی ذیل

سرفصل «سایر دارایی‌ها» در ترازنامه بانک مرکزی ثبت می‌گردد. بنابراین، با فروش اوراق مشارکت و بالا رفتن مانده اوراق، خالص سایر دارائی‌ها (که جزئی از پایه پولی می‌باشد) کم‌شده و نقدینگی نیز به میزان چند برابر کاهش می‌یابد.

بانک‌های عامل وجوه حاصل از فروش اوراق مشارکت را پس از کسر کارمزد عاملیت، به حساب بانک مرکزی واریز می‌کنند. سود علی‌الحساب اوراق نیز در تاریخ‌های مقرر، توسط بانک مرکزی پرداخت و توسط بانک‌های عامل بین دارندگان اوراق توزیع می‌گردد. در تاریخ سررسید اوراق، بانک مرکزی اصل منابع دریافتی از خریداران اوراق را از طریق بانک‌های عامل به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید.

۴-۲. قابلیت ابزار اوراق مشارکت جهت عملیات بازار باز

همان‌طور که در قسمت‌های قبل ذکر شد، عملیات بازار باز یکی از شیوه‌های عملیاتی مهمی می‌باشد که توسط بانک‌های مرکزی مورد استفاده واقع می‌شود. از طرف دیگر صرفاً گروه خاصی از اوراق بهادار (که ویژگی‌های مشخصی دارند) می‌توانند مبنای این عملیات واقع شوند. حال سوال آن است که آیا اوراق مشارکت بانک مرکزی واجد این ویژگی‌ها می‌باشد؟

اولین ویژگی مقوله حداقل ریسک می‌باشد. با توجه به اینکه عقد مشارکت ذاتاً با مخاطره همراه می‌باشد، لذا هم در رابطه با اصل پولی که افراد جهت خرید این اوراق صرف می‌کنند و هم در رابطه با سود آن، احتمال خطر وجود دارد. در واقع ممکن است پروژه اقتصادی که مبنای مشارکت خریداران اوراق با بانک مرکزی می‌باشد با ضرر مواجه شود و یا اینکه حداقل به سود مورد انتظار دست نیابد. بنابراین، عقد مشارکت ذاتاً با ریسک و مخاطره همراه می‌باشد (هر چند می‌توان با تدابیر و شروط ضمن عقد این ریسک را مقداری کاهش داد).

مورد دوم، دوره زمانی کوتاه‌مدت است. در حالی که عملیات بازار باز متعارف بعضاً شبانه، سه روزه و یک هفته‌ای اجرائی می‌گردد، به نظر می‌رسد اوراق مشارکت

معمولاً از چنین قابلیت‌های برخوردار نیست. زیرا خیلی کم اتفاق می‌افتد که پروژه‌ای اقتصادی برای مثلاً سه روز اجرائی شده و سود ایجاد کند و سود حاصل بین بانک مرکزی و خریداران اوراق تقسیم شود. به عبارت دیگر، با توجه به اینکه عملیات بازار باز معمولاً در ارقام بالا (مثلاً چند هزار میلیارد تومان) اجرائی می‌شود، درگیر پروژه‌های میان‌مدت و بلندمدت تصور می‌شود و این ابزار خیلی برای کوتاه‌مدت مناسب نیست. در عقد مشارکت امکان تعیین نرخ سود به صورت قطعی و از پیش تعیین شده وجود ندارد و تقریباً تمامی فقها در این زمینه اتفاق نظر دارند. در واقع صرفاً می‌توان نرخ سود مورد انتظار را به دارندگان اوراق اعلام نمود و نرخ قطعی نیز در پایان پروژه باید محاسبه شود. بنابراین، اوراق مشارکت ویژگی سوم را نیز تأمین نمی‌کند. مورد چهارم قابلیت بلوکه نمودن منابع است. در واقع بانک مرکزی باید بتواند منابعی که بر اثر انتشار اوراق جهت عملیات بازار باز جمع‌آوری می‌کند را از اقتصاد خارج نموده تا عملاً پایه پولی از این ناحیه متأثر شود. اما در عقد شرکت به هیچ عنوان امکان چنین امری وجود ندارد و حتماً باید منابع جمع‌آوری شده در پروژه مبنای اوراق مشارکت سرمایه‌گذاری گردد. اما در رابطه با دو ویژگی آخر یعنی قابلیت وثیقه‌گذاری اوراق و نقدشوندگی، به نظر می‌رسد به لحاظ نظری، مشکلی در اوراق مشارکت بانک مرکزی قابل تصور نیست. هر چند در عمل بانک مرکزی تاکنون نتوانسته است بازار ثانویه اوراق مشارکت بانک مرکزی که در آن اوراق به راحتی خرید و فروش گردد را راه‌اندازی کند.

نتیجه‌گیری

این تحقیق تلاش نمود تا ماهیت عملیات بازار باز در بانکداری متعارف را مورد بررسی قرار داده و دو شیوه استفاده از اوراق بهادار دولت و اوراق بهادار بانک مرکزی جهت این عملیات را با یکدیگر مقایسه نماید. علاوه بر این، تجربه استفاده از اوراق مشارکت

بانک مرکزی در کشور ایران نیز مورد بررسی و تحلیل واقع شد. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که:

الف) صرفاً آن دسته از اوراق بهادار می‌توانند مبنای این عملیات واقع شوند که از ویژگی‌های خاص چون حداقل ریسک، دوره زمانی کوتاه‌مدت، نرخ بهره مشخص، قابلیت بلوکه نمودن منابع، قابلیت وثیقه‌گذاری و نقدشوندگی برخوردار باشند.

ب) در کشورهای توسعه یافته که معمولاً بازار ثانویه ساختاریافته بر روی اوراق بهادار دولتی دارند، معمولاً بانک مرکزی با ورود در این بازار به عملیات بازار باز می‌پردازد. اما در کشورهای در حال توسعه که معمولاً فاقد چنین بازارهایی می‌باشند، بانک مرکزی ناگزیر به انتشار مستقیم اوراق بهادار بانک مرکزی جهت سیاست‌گذاری پولی می‌باشد.

ج) هر یک از اوراق بهادار بانک مرکزی و دولت جهت عملیات بازار باز نقاط قوت و ضعف مخصوص به خود دارند و لذا به طور کلی نمی‌توان گفت کدام شیوه بهتر است. آنچه می‌توان گفت آن است که سیاستگذار پولی باید با توجه به شرایط و عمق بازارهای پولی و مالی، در رابطه با انتشار مستقیم اوراق بهادار بانک مرکزی و یا استفاده از اوراق بهادار دولتی جهت عملیات بازار باز تصمیم بگیرد.

د) اگر شرایط بازارهای ثانویه اوراق بهادار دولتی به گونه‌ای است که نیازهای بانک مرکزی جهت سیاست‌گذاری پولی را برطرف می‌کند، عملاً دلیلی برای انتشار مستقیم اوراق توسط بانک مرکزی وجود نخواهد داشت. اما اگر در کوتاه‌مدت چنین بازاری فراهم نیست، بانک مرکزی می‌تواند اوراق بهادار خود را منتشر نماید. البته باید برنامه‌ریزی‌ها به سمت ایجاد پیش‌نیازهای لازم جهت اجرای عملیات بازار باز بر روی اوراق دولتی باشد.

ه) اوراق مشارکت بانک مرکزی که تاکنون به عنوان تنها ابزار عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی کشور اجرا شده است با ماهیت این عملیات خیلی سازگاری ندارد.

چرا که عقد مشارکت ذاتاً با مخاطره همراه می‌باشد، دوره زمانی مشارکت معمولاً کوتاه مدت نیست، امکان تعیین نرخ سود به صورت قطعی و از پیش تعیین شده وجود ندارد و نهایتاً بانک مرکزی نمی‌تواند منابع جمع‌آوری شده را بلوکه کند. توصیه سیاستی این پژوهش آن است که بانک مرکزی از اوراق مشارکت به سمت سایر انواع صکوک (به ویژه صکوک بیع دین و صکوک اجاره) که ویژگی‌های عملیات بازار باز را بهتر تامین می‌کنند، حرکت کند. البته طراحی این دسته از صکوک جهت عملیات بازار باز، می‌تواند موضوعی برای تحقیقات آتی در این حوزه باشد.

یادداشت‌ها

۱. این تحقیق مستخرج از طرح پژوهشی با عنوان: «بانکداری اسلامی (۲): بانکداری مرکزی اسلامی و سیاستگذاری پولی و ارزی منطبق با شریعت» است که با حمایت پژوهشکده پولی و بانکی به تصویب رسیده و در حال انجام است.

2. Government Securities
3. Central Bank Securities
4. Nidhiprabha
5. The New Palgrave Dictionary
6. Central Bank Reserves
7. Seigniorage
8. The European Central Bank
9. Policy Instruments
10. Operating Targets
11. Goals
12. Mechanism
13. Market Interest Rate
14. Standing Facilities
15. Interest Rate Corridor
16. Bindseil
17. Treasury Bills
18. Jablecki
19. Minimum Risk
20. Liquidity
21. Near Cash

22. Short- Term Duration

23. Blocking

24. Creating and Destroying Monetary Base

25. Collateral

26. Collateralized Loans

۲۷. می توان مدعی بود که سایر کشورهای توسعه یافته (مانند کشورهای اروپائی)، تقریباً الگوی سیاست پولی بسیار نزدیکی با دو کشور مورد بررسی در این قسمت دارند. همچنین علت انتخاب کشور آمریکا آن است که چارچوب سیاست پولی این کشور الگوی ایده آل بسیاری از بانک های مرکزی در کشورهای گوناگون می باشد. ترکیه نیز به عنوان یکی از کشورهای موفق در زمینه کنترل تورم در منطقه خاورمیانه انتخاب شده است.

28. The Federal Reserve System

29. Fed

30. Federal Reserve Act

31. Ferguson

32. Board of Governors or Federal Reserve Board

33. Twelve Regional Federal Reserve Banks

34. Federal Banks

35. The Federal Open Market Committee

36. Federal Funds

37. Federal Funds Rate

38. Federal Funds Target Rate

39. Lind

40. Required Reserves

41. Discount Window

42. Excess Reserves

43. Kahn

44. Berentsen et al.

45. Nominal anchor

46. Culha et al.

47. Gozgor

48. Basci

49. The Law on The Central Bank of The Republic of Turkey

50. The Monetary Policy Committee

۵۱. جهت دریافت متن این قانون و همچنین اطلاعات تکمیلی در مورد عملکرد بانک مرکزی ترکیه، به تارنمای این بانک به آدرس: www.tcmb.gov.tr مراجعه شود.

52. Guner and Gumusoglu

53. Information System for Instruments of Monetary Policy

54. International Monetary Fund

۵۵. علت انتخاب این دو کشور، در دسترس بودن اطلاعات در رابطه با شیوه عملیاتی استفاده

از ابزار می‌باشد.

56. The Bank of Thailand

57. The Bank of Thailand Act

58. The Monetary Policy Committee

59. Vithessonthi

60. Bilateral Repurchase Operations

61. Bank of Thailand Bonds or Bills

62. Competitive Multiple-Price Auctions

63. Hesse

64. The Bank of Mexico

65. The Monetary Law

66. Banco De Mexico Law

67. Best

68. Sum of the Level of Commercial Banks' Current Account Balances at the Central Bank

69. Corto

70. Cermeno et al.

71. Banco de Mexico Monetary Regulation Bonds

72. BREMS

73. Demello and Moccero

74. Sweidan

75. Stela and Lonberg

76. Market Segmentation

77. Rule

78. Quintyn

79. Market-Making

80. Marc

81. Hawkins

۸۲. علامت‌های مثبت و منفی، به معنی نقطه قوت و ضعف هستند.

کتابنامه

- شعبانی، احمد و وهاب قلیچ (۱۳۹۰)، «قابلیت اوراق بهادار اسلامی در مهار تورم به عنوان ابزار سیاستی»، اقتصاد اسلامی، شماره ۴۳.
- شهرآبادی، ابوالفضل (۱۳۷۴)، «طراحی اوراق مشارکت متناسب با ابزار مالی ایران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشگاه امام صادق (ع).
- علی‌مدد، مصطفی (۱۳۸۵)، اوراق مشارکت: سوابق، مقررات و حسابداری، تهران: مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی.
- قضاوی، حسین و حسین بزمحمدی (۱۳۹۱)، عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا: مطالعه موردی: اسناد خزانه اسلامی، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۷۸)، «بررسی فقهی-اقتصادی ابزارهای جایگزین عملیات بازار باز و معرفی ابزاری جدید در بازار سرمایه»، تازه‌های اقتصاد، شماره ۸۴.
- موسویان، سیدعباس و ابوذر سروش (۱۳۹۰)، «آسیب‌شناسی فقهی، اقتصادی و مالی انتشار اوراق مشارکت در ایران»، بورس اوراق بهادار، شماره ۱۴.
- نظریور، محمدنقی (۱۳۸۴)، «عملیات باز باز از طریق اوراق استصناع»، اقتصاد اسلامی، شماره ۲۲.
- نودهی، محسن (۱۳۸۷)، «بررسی امکان طراحی اوراق مناسب عملیات شبه بازار باز»، اقتصاد اسلامی، شماره ۳۰.
- هادوی تهرانی، مهدی (۱۳۷۸)، مبانی فقهی اوراق مشارکت، مجموعه مقالات دهمین همایش بانکداری اسلامی، تهران: مؤسسه عالی بانکداری ایران.

- Axilrod, S. (2009), "Inside the Fed", Cambridge: The MIT Press.
- Basci, E. (2012), "Monetary Policy of Central Bank of the Republic of Turkey after Global Financial Crisis", *Insight Turkey*, Vol. 14, No. 2.
- Bindseil, U. and Jablecki, J. (2011), "The Optimal Width of the Central Bank Standing Facilities Corridor and Banks' Day-to-Day Liquidity Management", *ECB Working Paper*, No. 1350.
- Bindseil, U. (2014), "Monetary Policy Operations and the Financial System", London: Oxford University Press.

- Cermeno, R., Villagomez, A. and Polo, J. (2012), "Monetary Policy Rules in a Small Open Economy: an Application to Mexico", *Journal of Applied Economics*, Vol. 15, Issue 2.
- Culha, O., Culha, A. and Gonenc, R. (2008), "The Challenges of Monetary Policy in Turkey", *OECD Economic Department Working Papers*, No. 646.
- Demello, L. and Moccerro, D. (2014), "Monetary Policy and Macroeconomic Stability in Latin America: The Cases of Brazil, Chile, Colombia and Mexico", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 30, Issue 1.
- European Central Bank, (2012), "Euro Money Market Survey", Frankfurt: ECB.
- Ferguson, N. (2008), "The ascent of money: a Financial History of the World", New York: The Penguin Press.
- Gozgor, G. (2012), "Inflation Targeting and Monetary Policy Rules: Further Evidence from the Case of Turkey", *Journal of Applied Finance and Banking*, Vol. 2.
- Guner, B. and Gumusoglu, N. (2014), "The Inflation Phenomenon: Is it Still a Threat for Economies? the Success Story of Turkey for Fighting Inflation", *Journal of American Business Review*, Vol. 31.
- Hawkins, J. (2004), "Central Bank Securities and Government Debt", Paper Presented at the Australasian Macroeconomics Workshop, Canberra: Australian National University.
- Hesse, H. (2007), "Monetary Policy, Structural Break and the Monetary Transmission Mechanism in Thailand", *Journal of Asian Economics*, Vol. 18, Issue 4.
- Hubbard, O. (2012), "Money, Banking, and the Financial System", Boston: Prentice-Hall.
- IMF, (2008), "ISIMP Survey Database", Washington: IMF.
- Kahn, G. (201۰), "Monetary Policy Under a Corridor Operating Framework", *Federal Reserve Bank of Kansas Working Paper*, No. 45.
- Khakimov, A., Erdogan, L. and Uslu, N. (2010), "Assessing Monetary Policy Rule in Turkey", *International Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4.
- Lind, M. (2012), "Land of Promise: an Economic History of the United States", New York: Harper Collins.
- Marc, Z. (2001), "Monetary Operations and Central Bank Balance Sheets in a World of Limited Government Securities", *IMF Working Paper*, No. WP/017.
- Mares, A. (2005), "Market Liquidity and the Role of Public Policy", *BIS Papers*, No. 12.
- Mishkin, F. (2013), "The Economics of Money, Banking, and Financial Markets", 10th Edition, Princeton: Prentice Hall.

- Nidhiprabha, B. (2010), "Effectiveness of Thailand's Macroeconomic Policy Response to the Global Financial Crisis", *ASEAN Economic Bulletin*, Vol. 27, Issue 1.
- Nyawata, O. (2012), "Treasury Bills and/or Central Bank Bills for Absorbing Surplus Liquidity: The Main Considerations", *IMF Working Paper*, No. 12/40.
- Quintyn, M. (1994), "Government Securities versus Central Bank Securities in Developing Open Market Operations", *IMF Working Paper*, No. WP/94/62.
- Rule, G. (2011), "Issuing Central Bank Securities", *Bank of England CCBS Handbook*, No. 30.
- Stela, P. and Lonberg, A. (2008), "Issues in Central Bank Finance and Independence", *IMF Working Paper*, No. 8/37.
- Sweidan, O. (2011), "Central Bank Losses: Causes and Consequences", *Asian-Pacific Economic Literature*, Vol. 30, Issue 1.
- Sweidan, O. and Maghyereh, A. (2006), "Monetary policy and the central bank's securities", *Applied Economics Letters*, Vol. 13.
- The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, (2010), London: Macmillan.
- Vithessonthi, C. (2014), "Monetary Policy and the First- and Second- Moment Exchange Rate Change During the Global Financial Crisis: Evidence from Thailand", *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, Vol. 29.
- Wallace, W. (2013), "The American Monetary System: an Insider's View of Financial Institutions, Markets and Monetary Policy", Springer: Cham Heidelberg.

Open Market Operation with Government Securities and Central Bank

Hossein Meisami
Kamran Nadri

Received: 27/10/2015

Accepted: 01/03/2016

This paper tries to evaluate the nature of open market operation in the conventional banking system and to compare the use of government securities and central bank securities for conducting this operation. In addition, the experience of the Iranian central bank in using central bank Musharakah certificates is reviewed. The main results of the paper, derived from an analytical-descriptive approach, show that: firstly, in the conventional banking system only special types of securities can be used for open market operation. These securities should satisfy characteristics: minimum risk, short-term duration, fixed and predetermined interest rate and finally the ability for expanding or destroying monetary base. Secondly, in developed countries where there is a structured secondary market for government securities, central banks usually enter this market and conduct open market operations. However, in developing countries where there is no structured secondary market for government securities, the central banks are obliged to issue their own certificates to conduct monetary policies. Thirdly, both of the ways for conducting open market operation (including government securities and central bank securities) have pros and cons. Nevertheless, if the secondary market conditions for government securities were satisfactory to fulfill the central bank needs for policy making there would be no rationale for the central bank to issue its own securities. Finally, the Musharakah certificates, which are the only instrument used by the Iranian central bank for open market operations, are not compatible with the nature of the latter. In fact, the Musharakah contract is essentially risky because first, its term is not a short one, second, it is unable to determine the exact profit rate at the beginning of the contract and finally, the central bank cannot block the gathered resources. Considering these limitations, it is necessary for the Iranian central bank to substitute the Musharakah certificates with other kinds of Islamic Sukuk.

Keywords: Open Market Operation, Government Securities, Central Bank Securities, Musharakah Certificates, Iran

Assistant Professor at Monetary and Banking Research Institute (Corresponding Author),
meisamy1986@gmail.com

Assistant Professor at Faculty of Islamic Studies and Economics, Imam Sadiq University,
nadir@isu.ac.ir