

عملیات بازار باز در چارچوب
بانکداری بدون ربا
مطالعه موردی: اسناد خزانه
اسلامی

دکتر حسین قضاوی
حسین بازمحمدی

زمستان ۱۳۸۹

پیش‌گفتار

در ادبیات مالی، اسناد خزانه^۱ اوراق بهاداری هستند که گواه تعهد ناشر (عموماً دولت‌ها) به بازپرداخت مبلغ اسمی آنها در آینده است. این اوراق به پشتوانه تعهد و اعتبار کامل دولت منتشر می‌شوند و دارای سررسید یک سال و کمتر بوده و معاف از مالیات دولت‌های مرکزی و ایالتی می‌باشند. اسناد خزانه، کوپن بهره ندارند و در زمان فروش، دولت‌ها آنها را ارزان‌تر از مبلغ اسمی به خریداران می‌فروشند. اسناد خزانه از ابزارهای مالی دارای ماهیت بدهی^۲ هستند.

اسناد خزانه اسلامی که سازوکار انتشار آن در این گزارش پیشنهاد می‌شود مبتنی بر بدهی‌های انباشته بخش دولتی به نظام بانکی، پیمانکاران طرف قرارداد در طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای مذکور در قوانین بودجه سالانه، بدهی‌ها و تعهدات دولت به سازمان‌های بیمه و تامین اجتماعی و برخی دیگر از بدهی‌های خزانه‌داری کل تعریف می‌شوند. این اسناد، به صورت متحدالشکل، با قیمت‌های اسمی و دوره‌های سررسید متنوع، بدون کوپن سود، با تضمین بازپرداخت در سررسید توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی و قابلیت دادوستد تا پیش از سررسید در بازار ثانویه، توسط معاونت هزینه و خزانه‌داری کل کشور انتشار یافته و در قبال بدهی‌های مسجل خزانه‌داری کل که مطابق با قانون محاسبات عمومی (مصوب ۱۳۶۶) تعریف می‌شود، در اختیار طلبکاران قرار می‌گیرد. به این ترتیب، ابزاری مالی و مبتنی بر بدهی که از قابلیت کشف قیمت و دادوستد در بازار ثانویه برخوردار است، به بازار مالی رسمی کشور معرفی می‌شود. مطابق با این تعریف، اسناد خزانه اسلامی از شرایط صحت معاملات که بر اساس ضوابط نظام مالی

۱. Treasury Bills

اسلامی تعریف می‌شوند، برخوردار است.

این گزارش در ۱۲ بخش تهیه شده است و با معرفی اسناد خزانه اسلامی، در وهله اول ابزار مالی مناسبی در اختیار خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی برای تصفیه بدهی‌های انباشته آن قرار می‌گیرد. از این راه، انضباط مالی مطلوبی نیز بر عملکرد مالی دولت حاکم می‌شود. در وهله دوم، با گشایشی که در وضعیت مالی بانک‌های بستانکار و پیمانکاران حاصل می‌شود، گردش وجوه مالی در اقتصاد روان‌تر و هزینه‌های معاملاتی کاهش می‌یابد و سرانجام، بانک مرکزی با خرید و فروش اسناد خزانه در بازار ثانویه اسناد که اصطلاحاً عملیات بازار باز^۱ خوانده می‌شود، می‌تواند به مدیریت نقدینگی در اقتصاد بپردازد. به این ترتیب، با انتشار اسناد خزانه اسلامی، زمینه آشکارسازی بیشتر ترجیحات فعالان بازار در قیمت‌گذاری وجوه و اعمال سیاست‌گذاری پولی غیرمستقیم و مؤثر در اقتصاد کشور فراهم می‌شود.

در اینجا لازم می‌دانم از همکاران پژوهشکده در این امر کمال تشکر و قدردانی را داشته باشم. همچنین از سرکار خانم‌ها محبوبه مهدوی که زحمت ویرایش و معصومه ایلانلو که زحمت تایپ این مجموعه را بر عهده داشته‌اند تشکر نمایم. پژوهشکده پولی و بانکی امیدوار است که انتشار این کتاب مورد استفاده علاقه‌مندان، مسئولین و کارشناسان قرار گیرد و نقطه شروعی برای پژوهش‌های تکمیلی در این زمینه باشد.

فرهاد نیلی

رئیس پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

فهرست مطالب

<u>صفحه</u>	<u>عنوان</u>
الف	پیشگفتار
۱	۱. مقدمه
۳	۲. عملیات بازار باز در نظام مالی مرسوم
۱۳	۳. ضرورت طراحی ابزارهای مالی مبتنی بر بازار در نظام اسلامی
۱۵	۴. مروری بر ابزارهای مالی اسلامی
۱۷	۴-۱. قراردادهای تأمین مالی بر حسب عملکرد و هدف
۲۰	۴-۲. ابزارهای تأمین مالی خاص و عام
۲۴	۴-۳. ابزارهای تأمین مالی از نگاه ایجاد بدهی
۲۷	۵. مروری بر ابزارهای پولی معرفی شده تاکنون
۳۰	۶. توسعه ابزارهای بازار پول
۳۲	۷. مزایا و محدودیت‌های ایجاد بدهی عمومی
۳۵	۸. مروری بر احکام شرعی و قوانین جاری ناظر بر ایجاد و دادوستد بدهی در کشور
۳۶	۸-۱. تعریف بدهی، اسباب و انواع آن
۳۷	۸-۲. احکام معاملات بدهی (دین)
۳۹	۹. معرفی اسناد خزانه اسلامی
۴۰	۹-۱. ضرورت طرح بحث
۴۱	۹-۲. انواع بدهی‌های مشمول ابزار پیشنهادی
۴۴	۹-۳. تعریف ابزار جدید
۴۵	۹-۴. مزایای ابزار پیشنهادی
۵۰	۹-۵. سازگاری با ضوابط مالی اسلامی

۵۵	۷-۹. بازار ثانویه اسناد خزانه
۵۸	۸-۹. استفاده از اسناد خزانه در سیاستگذاری پولی
۵۹	۱۰. تجربه بازار گواهی حق تقدم تسهیلات مسکن
۶۶	۱۱. سازوکار قانونی انتشار اسناد خزانه اسلامی
۶۸	۱۲. جمع‌بندی و توصیه‌های سیاستی
۷۱	منابع و مأخذ

فهرست جداول

<u>صفحه</u>	<u>عنوان</u>
۷	جدول ۱- نرخ ذخیره قانونی در کشورهای منتخب
۹	جدول ۲- مانده سپرده قانونی برای انواع سپرده بانکی در پایان آذر ۱۳۸۹
۱۰	جدول ۳- عوامل مؤثر در تغییر پایه پولی
۳۴	جدول ۴- سهم سپرده‌های دیداری و ذخایر بانک‌ها از کل سپرده‌های نزد شبکه بانکی
۳۶	جدول ۵- نسبت بدهی عمومی به تولید ناخالص داخلی
۶۷	جدول ۶- سقف اوراق قابل تخصیص به حساب سپرده سرمایه‌گذاری ممتاز برای اشخاص حقیقی (عادی)
۷۱	جدول ۷- محاسبه اقساط ماهانه برای دریافت حداکثر میزان تسهیلات
۷۳	جدول ۸- محاسبه نرخ سود مؤثر برای دریافت حداکثر میزان تسهیلات

فهرست نمودارها

<u>صفحه</u>	<u>عنوان</u>
۵	نمودار ۱- عرضه و تقاضای وجوه در بازار بین بانکی
۶	نمودار ۲- نحوه اعمال سپرده قانونی و اثر آن بر بازار ذخایر
۸	نمودار ۳- نحوه انجام عملیات تنزیل مجدد و اثر آن بر بازار ذخایر
۱۲	نمودار ۴- تأثیر عملیات خرید بازار باز بر نرخ بهره بین بانکی
۱۶	نمودار ۵- انواع قراردادهای در نظام مالی اسلامی
۱۸	نمودار ۶- انواع قراردادهای مبادله‌ای
۲۰	نمودار ۷- انواع قراردادهای واسطه‌گری مالی
۳۴	نمودار ۸- توزیع جغرافیایی نسبت بدهی عمومی به تولید ناخالص داخلی
۴۶	نمودار ۹- الف: نرخ بهره اسمی و نرخ تورم در انگلستان
۴۷	نمودار ۹- ب: نرخ بهره اسمی و نرخ تورم در آمریکا
۴۸	نمودار ۱۰- نرخ سود سپرده‌های سرمایه‌گذاری یکساله و نرخ تورم در ایران
۵۵	نمودار ۱۱- بانک مرکزی به عنوان نهاد پولی عمومی غیر دولتی
۶۱	نمودار ۱۲- بازار اولیه اسناد خزانه اسلامی: تسویه بدهی‌های مسجل خزانه‌داری کل با اسناد خزانه
۶۲	نمودار ۱۳- بازار ثانویه اسناد خزانه اسلامی: تنزیل اسناد خزانه و دادوستد آنها بر اساس عقد خرید دین
۶۵	نمودار ۱۴- تعادل در بازار ثانویه اسناد خزانه اسلامی
۷۰	نمودار ۱۵- قیمت پایانی گواهی تسهیلات مسکن مهرماه ۱۳۸۹ در فرا بورس
۷۳	نمودار ۱۶- نرخ سود مؤثر گواهی تسهیلات مسکن مهر ماه ۱۳۸۹

عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا مطالعه موردی: اسناد خزانه اسلامی^۱

۱. مقدمه

بیمه یکی از امور مستحدثی بود که مردم به نحو رو به گسترشی با آن سرو کار داشتند و علمای دینی هم خود را ناچار دیدند تا به طور جدی آن را مورد بررسی قرار دهند؛ به گونه‌ای که علمای اهل سنت از قواره "تکافل" برای آن استفاده کردند و مشهور فقهای شیعه نیز بیمه را عقدی مستحدث و مستقل و البته مشروع برشمردند. نقش بیمه در جهان امروز به حدی گسترده است و دامنه آن گسترش بیشتری هم پیدا می‌کند که علمای دین نمی‌توانستند پاسخگویی به آن را به مرور زمان محول کنند.

عملیات بازار باز و ابزار مالی مناسب برای اعمال آن، به لحاظ تاثیری که از منظر سیاست‌های پولی دارد، به مراتب از اهمیت بیشتری در مقایسه با "بیمه" برخوردار است، منتها چون کاربر اصلی آن بانک مرکزی است و بانک مرکزی به عنوان یک بلندگو، تاکنون نتوانسته است نیاز خود را با صدای رسا، به گوش برساند، تاکنون پاسخ مناسبی برای رفع این خلاء از سوی علمای دین فراهم نشده است. امید می‌رود نوشتار حاضر هم اهمیت عملیات بازار باز را به نحو مناسب بازگو کند و هم در جهت معرفی ابزار مالی مناسب و اتخاذ راهکاری مشروع، گام‌هایی را بردارد.

۱. مؤلفین از کمک‌های فکری همکاران خود که در تنظیم این مقاله سهم بسزایی داشته‌اند، سپاسگذارند. بدیهی است که مسئولیت کاستی‌های باقیمانده در مقاله تنها بر عهده نویسندگان است.

عمده‌ترین مخاطب نوشتار حاضر علمای ارزشمند اسلام هستند تا کمک کنند راهکاری برای استفاده کارآتر از سیاست پولی فراهم شود. امروزه بسیاری از کشورها با بکارگیری مناسب سیاست پولی توانسته‌اند بر فشارهای تورمی فائق آیند. بدون فراهم‌سازی ابزاری پویا و مشروع برای اتخاذ سیاست پولی مناسب، جهان اسلام در مدیریت فشارهای تورمی ممکن است با نارسایی همراه باشد.

انتشار اسناد خزانه به شیوه معمول آن در نظام‌های مالی مرسوم، در نظام مالی اسلامی امکان‌پذیر نیست، زیرا اگرچه این اسناد فاقد کوپن بهره هستند، لیکن چون در بدو انتشار با کسر از مبلغ اسمی به فروش می‌رسند، همانند اوراق قرضه ماهیت ربوی می‌یابند. ایراد دیگری نیز بر انتشار اسناد خزانه به شیوه مرسوم آن برای تأمین مالی عمومی بودجه دولت وارد می‌شود و آن محدودیت‌های کاربرد عقد قرض در نظام مالی اسلامی است. در این نظام، عقد قرض تنها به صورت قرض الحسنه (تعهد بدهکار به بازپرداخت اصل مبلغ بدهی بدون هیچ‌گونه اضافهای نسبت به آن) قابل پذیرش است. همچنین، در احکام فقهی، موارد مجاز ایجاد بدهی به صورت قرض الحسنه به رفع نیازهای ضروری محدود شده است.

اسناد خزانه برای تأمین مالی دولت منتشر می‌شوند. این اسناد در مقایسه با سایر ابزارهای بازار پول از درجه نقدشوندگی بیشتری برخوردارند، زیرا سریع‌تر از سایر ابزارها معامله می‌شوند. اسناد خزانه بدون ریسک هستند، زیرا تقریباً هیچ احتمال نکول در مورد آنها وجود ندارد. اسناد خزانه اصلی‌ترین ابزار بازار پول در بسیاری از کشورها می‌باشند.

بر اساس اطلاعات موجود، بدهی انباشته دستگاه‌های اجرایی به پیمانکاران طرف قرارداد، رقمی قابل ملاحظه است. ناتوانی دستگاه‌های اجرایی و خزانه‌داری کل کشور در تصفیه به موقع بدهی‌های مذکور، ناتوانی مالی پیمانکاران و تأخیر ایشان در بازپرداخت به موقع تسهیلات بانکی را به دنبال داشته است. از طرف دیگر، بدهی‌های دولت به نظام بانکی کشور بخش قابل توجهی از دارایی‌های بانک‌ها را به خود اختصاص می‌دهد. بخشی از این بدهی‌ها طی دهه‌های گذشته انباشت شده‌اند.

این مسائل، از یک سو موجب محدود شدن منابع بانکی و از سوی دیگر، موجب عدم شفافیت صورت‌های مالی بانک‌های دولتی و بانک‌های به‌تازگی واگذار شده، می‌باشد. با توجه به ضعف صورت‌های مالی بانک‌های دولتی به نظر نمی‌رسد که خصوصی‌سازی این بانک‌ها قبل از پاکسازی ترازنامه آنها از مطالبات معوق و سررسید گذشته و تجدید ساختار مالی بانک‌های دولتی، در کنار برخی آزادسازی‌های دیگر در محیط فعالیت آنها، موفقیت‌آمیز باشد.

در این مقاله، تعریفی نوین از اسناد خزانه در محیطی که ضوابط مالی اسلامی بر آن حاکم است، ارائه می‌شود. این ابزار مالی جدید، به لحاظ مشخصات عمومی آن، شباهت به اسناد خزانه در تعریف رایج دارد، اما از آنجا که به‌زعم پیشنهاددهندگان، سازوکار ارائه‌شده با ضوابط مالی اسلامی نیز سازگار است، عنوان اسناد خزانه اسلامی به خود گرفته است.

در مقاله حاضر، ابتدا مروری بر ابزارهای سیاست‌گذاری پولی در نظام‌های بانکی مرسوم^۱ و عملیات بازار باز در این نظام خواهیم داشت، سپس ابزارهای مالی در نظام مالی اسلام به طور کلی، و ضوابط انتشار ابزارهای بدهی به ویژه در این نظام مورد بررسی قرار خواهد گرفت. آن‌گاه تجربه کشورهای اسلامی در تعریف و به‌کارگیری ابزارهای مالی، به‌خصوص انتشار اسناد خزانه مورد بررسی قرار می‌گیرد. سپس تعریف اسناد خزانه اسلامی، سازوکار انتشار آن، مزایای مترتب بر آن و سازگاری آن با ضوابط مالی اسلامی به تفصیل بررسی می‌شود و در پایان جمع‌بندی و توصیه‌های سیاستی خواهد آمد.

۲. عملیات بازار باز در نظام مالی مرسوم

در نظام‌های بانکی مرسوم، بانک‌های مرکزی برای مداخله غیرمستقیم در بازار پول عموماً از سه ابزار نسبت سپرده قانونی، نرخ تنزیل و عملیات بازار باز بر روی اسناد خزانه یا اوراق قرضه دولتی استفاده می‌کنند. در حالی که تأثیرگذاری این ابزارها بر متغیرهای حجم پول و نرخ بهره بازار قطعی است، لیکن در طی زمان اهمیت آنها

در سیاستگذاری پولی فراز و فرودهایی داشته است. در حال حاضر، عملیات بازار باز که در مقایسه با دو ابزار سنتی دیگر طول عمر کوتاه‌تری نیز در سیاستگذاری پولی دارد، به دلیل مزایای برجسته خود، از کاربرد وسیعی در مداخلات روزانه بانک‌های مرکزی در بازارهای مالی برخوردار گشته است. در ادامه مروری کوتاه بر تعریف و چگونگی تأثیرگذاری ابزارهای سه‌گانه مذکور بر متغیرهای کلیدی حجم پول در گردش و نرخ بهره در اقتصاد خواهیم داشت.

الف) نسبت سپرده قانونی: دریافت سپرده قانونی از بانک‌ها توسط مقامات پولی و نظارت بانکی، در گذشته به انگیزه تأمین امنیت بخشی از سپرده‌های مردم و جلوگیری از ورشکستگی بانک‌ها وضع شد. اما امروزه انگیزه اصلی برای رعایت این ضابطه، کنترل حجم پول و نقدینگی است. مزیت عمده آن در مقایسه با ابزارهای دیگر، آن است که بانک‌ها مجبور به رعایت آن هستند، چون در زمان انبساط پولی، اثر مستقیم و آنی بر خلق پول بانک‌ها داشته و هنگام انقباض پولی نیز، از طریق افزایش سپرده‌ها اثر خود را بر پول‌آفرینی بانک‌ها القا می‌کند. کاهش نرخ سپرده قانونی، انبساط پولی و افزایش آن، انقباض پولی ایجاد می‌کند.

ب) نرخ تنزیل مجدد: هزینه استقراض بانک‌ها از بانک مرکزی را نرخ تنزیل مجدد گویند و معمولاً کمتر از نرخ بهره تسهیلات اعطایی توسط بانک‌ها (و بالاتر از نرخ بهره بین‌بانکی یا فدرال) است. افزایش آن، نوعی سیاست انقباضی و کاهش آن سیاست انبساطی پولی به حساب می‌آید. این ابزار هنگامی می‌تواند کارایی قابل ملاحظه داشته باشد که بانک‌ها از مازاد منابع قابل ملاحظه برخوردار نباشند.

ج) عملیات بازار باز: دخالت بانک مرکزی در بازار اسناد خزانه و یا اوراق قرضه دولتی به منظور تنظیم حجم نقدینگی را عملیات بازار باز می‌نامند. شرط کارایی این ابزار وجود بازار مالی گسترده است.

نحوه تأثیرگذاری هر یک از ابزارهای فوق‌الذکر از جمله عملیات بازار باز بانک مرکزی بر حجم نقدینگی (ذخایر)، نیازمند تشریح مختصر منحنی‌های عرضه و تقاضای ذخایر (بازار ذخایر) و چگونگی دستیابی به نرخ بهره تعادلی (نرخ بهره

بین بانکی) در این بازار است. نمودار ۱ وضعیت بازار ذخایر را نشان می‌دهد. در این نمودار، منحنی‌های R^d و R^s به ترتیب حاکی از تقاضا و عرضه وجوه در این بازار هستند. مقدار ذخایر مورد تقاضا می‌تواند به دو بخش تقسیم شود: ذخایر قانونی که حاصل ضرب نسبت ذخایر قانونی در سپرده‌های مشمول است و ذخایر مازاد که ذخایر اضافی هستند که بانک‌ها به اختیار خود نگهداری می‌کنند. لذا مقدار ذخایر مورد تقاضا برابر است با ذخایر قانونی به اضافه ذخایر مازاد مورد تقاضا.

ذخایر مازاد، بیمه‌ای محسوب می‌شود در برابر خروج سپرده‌ها از بانک و هزینه نگهداری این ذخایر، به عبارتی همان هزینه فرصت آنهاست؛ یعنی نرخ بهره‌ای که با قرض دادن این ذخایر می‌توان به دست آورد. این هزینه فرصت، چیزی غیر از نرخ بهره بین بانکی (نرخ بهره‌ای که طی آن بانک‌ها به یکدیگر وام می‌دهند) نیست. بنابراین، اگر نرخ بهره بین بانکی کاهش یابد، هزینه فرصت نگهداری ذخایر مازاد پایین می‌آید و با فرض ثبات سایر شرایط از جمله مقدار ذخایر قانونی، مقدار ذخایر مورد تقاضا افزایش می‌یابد. در نتیجه، منحنی تقاضا برای ذخایر R^d مطابق شکل فوق شیب نزولی خواهد داشت.

عرضه ذخایر R^s نیز می‌تواند به دو بخش تقسیم شود: ذخایری که از طریق عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی عرضه می‌شود که ذخایر غیراستقراری^۱ نامیده می‌شود و ذخایر قرض گرفته شده از بانک مرکزی^۲ که تحت عنوان BR از آن یاد می‌کنیم. هزینه اولیه استقراض از بانک مرکزی نرخ بهره‌ای است که بانک مرکزی بر این گونه وام‌ها بار می‌کند و از آن تحت عنوان نرخ تنزیل^۳ یا i_d یاد می‌شود. از آنجا که استقراض از سایر بانک‌ها جایگزینی برای استقراض از بانک مرکزی است، لذا اگر نرخ بهره بین بانکی یا i_{ff} پایین‌تر از نرخ تنزیل $i_d = i^3$ باشد، بانک‌ها از بانک مرکزی استقراض نمی‌کنند و ذخایر قرض گرفته شده در حد صفر باقی می‌ماند (قسمت عمودی منحنی عرضه). چنانچه نرخ بهره بین بانکی بالاتر از نرخ تنزیل قرار

۱. Non-Borrowed Reserve (NBR).

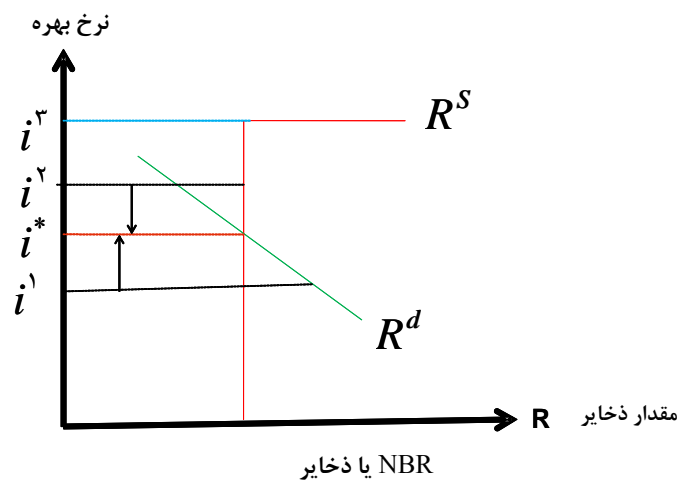
۲. Borrowed Reserve (BR).

۳. Discount Rate

گیرد، بانک‌ها به نرخ تنزیل تمایل خواهند داشت، هر چه بیشتر استقراض کنند و آن را بر اساس نرخ بهره بین‌بانکی (شاید هم با یک حاشیه اضافه‌تر) در بازار قرض بدهند، بیشتر سود می‌برند. نتیجه این وضعیت آن است که در سطح نرخ تنزیل i^3 ، منحنی عرضه به شکل افقی در می‌آید. تعادل بازار در جایی شکل می‌گیرد که مقدار ذخایر مورد تقاضا با مقدار ذخایر عرضه‌شده برابر باشد، یعنی داشته باشیم:

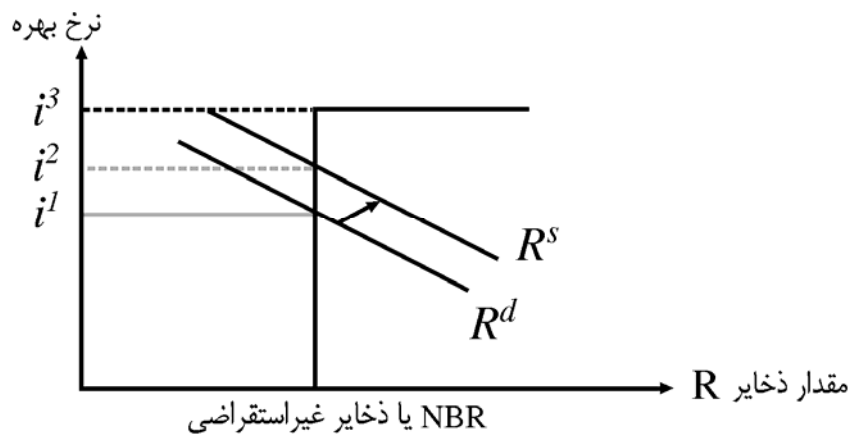
$$R^s = R^d$$

نمودار ۱- عرضه و تقاضای وجوه در بازار بین‌بانکی



سازوکار عملکرد نرخ ذخیره قانونی بدین ترتیب است که وقتی بانک مرکزی «نسبت ذخیره قانونی» را افزایش می‌دهد، نرخ بهره بین‌بانکی بالا می‌رود، زیرا ذخایر قانونی بیشتری برای پشتیبانی از سپرده‌های آزادِ کمتر، مورد نیاز خواهد بود و نتیجه این می‌شود که از قدرت وام‌دهی بانک‌ها کاسته می‌شود. اگر این نسبت کاهش یابد فرایند برعکس می‌شود.

نمودار ۲- نحوه اعمال سپرده قانونی و اثر آن بر بازار ذخایر



از نقاط ضعف این ابزار آن است که امروزه برای بسیاری از بانک‌ها، عامل محدودکننده‌ای نیست. نوسان مستمر نسبت ذخایر قانونی برای بانک‌ها، نااطمینانی به بار آورده و مدیریت آنها بر نقدینگی‌شان را دشوار می‌کند. به علاوه فرایند تعدیل زمان‌بر است. برخی از اقتصاددانان طرفدار حذف آن می‌باشند، کما اینکه کانادا (از ۱۹۹۲)، سوئیس، استرالیا و نیوزیلند این کار را انجام داده‌اند و حکم مالیات بر درآمد بانک را دارد. فهرست نرخ سپرده قانونی در برخی از کشورها، از دایرةالمعارف ویکی‌پدیا اقتباس شده و ذیلاً مرور می‌شود.

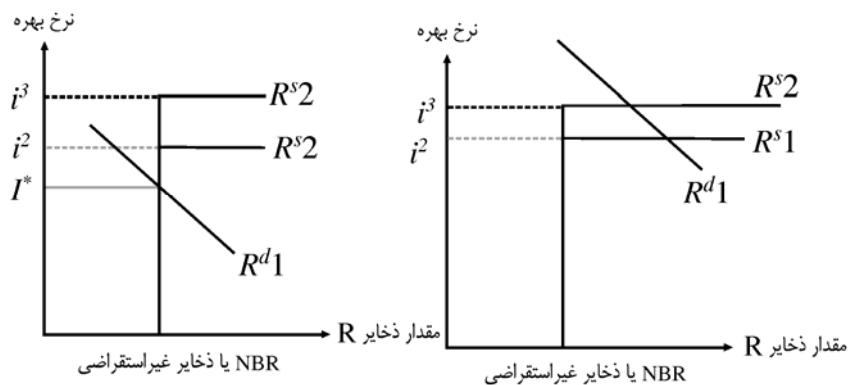
جدول ۱- نرخ ذخیره قانونی در کشورهای منتخب

کشور	نرخ ذخیره قانونی (درصد)	یادداشت
استرالیا	ندارد	در سال ۱۹۸۸ سپرده قانونی حذف و به جای آن ۱ درصد سپرده غیردبذاری جایگزین شد.
کانادا	ندارد	از ۱۹۹۲
نیوزیلند	ندارد	
سوئد	ندارد	
جمهوری چک	۲	از ۱۷ اکتبر ۲۰۰۹
منطقه یورو	۲	از ۱۹۹۹
مجارستان	۲	از نوامبر ۲۰۰۸
آفریقای جنوبی	۲/۵	
سوئیس	۲/۵	
لاتویا	۳	از ۲۴ دسامبر ۲۰۰۸ نرخ ذخیره قانونی از ۷ درصد به ۳ درصد کاهش یافت.
لهستان	۳	
شیلی	۴/۵	
هند	۶	
لیتوانی	۶	
بنگلادش	۶	تا قبل از ۱۵ دسامبر ۲۰۱۰ به صورت مؤثر ۵/۵ درصد بوده است.
پاکستان	۵	از اول نوامبر ۲۰۰۸
تایوان	۷	
اردن	۸	
زامبیا	۸	
بوروندی	۸/۵	
غنا	۹	
سریلانکا	۱۰	
بلغارستان	۱۰	
مکزیک	۱۰/۵	

منبع: http://en.wikipedia.org/wiki/Reserve_requirement

اثر تغییر «نرخ تنزیل» به این بستگی دارد که منحنی تقاضا در قسمت عمودی منحنی عرضه با این منحنی تلاقی پیدا کند یا در قسمت افقی آن. در نمودار ۳، در قسمت چپ وضعیتی مشاهده می‌شود که نرخ تنزیل مجدد از سطح i^2 به سطح i^3 افزایش یافته است اما وضعیت ذخایر تغییری نکرده است. در قسمت سمت راست با تغییر نرخ تنزیل، میزان تقاضا برای ذخایر نیز تغییر می‌کند.

نمودار ۳- نحوه انجام عملیات تنزیل مجدد و اثر آن بر بازار ذخایر



مزیت این ابزار آن است که تنزیل به طور ویژه راه مؤثری برای تأمین ذخایر برای نظام بانکی در دوره بحران است، زیرا این ذخایر به سمت بانک‌هایی که بیشترین نیاز را دارند، بلافاصله قابل جهت‌دهی است. در مقابل معایب این ابزار آن است که نقش «وام‌دهنده نهایی» را کم‌رنگ می‌کند، بیمه سپرده‌ها را در حاشیه قرار می‌دهد، مشکل کج‌منشی به بار می‌آورد و سازوکار وام‌تنزیلی بر پایه وثیقه‌گیری استوار است؛ به عبارت دیگر درست است که منحنی عرضه ذخایر، در سطح نرخ تنزیل مجدد حالت افقی به خود گرفته و حکایت از آن دارد که در این سطح از نرخ بهره، بانک‌ها هر چقدر که وجوه استقراری طلب کنند، بانک مرکزی آمادگی دارد تا به آنها بدهد اما این گشودگی پنجره تنزیل، مقید به میزان وثایقی

است که یک بانک می‌تواند برای بانک مرکزی فراهم کند. در ایران، بانک‌ها وثایقی نزد بانک مرکزی نگذاشته‌اند اما به اندازه سپرده‌های قانونی شبکه بانکی، بدهی بانکی به بانک مرکزی (در قالب خط اعتباری، سپرده بانک مرکزی نزد بانک‌ها و نیز اضافه‌برداشت) وجود دارد. به لحاظ مدیریت ریسک مطلوب هم، نباید وضعیتی پیش آید که مطالبات بانک مرکزی از بانک‌ها و از سپرده‌های بانک‌ها نزد بانک مرکزی بیشتر باشد، جداول ۲ و ۳ گویای ادعای مزبور هستند.

جدول ۲- مانده سپرده قانونی برای انواع سپرده بانکی در پایان آذر ۱۳۸۹

انواع سپرده	تجاری	جدیداً خصوصی شده	تخصصی	غیردولتی	کل بانک‌های تجاری	شبکه بانکی
دیداری	۲۵۵۷۳	۴۱۹۵۱	۴۵۲۲	۴۴۵۳	۷۱۹۷۷	۷۶۴۹۹
قرض‌الحسنه	۵۱۱۴	۸۷۷۸	۴۷۴۷	۳۲۹	۱۴۲۲۰	۱۸۹۶۷
قرض‌الحسنه مسکن	۰	۰	۷۵۲	۰	۰	۷۵۲
کوتاه‌مدت	۲۳۹۲۹	۴۱۵۸۶	۸۸۴۷	۲۳۳۷۰	۸۸۸۸۶	۹۷۷۲۳
کوتاه‌مدت ویژه	۳۲۳۴	۵۲۵۶	۹۰۹	۳۴۷۱	۱۰۹۶۱	۱۱۸۷۰
یک ساله	۱۲۴۵۹	۱۶۵۲۰	۴۰۴۹	۱۲۲۷۹	۴۱۲۵۸	۴۵۳۰۷
دو ساله	۱۳۳۹	۱۷۹۰	۳۶۱	۵۴۶	۳۶۷۵	۴۰۳۶
سه ساله	۷۵۵	۱۰۶۷	۱۸۹	۳۶۵	۲۱۸۷	۲۳۷۵
چهار ساله	۱۴۶	۲۰۶	۲۰۴	۸۶۸	۱۲۲۰	۱۴۲۴
پنج ساله	۱۲۷۳۷	۲۰۲۷۶	۴۵۲۸	۲۷۰۰۵	۶۰۰۱۸	۶۴۵۴۵
سایر	۳۲۶۸	۳۷۷۷	۱۱۷۵	۹۷۶	۸۰۲۱	۹۱۹۶
کل	۸۸۵۵۵	۱۴۱۲۰۶	۳۰۲۸۲	۷۲۶۶۲	۳۰۲۴۲۲	۳۳۲۷۰۵
نسبت سپرده قانونی موزون (درصد)	۱۴/۱	۱۴/۱	۹/۱	۱۲/۷	۱۳/۸	۱۳/۱

جدول ۳- عوامل مؤثر در تغییر پایه پولی

پایان		۱۳۸۹		۱۳۸۸		
سهام از رشد (واحد درصد)	درصد تغییرات	تغییر در مانده (میلیارد ریال)	مانده (میلیارد ریال)	سهام از رشد (واحد درصد)	تغییر در مانده (میلیارد ریال)	مانده (میلیارد ریال)
-۸/۵	-۷/۸	-۵۱۰۳۲	۶۰۴۲۶۸	۱۷/۲	۹۲۲۱۶	۶۵۵۳۰۰
۵/۷	۷/۴	۳۴۵۴۶	-۱۳۸۵۶	۱۱/۴	۶۱۵۴۹	-۴۸۴۰۲
۱۴/۵	۶۵	۸۷۷۰۲	۳۲۲۶۶۱	۰/۹	۴۷۰۰	۱۳۴۹۵۹
۸/۸	۲۹	۵۳۱۵۶	۳۳۶۵۱۷	۱۰/۵	-۵۶۸۴۹	۱۸۳۳۶۱
۲۶/۶	۹۵/۱	۱۶۰۷۱۴	۳۲۹۶۴۷	-۱۳/۱	-۷۰۷۶۴	۱۶۸۹۲۳
-۱۰/۵	-۳۷/۲	-۶۳۹۹۱	-۲۳۶۰۳۸	-۲/۶	-۱۹۰۴۴	-۱۷۲۰۴۷
						خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی
						خالص مطالبات بانک مرکزی از بخش دولتی
						مطالبات بانک مرکزی از بخش دولتی
						سپرده‌های بخش دولتی نزد بانک مرکزی
						مطالبات بانک مرکزی از بانک‌ها
						سایر بدهی‌ها، حساب سرمایه بانک مرکزی

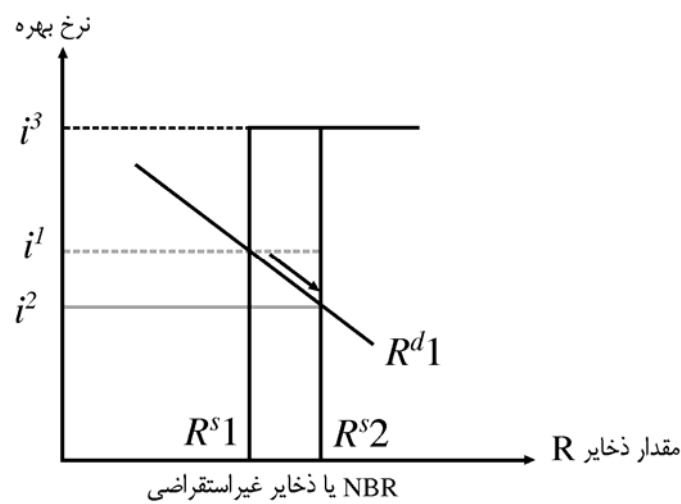
با توجه به نکات پیش گفته و مزایایی که در زیر مطرح خواهد شد، این نتیجه را می توان گرفت که عملیات بازار باز مهمترین و کاراترین ابزار سیاست پولی است. عملیات بازار باز (خرید بازار باز) موجب می شود مقدار ذخایر عرضه شده افزایش یابد. این نکته در هر سطحی از نرخ بهره بین بانکی مصداق دارد، زیرا ذخایر غیراستقرازی بالا می رود و به عنوان مثال از NBR_1 به NBR_2 افزایش می یابد. لذا خرید بازار باز، منحنی عرضه را از R_1^s به R_2^s انتقال می دهد و نقطه تعادل را نیز از ۱ به ۲ جابجا می کند که موجب می شود نرخ بهره بین بانکی از i^1 به i^2 کاهش یابد (نمودار ۴). مشابه همین استدلال را می توان برای فروش بازار باز به کار بست و نتیجه گرفت که مقدار ذخایر استقرازی عرضه شده کاهش می یابد، منحنی عرضه به چپ منتقل می گردد و موجب افزایش نرخ بهره بین بانکی می شود. در نتیجه خرید بازار باز باعث می شود که نرخ وجوه بین بانکی افت کند، در حالی که فروش در بازار باز، موجب افزایش نرخ این وجوه می شود.^۱

عملیات بازار باز می تواند جنبه پویا داشته باشد، به طوری که بانک مرکزی رأساً و بنا به تحلیل های کلان اقتصادی به این نتیجه برسد که سیاست پولی نقبازی اعمال کند که در این صورت با فروش حجم معینی از اوراق قرضه دولتی در بازار اولیه (برگزاری حراج)، در مدت زمان کوتاهی در حد یک ساعت، مبادرت به فروش بازار باز کرده و پایه پولی را منقبض کند، کما اینکه در صورت رسیدن به این نتیجه که لازم است پایه پولی منبسط و حجم نقدینگی زیاد شود، می تواند مبادرت به انجام عملیات خرید بازار باز کند. عملیات بازار باز می تواند جنبه تدافعی هم داشته باشد. بدین ترتیب که به عنوان مثال چنانچه سپرده های دولتی به یکباره نزد بانک مرکزی دچار افت شود اما بانک مرکزی خواهان ثبات پایه پولی باشد، در این صورت با استفاده از فروش بازار باز انفعالی، بانک مرکزی می تواند میزان انبساط پایه پولی از محل برداشت سپرده های دولتی را خنثی کند.

۱. فردریک، مشکین، اقتصاد پول، بانکداری و بازارهای مالی، ترجمه و تألیف حسین قضاوی، مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران، ۱۳۸۸.

مقابله با اثر اضافه برداشت بانک‌ها^۱ نیز نوعی عملیات بازار باز تدافعی یا انفعالی تلقی می‌شود. مزایای این ابزار بدین شرح است: امکان خنثی‌سازی اثر انبساطی اضافه برداشت، امکان خنثی‌سازی اثر انبساطی نوسانات سپرده‌های بخش دولتی، بانک مرکزی بر حجم آن کنترل کامل دارد. در حالی که مثلاً در تنزیل مجدد این‌طور نیست و منعطف است (در هر حجمی)، راحت می‌تواند تغییر جهت دهد و به سرعت قابل انجام است.

نمودار ۴- تأثیر عملیات خرید بازار باز بر نرخ بهره بین بانکی



در پایان این بخش از گزارش، در اقتصادهای پولی مرسوم که ممنوعیت عملیات ربوی در آنها وجود ندارد، عملیات بازار باز بانک‌های مرکزی عمدتاً بر روی اسناد خزانه^۲ و یا اوراق قرضه میان‌مدت خزانه^۳ صورت می‌گیرد. اسناد خزانه مرسوم اوراق بهاداری هستند که گواه تعهد ناشر (عموماً دولت‌ها) به بازپرداخت مبلغ اسمی

۱. Float

۲. Treasury Bills

۳. Treasury Notes

آنها در آینده است و به پشتوانه تعهد و اعتبار کامل دولت منتشر می‌شوند. این اوراق دارای سررسید یک سال و کمتر بوده و معاف از مالیات دولت‌های مرکزی و ایالتی می‌باشند، کوپن بهره ندارند و در زمان فروش دولت‌ها آنها را ارزان‌تر از مبلغ اسمی به خریداران می‌فروشند. اوراق قرضه میان‌مدت خزانه نیز که با دوره سررسید از یک سال تا پنج سال منتشر می‌شوند، دارای کوپن با نرخ بهره از قبل تعیین‌شده می‌باشند. اسناد خزانه و اوراق قرضه از ابزارهای مالی دارای ماهیت بدهی^۱ هستند، به دلیل آنکه این ابزارهای مالی دارای ماهیت قرض ربوی هستند و در نظام مالی اسلامی قابلیت کاربرد ندارند.

۳. ضرورت طراحی ابزارهای مالی مبتنی بر بازار در نظام اسلامی

در چند دهه گذشته، تعداد و دامنه کاربرد ابزارهای مالی که با اصول تأمین مالی اسلامی سازگاری دارند، گسترش قابل ملاحظه‌ای داشته است. چندین ابزار تأمین مالی مناسب برای بانکداری تجاری اسلامی و یا برای تأمین مالی پروژه‌های خاص معرفی شده است. با این حال، در بهبود ابزارهایی که برای تأمین مالی غیرتورمی کسری بودجه و یا مدیریت پولی مبتنی بر بازار مناسب باشند، پیشرفت اندکی حاصل شده است. معرفی ابزارهایی که ضمن شفافیت، به لحاظ عملیاتی نیز امکان‌پذیر باشند، برای تأمین مالی عمومی دولت و برای مدیریت کلی نقدینگی همچنان باید در دستور کار قرار داشته باشد.

چالش‌های به‌کارگیری سیاست پولی مبتنی بر بازار در نظام‌های بانکداری اسلامی، منحصر به فرد و پیچیده است. برای کنترل پولی مؤثر تحت هر نظامی، عموماً فرض می‌شود که بانک مرکزی دارای کنترل هدفمند بر روی ترازنامه خود و به تبع آن بر روی رشد پایه پولی است. بدون تردید، این مهم با وجود ابزارها و بازارهای تأمین مالی مستقل برای بودجه دولت و در دسترس بودن ابزارهای منعطفی که با استفاده از آنها بتوان جریان نقدینگی ایجاد شده توسط اقسام برون‌زای موجود در ترازنامه بانک مرکزی را جبران و تنظیم کرد، تسهیل می‌شود.

۱. Debt Instrument

علاوه بر این، همچنین فرض می‌شود که بازارهای پول و نظام‌های پرداخت حساسی وجود دارد، به گونه‌ای که بانک‌ها وضعیت نقدینگی خود را متناسب با شرایط جدید، مدیریت می‌کنند و از این طریق اقدام‌های سیاستگذاری بانک مرکزی به پیکره اقتصاد منتقل می‌شود. در کشورهایی که دارای نظام بانکداری اسلامی به صورت کامل یا بخشی هستند، همانند بسیاری از کشورهای در حال توسعه، چنین ترتیباتی برای تسهیل سیاستگذاری پولی مؤثر، در مراحل مختلف تکامل قرار دارد. یکی از چالش‌های منحصر به فرد نظام‌های بانکداری اسلامی برای طراحی ابزارهای مبتنی بر بازار به منظور کنترل نقدینگی و تأمین مالی دولت، پیچیدگی طراحی ابزارهایی است که ممنوعیت تعهد به پرداخت بهره از قبل را رعایت نمایند و در مورد ابزارهای مبتنی بر تسهیم سود و زیان، معاملات مرتبطی را که تعیین‌کننده نرخ بازدهی هستند، مدنظر قرار دهند. در الگوی تأمین مالی اسلامی، ابزارهای تأمین مالی مبتنی بر بدهی، نمی‌توانند نرخ بازدهی مثبتی (از راه دریافت بهره ثابت یا متغیر) کسب نمایند و همچنین نمی‌توانند در بازار ثانویه تنزیل شوند. به عبارت دیگر، این ابزارها تنها به قیمت اسمی و با محدودیت‌هایی قابل انتقال به شخص دیگر هستند. از سوی دیگر اوراق بهادار مبتنی بر سهام، بر حسب ارزش‌های معاملاتی که بازتاب انتظارات بازار از عملکرد اقتصادی و نرخ‌های بازدهی هستند، قابل دادوستد در بازار می‌باشند، اما ابزارهای مبتنی بر سهامی که به عملیات دولت و بانک مرکزی مرتبط می‌باشند، به دلیل پیچیدگی زیاد محاسبه سودهای مرتبط و نرخ‌های بازدهی، با دشواری‌های زیادی روبه‌رو هستند. چنین محدودیت‌هایی، گسترش سازوکارهای کارآمد دادوستد در بازار پول و اعطای تسهیلات اعتباری توسط بانک مرکزی را که برای اثربخشی سیاست‌های پولی مبتنی بر بازار و بهبود مدیریت سبد دارایی‌های فوق‌العاده نقد بانک‌ها ضروری است، با محدودیت مواجه می‌کند. همچنین که نقدینگی سبد دارایی‌های بانک‌های اسلامی تا حدودی به دلیل ساختار سبد دارایی‌های آنها می‌تواند بیشتر از بانک‌های مرسوم باشد.

علی‌رغم این چالش‌های منحصر به فرد، نیاز فوری به حل این مشکلات وجود

دارد. بدون وجود ابزارهای کارآمد برای عملیات پولی و تأمین مالی دولت، ادامه اتکا به کنترل‌های مستقیم اعتبارات بانک‌ها و دریافت ذخایر قانونی بالا و بدون بازدهی از آنها که حاشیه واسطه‌گری بانک‌ها را افزایش می‌دهد، ناگزیر خواهد بود. همچنین، نبود بازارهای پول، به ایجاد ذخایر مازاد فراوان برای برخی واسطه‌های مالی منجر خواهد شد که مجدداً به حاشیه واسطه‌گری می‌افزاید. در این شرایط، هنگامی که بانک‌های مرکزی به تأمین اعتبارات برای بانک‌های منفردی اقدام می‌کنند که فاقد ابزارهای انعطاف‌پذیر برای جذب ذخایر مازاد سایر بانک‌ها هستند، ایجاد سستی در کنترل‌های پولی پدید می‌آید. پیامد کلی چنین ناکارآمدی‌هایی، عدم گسترش واسطه‌گری مالی در بازارهای رسمی و وجود فشارهای تورمی در بسیاری از نظام‌های بانکداری اسلامی بوده است.^۱

۴. مروری بر ابزارهای مالی اسلامی

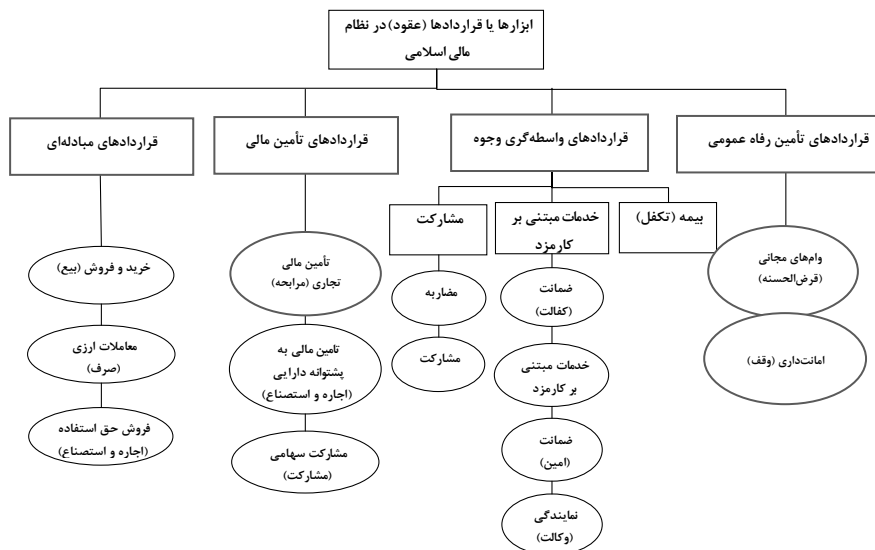
در نظام مالی اسلامی، ابزارهای تأمین مالی بر اساس قراردادهای یا عقود طراحی می‌شوند. قراردادهای یا عقود، چارچوب‌هایی حقوقی و قانونی هستند که از نگاه شریعت هیچ یک از ممنوعیت‌های دین مبین مانند ربا یا غرر^۲ را نقض نمی‌کنند. در نظام مالی اسلام، مجموعه‌ای از قراردادهای اصلی وجود دارد که به عنوان عناصر اصلی طراحی ابزارهای مالی پیچیده‌تر و ترکیبی مورد استفاده قرار می‌گیرند. پژوهشگران اقتصاد اسلامی، این قراردادهای ربا بنا بر رویکرد تحلیلی خود، در دسته‌بندی‌های متنوعی قرار می‌دهند. به عنوان مثال، به لحاظ عملکرد و نقشی که

۱. Sundrarajan, V., Marston, D. and Shabsigh, G. (۱۹۹۸). Monetary Operations and Government Debt Management Under Islamic Banking: Macroeconomic Issues and Policies in the Middle East and North Africa, Edited by Zubair Iqbal, IMF, ۲۰۰۱.

۲. غرر به معنی خطر ناشی از خدعه و نیرنگ در معامله است. این گونه معاملات در اسلام تحریم شده است. برای توضیح بیشتر به «عباس، موسویان. (۱۳۸۶)، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، صص ۱۳۲-۱۱۶» مراجعه شود.

قراردادها یا عقود در تجهیز منابع مالی ایفا می‌کنند، در چهار گروه گسترده عقود مبادله‌ای،^۱ تأمین مالی،^۲ واسطه‌گری مالی^۳ و تأمین رفاه اجتماعی^۴ قرار می‌گیرند. در دسته‌بندی‌های کلی‌تر، این قراردادها به قراردادهای تأمین مالی خاص^۵ در برابر قراردادهای تأمین مالی عام،^۶ و قراردادهای تأمین مالی بدون ایجاد بدهی^۷ در برابر قراردادهای تأمین مالی با ایجاد بدهی^۸ تفکیک می‌شوند. در ادامه، به اختصار مروری بر ابزارهای تأمین مالی اسلامی در دسته‌بندی‌های فوق خواهیم داشت.

نمودار ۵ - انواع قراردادها در نظام مالی اسلامی



۱. Transactional Contracts
۲. Financing Contracts
۳. Intermediations Contracts
۴. Social Welfare Contracts
۵. Specific Funding Instruments
۶. General Funding Instruments
۷. Non-debt Financing Instruments
۸. Debt Financing Instruments

منبع: Iqbal, Z. and Mirakhor, A. "An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice", ۲۰۰۷, p.۷۹.

۱-۴. قراردادهای تأمین مالی بر حسب عملکرد و هدف

این دسته‌بندی که بر اساس عملکرد و هدف قراردادها صورت گرفته است، چارچوبی برای فهم ماهیت تأمین اعتبار، انواع ابزارهای تأمین مالی، واسطه‌گری و نقش‌های متفاوتی که هر گروه از ابزارها در نظام اقتصادی ایفا می‌کنند، در اختیار خواننده می‌گذارد. به عبارت دیگر، به لحاظ نظری قوانین تجاری اسلام قادر به پاسخگویی به نیازهای فعالان اقتصادی در مراحل گوناگون فعالیت اقتصادی است، از مرحله خرید و فروش کالا تا ترتیبات وثیقه‌سپاری و ضمانت و ترتیبات دریافت اعتبار یا تأمین مالی و سرانجام تا ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری.

الف) قراردادهای مبادله‌ای

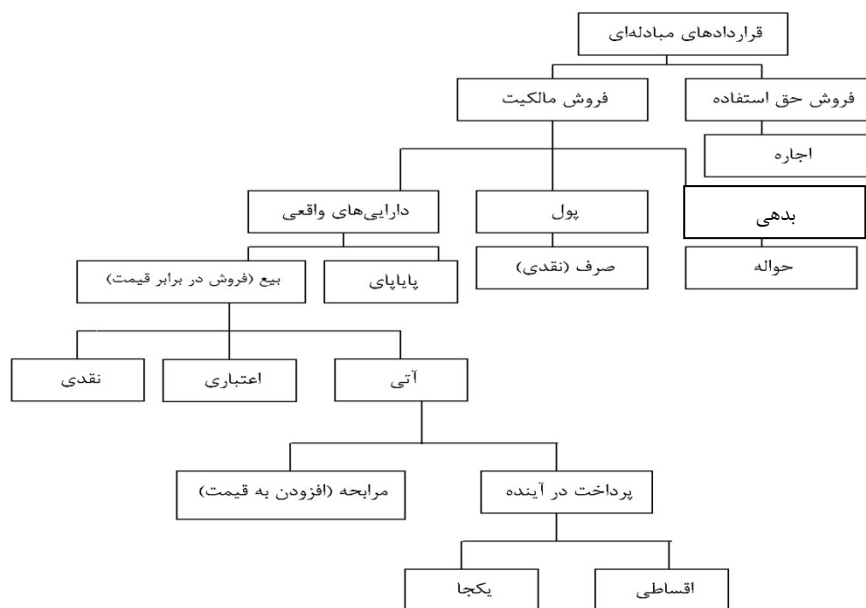
این قراردادها با معاملات اقتصادی بخش واقعی سروکار دارند و مبادلات، فروش و تجارت کالاها و خدمات را تسهیل می‌کنند. هسته مرکزی قراردادهای مبادله‌ای، بر تجارت یا فعالیت‌های مبتنی بر معاملات متکی است. ممکن است که مبادله به صورت کالا به کالا، کالا در برابر قیمت یا کالا در برابر وعده پرداخت در آینده باشد. این قراردادها موجد دارایی بوده و خود مبنای تأمین مالی و ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌باشند. از جمله قراردادهای مبادله‌ای می‌توان از قراردادهای معاوضه و فروش، مانند فروش مالکیت دارایی‌های واقعی^۱ ارز و بدهی و فروش حق استفاده (اجاره) نام برد. معاملات دارایی‌های واقعی ممکن است که در بازارهای نقدی و یا نسبی صورت بگیرد. مانند فروش نسبی، پیش‌خرید (سلف) و سفارش ساخت (استصناع).

ب) قراردادهای تأمین مالی

چنانچه قراردادهای تأمین مالی را از نگاه ریسک مرتبط به آنها در نظر بگیریم، در یک سمت طیف ریسک، اوراق بهادار به پشتوانه دارایی که دارای ریسک کمی است، قرار می‌گیرد و در سمت دیگر این طیف، شیوه‌های پر ریسک تأمین مالی مبتنی بر

سهام قرارداد مانند سرمایه‌گذاری مشترک و سهام خصوصی. در بین این روش‌ها، سایر اوراق بهادار وثیقه‌دار با سر منشأ اجاره یا قراردادهای استصناع که به مستقلات متصل بوده و بسته به نیاز سرمایه‌گذاران در کوتاه و میان‌مدت قابل تعریف می‌باشند، قرار می‌گیرد. از جمله قراردادهای تأمین مالی می‌توان به مباحه (فروش اقساطی) و مشارکت اشاره کرد.

نمودار ۶- انواع قراردادهای مبادله‌ای



منبع: Iqbal, Z. and Mirakhor, A. ۲۰۰۷, P ۸۱

ج) قراردادهای واسطه‌گری مالی

این قراردادها وظیفه تسهیل در اجرای قراردادهای مبادله‌ای و تأمین مالی را به‌گونه‌ای کارآمد و شفاف بر عهده دارند. مجموعه‌ای جامع از قراردادها که برای فراهم‌نمودن دامنه‌ای وسیع از خدمات واسطه‌گری معمول مانند انتقال دارایی‌ها،

نظام‌های پرداخت، خدمات امین و مدیریت ریسک کفایت می‌کنند. قراردادهای واسطه‌گری مالی را می‌توان به سه زیربخش طبقه‌بندی کرد. اول، گروه خدمات واسطه‌گری مالی که با واسطه‌گری از طریق مشارکت در سرمایه و مهارت‌های کارآفرینی سروکار دارد و شامل قراردادهای مضاربه و مشارکت می‌شود. دومین گروه، بر مبنای مفهوم تضمین هستند و با قراردادن دارایی نزد واسطه‌گر مالی، برای دریافت حمایت یا ضمانت انجام می‌شوند. قراردادهای امانت، عاریه،^۱ ودیعه، وکالت و جعاله در این گروه قرار می‌گیرند. گروه سوم، قراردادهایی هستند که از آنها با عنوان تضمین تعهدات^۲ نام می‌بریم. این قراردادهای، ارائه تضمین‌های صریح و ضمنی در مورد عملکرد مالی عوامل اقتصادی نسبت به یکدیگر را تسهیل می‌کنند و نقشی اساسی در تأمین ثبات و کاهش ریسک در نظام مالی ایفا می‌نمایند. قراردادهای تضمین تعهدات شامل کفالت، رهن و حواله است.

د) قراردادهای (عقود) تأمین رفاه اجتماعی

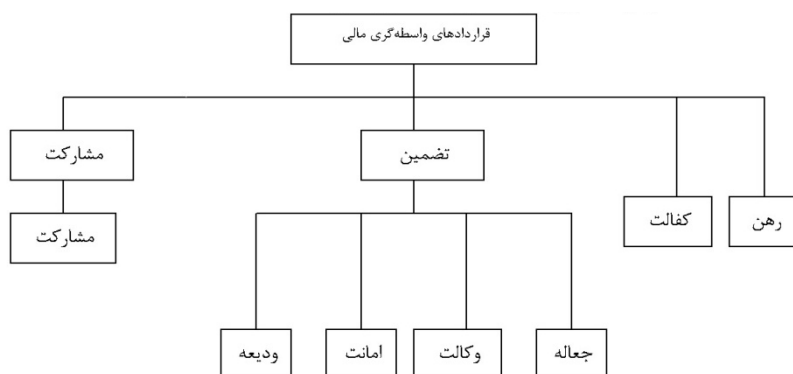
قراردادهای تأمین رفاه اجتماعی، قراردادهایی بین افراد و جامعه برای تقویت آسایش و رفاه افراد نیازمند می‌باشند. تسهیلات قراردادهای تأمین رفاه اجتماعی فراتر از حوزه واسطه‌گری مالی قرار دارند. با این حال، یک واسطه‌گر مالی در نظام مالی اسلامی می‌تواند خدمات اجتماعی معینی را از طریق برخی قراردادهای نهادینه‌شده، مانند قرض‌الحسنه و وقف به جامعه عرضه نماید.^۳

۱. عاریه (Ariya) یا وام‌دهی مجانی قراردادی است که به موجب آن یک دارایی توسط وام‌دهنده بدون هیچ مابه‌ازایی برای استفاده در اختیار وام‌گیرنده قرار می‌گیرد. وام‌گیرنده هیچ پرداخت یا اجاره‌ای بابت استفاده از دارایی نمی‌پردازد و فقط مسئول نگهداری دارایی در بهترین شکل آن می‌باشد و بلافاصله با درخواست وام‌دهنده دارایی را به او باز می‌گرداند. وام‌دهنده ممکن است که زمان، مکان و نحوه استفاده را مشخص کند یا وام‌دهنده می‌تواند هر زمان که مایل بود، این قرارداد را ادامه ندهد. همچنین به قانون مدنی ایران، ۱۳۰۷، مواد ۶۳۵ تا ۶۴۷ مراجعه شود.

۲. Security

۳. Z. Iqbal, & A. Mirakhor. (۲۰۰۷). An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice, p.۸۰.

نمودار ۷- انواع قراردادهای واسطه‌گری مالی



منبع: Iqbal, Z. and Mirakhor, A. ۲۰۰۷, p. ۱۰۱

۲-۴. ابزارهای تأمین مالی خاص و عام

الف) ابزارهای تأمین مالی خاص

در کشورهای اسلامی متعددی ابزارهای تأمین مالی خاص پروژه با به‌کارگیری اصول مضاربه (مشارکت) یا اجاره معرفی شده‌اند. برای پروژه‌هایی که نرخ بازدهی قابل شناسایی دارند، مانند یک کارخانه یا یک بنگاه تجاری، دولت می‌تواند گواهی مضاربه (مضاربه محدود - مشارکت) منتشر نموده و وجوه حاصله را در آن پروژه خاص سرمایه‌گذاری نماید. در مقابل، سرمایه‌گذاران مالک سهمی از سود آن پروژه خواهند شد. این گواهی یک ابزار مالی مبتنی بر سهام است و از این روی قابل دادوستد در بازار ثانویه به قیمتی است که توسط بازار و بر اساس چشم‌انداز عملکرد پروژه مرتبط، تعیین می‌شود.

در مورد آن گروه از پروژه‌های دولتی که در بدو امر نرخ بازدهی قابل شناسایی ندارند (مانند مدرسه‌سازی)، در مواردی ابزارهای مبتنی بر اجاره برای جمع‌آوری منابع مالی مورد نیاز به کار گرفته شده‌اند. طبق این قرارداد، سرمایه‌گذاران با تأمین مالی کامل پروژه، با دولت که مالک زمین است، مالکیت مشترک پروژه را به دست

می‌آورند. در زمان تکمیل پروژه، سرمایه‌گذاران سهام خودشان را برای یک دوره زمانی معین و با نرخ‌ی که در چانه‌زنی تعیین می‌شود، به دولت اجاره می‌دهند. اغلب، قرارداد اجاره شامل حق خرید پروژه در پایان قرارداد توسط دولت است. اگر چه شیوه‌های مذکور برای تأمین مالی پروژه‌های دولت معتبر هستند، قابلیت استفاده از آنها برای مدیریت حوزه‌های پولی و مدیریت کارآمد بدهی داخلی دولت، کاملاً محدود است. به طور کلی، یک نظام کارآمد کشف قیمت برای گسترش بازارهای اوراق بهادار ضروری است. چنانچه فرایندهای قیمت‌گذاری اوراق بهادار، فاقد شفافیت یا به اندازه کافی مبتنی بر بازار نباشند (به لحاظ تواتر انتشار و قیمت‌گذاری و دسترسی به اطلاعات مؤثر بر ارزیابی قیمت اوراق) مشارکت سرمایه‌گذاران محدود خواهد شد.

در مورد ابزارهای تأمین مالی خاص، انتشار اولیه اوراق، با تواتر خیلی کم صورت می‌گیرد و برای تشکیل و گسترش بازار کافی نیست. اینکه اوراق برای تأمین مالی پروژه خاص و با سررسید معین انتشار می‌یابد، سرمایه‌گذاران ریسک‌گریزی را می‌طلبد که به دنبال سود معین و ازپیش‌تعیین‌شده‌ای هستند. بنابراین، قابلیت استفاده از قیمت این اوراق به عنوان نرخ مینا یا مرجعی برای قیمت‌گذاری سایر اوراق، بسیار محدود خواهد بود.

علاوه بر مشکل کشف قیمت، شیوه‌های مذکور تأمین مالی قادر به دستیابی به هدف حداقل‌سازی هزینه‌ها که اصلی کلیدی برای مدیریت بدهی‌های عمومی است، نمی‌باشند. این اصل عموماً برای اطمینان از اینکه شیوه‌های مبتنی بر بازار برای انتشار اولیه اوراق بهادار مورد استفاده قرار می‌گیرد، به کار گرفته می‌شود. بازارهای اوراق بهادار با ترتیباتی از قبیل تنزیل، قراردادهای بازخريد و بازارهای ثانویه فعال، به گونه‌ای نقد و کارآمد ایجاد می‌شوند و توزیع اوراق بهادار بر مبنای وسیع صورت می‌گیرد. برای دستیابی به این مشخصات، طراحی ابزار، شیوه‌های فروش و ایجاد ترتیباتی که نقدینگی ابزار مالی را تضمین کند، بسیار مهم است.

ب) ابزارهای تأمین مالی عام

در خصوص ابزارهایی که برای تأمین مالی عمومی دولت طراحی می‌شوند، تعیین شیوه مناسبی برای محاسبه نرخ بازدهی کلی آنها با دشواری‌های مفهومی در زمینه چگونگی اندازه‌گیری هزینه‌ها، فایده‌ها و ریسک‌های تأمین خدمات دولتی مواجه می‌شویم. باید توجه داشت که این نرخ بازدهی کلی بایستی به عنوان شاخصی از سوددهی و یا بازدهی فعالیت‌های عمومی دولت، قابلیت استفاده داشته باشد. تاکنون، پیشنهادهای متعددی برای پاسخ به این پیچیدگی‌ها ارائه شده است که شامل محاسبه قیمت‌های سایه پروژه^۱ و استفاده از نرخ بازدهی اجتماعی^۲ می‌باشد. در گذشته، دولت مالزی اوراق بهاداری با عنوان اوراق سرمایه‌گذاری دولتی^۳ را با هدف تأمین مالی عمومی دولت منتشر کرده است. از آنجا که این اوراق بر مبنای عقد قرض‌الحسنه طراحی شده‌اند، خرید این اوراق توسط سرمایه‌گذاران به منزله اعطای وامی خیرخواهانه به دولت برای اجرای پروژه‌ها و یا تأمین خدمات به نفع مردم تلقی می‌شود. فراهم‌کنندگان وجوه، انتظاری برای کسب بازدهی از وام اعطایی خود ندارند، اما انتظار دارند که اصل وام آنها در سررسید بازپرداخت شود. با این حال، دولت برای نشان دادن حسن نیت خود می‌تواند تصمیم به تأمین بازدهی اوراق به شکل پرداخت سود (هدیه) به دارندگان اوراق کند. این نرخ سود که توسط کمیته‌ای ویژه تعیین می‌شود، متغیرهایی نظیر تورم، رشد واقعی اقتصاد و بازدهی سایر ابزارهای مالی را مدنظر قرار می‌دهد.

ابزار مالی اوراق سرمایه‌گذاری دولتی در ابتدا برای فراهم کردن امکان نگهداری اوراق نقد توسط بانک اسلامی مالزی در انطباق با الزامات نقدینگی بانک مرکزی مالزی^۴ و همچنین سرمایه‌گذاری ذخایر اضافی آن طراحی شد. اما نباید

۱. Project Shadow Prices

۲. Social Rates of Return

۳. Government Investment Issues (GII)

۴. Bank Negara Malaysia (BNM)

انتظار داشت که اوراق سرمایه‌گذاری دولتی به عنوان ابزار سیاست پولی بانک مرکزی مالزی مورد استفاده قرار گیرد. علاوه بر این، در گذشته اوراق سرمایه‌گذاری دولتی به صورت موازی همراه با اوراق بهره‌دار مرسوم دولت که ابزار اصلی تأمین مالی داخلی کسری بودجه هستند، مورد استفاده قرار گرفته است. شیوه تعیین نرخ بازدهی اوراق سرمایه‌گذاری دولتی توسط کمیته مربوطه بر مبنای عملکرد متغیرهای کلیدی اقتصاد کلان، نمی‌تواند شفافیت کافی و مورد نیاز برای تقویت مشارکت سرمایه‌گذاران را فراهم نماید.^۱

در اقتصاد ایران نیز طی سال‌های ۱۳۶۷ به بعد، اوراق مشارکت ملی و اوراق مشارکت طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای دولت، برای تأمین مالی عمومی پروژه‌های عمرانی انتشار یافته‌اند. نرخ سود علی‌الحساب این اوراق نیز در کارگروهی متشکل از نمایندگان وزارت امور اقتصادی و دارایی، بانک مرکزی و معاونت راهبردی رئیس جمهور تعیین می‌شود. سازمان حسابرسی امین این اوراق است و مسئولیت نظارت بر حسن مصرف وجوه طی دوره انتشار اوراق و تعیین نرخ بازدهی قطعی آنها حداکثر شش ماه پس از سررسید اوراق را بر عهده دارد. نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت ملی نیز بر مبنای نرخ تورم مورد انتظار و نرخ بازدهی سایر دارایی‌های رقیب، مانند سود سپرده‌های بلندمدت بانکی تعیین می‌شود. طی چندین سال گذشته در همه مواردی که اوراق مشارکت ملی و یا اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی دولت انتشار یافته‌اند، به استناد گزارش‌های نظارتی سازمان حسابرسی، نرخ سود قطعی این اوراق، کمتر و یا برابر با نرخ سود علی‌الحساب پرداختی به دارندگان آنها بوده است. علاوه بر این، شرایط بازخرید پیش از سررسید این اوراق با نرخ سود علی‌الحساب روزشمار در بانک عامل و عدم ارائه منظم اطلاعات به بازار، مانع از تشکیل بازار ثانویه برای این اوراق شده است.^۲

۱. Sundararajan, V. et al, pp. ۹۴.

۲. حسین، بازمحمدی و همکاران، گزارش کارگروه آسیب‌شناسی اوراق مشارکت دولت، شرکت‌ها و بانک مرکزی و ارائه راهکارهای پیشنهادی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی، بهمن ماه ۱۳۸۶.

محدودیت‌های ابزارهای اسلامی تأمین مالی عام برای مدیریت کارآمد منابع مالی مورد نیاز بخش عمومی، موجب اتکای گسترده تأمین مالی کسری‌های بودجه به اعتبارات بانک‌های مرکزی در برخی کشورهای اسلامی شده است. این مسأله عامل اصلی تشدید فشارهای تورمی در این کشورها بوده است.^۱

۳-۴. ابزارهای تأمین مالی از نگاه ایجاد بدهی

برخی از پژوهشگران مسلمان، ابزارهای تأمین مالی اسلامی را به دو گروه کلی تقسیم می‌کنند: ابزارهای تأمین مالی بدون ایجاد بدهی^۲ و ابزارهای تأمین مالی با ایجاد بدهی.^۳ ملاحظه این گروه از نویسندگان در دسته‌بندی فوق آن است که در توافقات تسهیم سود و زیان و تسهیم محصول، صاحب مال، تسهیلات مالی در اختیار شریک کاری خود قرار نمی‌دهد. همچنین در قرارداد اجاره، موجر، مالک دارایی اجاره داده شده می‌باشد و تسهیلات مالی در اختیار مستأجر قرار نمی‌دهد. بنابراین به کارگیری این گونه قراردادها برای تأمین مالی دولت، هیچ‌گونه بدهی عمومی ایجاد نمی‌کند. همچنین، تضمین دولت به سرمایه‌گذاران خصوصی برای تولید کالاهای عمومی، شیوه جایگزین دیگری برای تأمین مالی پروژه‌های عمومی بدون ایجاد بدهی عمومی است. از طرف دیگر، تأمین مالی مبتنی بر فروش، بدهی ایجاد می‌کند، اگرچه به مفهوم دقیق کلمه استقراض عمومی تلقی نمی‌شود، با این حال پژوهشگران ابزارهای ناشی از تأمین مالی مبتنی بر فروش را جزء ابزارهای ایجادکننده بدهی عمومی دسته‌بندی می‌کنند.

الف) ابزارهای تأمین مالی بدون ایجاد بدهی

منظور از ابزارهای تأمین مالی بدون ایجاد بدهی و یا ابزارهای موجد مالکیت،^۴ اوراق بهاداری هستند که در انطباق با احکام شریعت منتشر می‌شوند و ضمن بازدهی

۱. Sundararajan, V. et al, p. ۹۵.

۲. Non-debt Financing Instrument

۳. Debt Financing Instrument

۴. Ownership Based Instruments

برای سرمایه‌گذار، از قابلیت چانه‌زنی و دادوستد در بازار ثانویه برخوردار هستند. همه این ابزارها ایجاد مالکیت می‌کنند و امکان دادوستد آنها به قیمت‌های بازار را فراهم می‌نمایند. بدون تردید، قابلیت چانه‌زنی ویژگی مطلوبی برای هر ابزار مالی است، زیرا این ویژگی به معنای انعطاف‌پذیری و جمع تمایلات به کسب درآمد، نقدشوندگی و احتیاط است. از نگاه شریعت اوراق بهادار باید نماینده و گواه مالکیت کالا یا دارایی فیزیکی، به منظور فروش به قیمتی متفاوت با قیمت اسمی باشند، به عبارت دیگر از نگاه سرمایه‌گذاران همه ابزارهای تأمین مالی بدون ایجاد بدهی بیانگر دارایی‌های واقعی یا فیزیکی هستند که درآمد خلق می‌کنند. ابزارهای اجاره، ابزارهای تسهیم سود و زیان (مانند شراکت و مضاربه) و ابزارهای تسهیم محصول از جمله این ابزارها می‌باشند.

ب) ابزارهای تأمین مالی با ایجاد بدهی

ابزارهای موجد مالکیت، ممکن است همه نیازهای مالی بخش عمومی را برآورده نکنند. دولت ممکن است ترجیح دهد در شرایط محیطی معینی اقدام به استقراض عمومی کند. به عنوان مثال، در خصوص نیازهای فصلی تأمین مالی که برای پوشش اختلاف زمانی بین جمع‌آوری درآمد و پرداخت مخارج ایجاد می‌شود، نمی‌توان نیاز مالی معینی را تحت هیچ‌کدام از ابزارهای موجد مالکیت صورت‌بندی کرد، زیرا ضوابط خاصی به این منظور وجود دارد و این ابزارها قادر به جذب منابع سرمایه‌گذاران نیستند. در این شرایط، ابزارهای تأمین مالی ایجادکننده بدهی، جایگزین‌های مناسب و مکمل ابزارهای موجد مالکیت هستند. به خصوص آنکه شیوه‌های تأمین مالی ایجادکننده بدهی، اساساً برای نیازهای کوتاه‌مدت می‌باشند، اگرچه ممکن است برای تأمین مالی بلندمدت نیز به کار گرفته شوند.

باید به یاد داشت که حرکت از سمت ابزارهای موجد مالکیت دارایی به سمت ابزارهای ایجادکننده بدهی، به دلیل برخی الزام‌های شرعی با محدودیت‌هایی مواجه است. اول آنکه هر نوع افزایش در مبلغ بدهی در مقابل تمدید مدت، ربا و حرام است. دوم، بدهی را نمی‌توان با بدهی معاوضه کرد، به عبارت دیگر در یک مبادله

مجاز و قانونی یا قیمت یا کالا، چنانچه دیگری با تأخیر ارائه می‌شود، باید موجود باشد.^۱

از سوی دیگر، به منظور تشکیل بازار ثانویه و افزایش نقدشوندگی ابزارهای بدهی، یافتن راه‌حل‌هایی مشروع ضروری است. این راه‌حل‌ها عبارت‌اند از تنزیل بدهی^۲ و خرید دین.^۳ تنزیل بدهی، در اینجا به معنی خرید پیش از سررسید بدهی توسط بدهکار است. بدهی می‌تواند به ارزش اسمی یا به صورت تنزیلی بازخرید شود. در بحث بازپرداخت پیش از سررسید بدهی، ضوابط شرعی معینی برای تنزیل و موارد کاربرد آن وجود دارد. مثلاً، در قرارداد اولیهای که بدهی به موجب آن ایجاد می‌شود، نباید امکان تنزیل آن از قبل پیش‌بینی شود.

تنزیل، کاهش در مبلغ بدهی توسط بستانکار به ازای پرداخت زود هنگام بدهکار می‌باشد. امکان‌پذیری چنین اقدامی، مبتنی بر نقل قولی از پیامبر اسلام (ص) به این مضمون است که: «مبلغ بدهی را کاهش دهید و آن را قبل از سررسید دریافت کنید». این جمله خطاب به یهودیانی بود که قصد ترک محدوده مسلمانان را داشتند و تقاضای نقدکردن مطالبات خود قبل از سررسید را می‌نمودند. حقیقت آن است که اگر افزودن به قیمت، به دلیل پرداخت با تأخیر قابل‌پذیرش است، باید کاهش در مبلغ بدهی به دلیل پرداخت پیش از سررسید هم قابل قبول باشد. هم افزودن به قیمت در فروش نسیه و هم کاهش بدهی در صورت بازپرداخت آن قبل از سررسید، مؤید این نکته است که زمان در معاملات دارای اهمیت است. لیکن نباید جدای از معاملات تجاری واقعی و به عنوان یک پدیده صرفاً پولی مورد توجه قرار گیرد.^۴

علی‌رغم محدودیت‌های فوق، می‌توان انتظار داشت که به دلیل دو سازوکار

۱. Kahf, M, Instruments of Meeting Budget Deficit in Islamic Economy, Research Paper at IRTI, ۱۴۱۲ H, P, ۳۱.

۲. Redemption

۳. Bay al-Dayn

۴. Kahf, M, Instruments of Meeting Budget Deficit In Islamic Economy, Research Paper at IRTI, ۱۴۱۲ H, P, ۳۱

پذیرفته شده کاهش بدهی در مقابل پرداخت زودتر (تنزیل) و خرید دین، در صورتی که بازارهای مالی از کارایی لازم برخوردار باشند، کشف قیمت و قابلیت نقدشوندگی ابزارهای مالی ایجادکننده بدهی، به گونه‌ای قابل قبول فراهم شود. از جمله ابزارهای مالی مبتنی بر ایجاد بدهی که برای تأمین مالی دولت پیشنهاد شده است می‌توان به ابزارهای مبتنی بر فروش و یا خرید کالا و خدمات توسط دولت که براساس عقود مرابحه، استصناع، گواهی سلف، گواهی استصناع، گواهی تضمین خرید خدمات دولتی (مانند آب، برق، مخابرات)، اوراق قرضه مبتنی بر عقد اجاره، اوراق قرضه بدون بهره بر حسب پول خارجی و اوراق قرض الحسنه نام برد.^۱

۵. مروری بر ابزارهای پولی معرفی شده تاکنون

توسعه نظام مالی و بانکداری اسلامی در چند دهه گذشته عمدتاً مبتنی بر ابزارهای موجد دارایی مانند مرابحه، اجاره، مضاربه و مشارکت بوده است. اگرچه استفاده از این ابزارها برای تأمین مالی پروژه‌های خاص با محدودیت‌های کمتری مواجه است لیکن در تأمین مالی عام و به ویژه تأمین مالی عمومی کسری بودجه دولت و مدیریت نقدینگی بانک مرکزی، استفاده از شیوه مذکور با مشکلات جدی روبه‌رو است.

چگونگی تعریف دامنه شمول دارایی‌هایی که توسط دولت ایجاد می‌شود، چگونگی اندازه‌گیری هزینه‌ها و فایده‌های خدمات دولتی مرتبط و چگونگی تعیین نرخ بازدهی این دارایی‌ها، به گونه‌ای که سرمایه‌گذاران را جبران کند، اولین چالش بانکداری اسلامی برای کاربرد ابزارهای مبتنی بر تسهیم سود و زیان و تسهیم محصول در موضوع تأمین مالی عام است. دوم، در غیاب نرخ‌های بهره پایه‌ای، همانند نرخ‌های ثابت و از پیش تعیین شده، چگونگی قادرساختن مشارکت‌کنندگان در بازار به اتخاذ تصمیم در مورد قیمت اوراق بهادار دولت، آن‌گونه که در نظام‌های مالی مرسوم وجود دارد، دومین مشکل پیش روی نظام‌های

۱. Ibid, pp. ۳۱-۳۴.

بانکداری اسلامی بوده است.

برای پاسخ‌گویی به این مشکلات، ابداعات متعددی از سوی پژوهشگران صورت گرفته است. چند نمونه از ابزارهای مالی که در چندین سال گذشته برای تأمین مالی عمومی دولت و مدیریت پولی معرفی شده‌اند، عبارت از اوراق مشارکت ملی^۱ (ایران)، اوراق یا گواهی مشارکت بانک مرکزی^۲ (ایران و سودان)، گواهی مضاربه دولت^۳ (سودان) و اوراق سرمایه‌گذاری دولت^۴ (مالزی) می‌باشند. بر اساس دسته‌بندی‌هایی که از قراردادهای و ابزارهای مالی اسلامی در بخش قبلی این گزارش ارائه گردید، سه ابزار ابتدای این فهرست، مبتنی بر قراردادهای موجد دارایی و اصل تسهیم سود و زیان یا محصول هستند. ابزار مالی چهارم، بر اساس تعریفی که در نظام مالی اسلامی کشور مالزی صورت گرفته است، مبتنی بر عقد قرض‌الحسنه است. اشکالات وارد بر این گونه ابزارها در قسمت قبل به اجمال بیان گردید.

همچنین، در راستای گسترش توان سیاست‌گذاری و کنترل متغیرهای پولی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۳۷۹ بر اساس مصوبات شورای پول و اعتبار، ابزار سپرده ویژه بانک مرکزی را معرفی کرد. گواهی سپرده ویژه در سررسیدهای یک، سه و شش ماهه از طریق حراج^۵ به بانک‌ها عرضه می‌گردد. این گواهی‌ها در مقایسه با اوراق مشارکت بانک مرکزی، با دوره سررسید کوتاه‌تر منتشر می‌شدند. این ابزار به طور مستقیم، جذب نقدینگی مازاد بانک‌ها را هدف قرار می‌دهد. بر این اساس، بانک مرکزی به منظور تنظیم منابع و مصارف بانک‌ها و اعمال سیاست‌های پولی مناسب، می‌تواند با افتتاح حساب سپرده جداگانه‌ای برای هر بانک، منابع بانک‌ها را به عنوان سپرده دریافت و به آن سود پرداخت نماید. شرایط افتتاح سپرده ویژه بر اساس آخرین تغییرات آن به شرح ذیل است:

۱. National Participation Paper (NPP).

۲. Central Bank Musharaka Certificate (CMC).

۳. Government Mudharaba Certificate (GMC).

۴. Government Investment Issue (GII).

۵. Auction

- مبلغ سپرده‌گذاری مشمول دریافت سود، معادل ۱۰۰ میلیارد ریال برای هر بار سپرده‌گذاری است.

- این سپرده‌ها با سررسیدهای یک، سه و شش ماهه می‌باشند.

- برداشت از این سپرده‌ها قبل از سررسید مجاز نمی‌باشد.

- مالکیت سپرده ویژه بانک‌ها به دفعات قابل انتقال به بانک یا بانک‌های دیگر است.

- نرخ سود سالانه این سپرده‌ها به روش رقابتی پس از کسب نظر بانک‌ها تعیین می‌گردد، لذا بانک‌های متقاضی سپرده‌گذاری در هنگام اعلام بانک مرکزی، می‌بایست مبلغ سپرده‌گذاری و نرخ سود پیشنهادی را همزمان به بانک مرکزی اعلام نماید.

- بانک مرکزی در رد یا قبول پیشنهادهای مختار است.

- سود متعلقه به سپرده‌های مذکور در سررسید پرداخت خواهد شد.^۱

از ابتدای سال ۱۳۸۹ با مصوبه کمیسیون اعتباری بانک مرکزی، سازوکار پذیرش سپرده سرمایه‌گذاری ویژه بانک‌ها توسط بانک مرکزی متوقف شده است. دلیل این توقف، جلوگیری از هزینه‌های عملیاتی اعمال این ابزار و کمک به گسترش بازار بین‌بانکی ریالی بوده است.

در کشور مالزی بانک مرکزی به نمایندگی از سوی دولت، گواهی دولت مالزی^۲ یا اسناد خزانه را منتشر می‌کند.^۳ این اسناد بر مبنای قرارداد قرض‌الحسنه منتشر می‌شوند و دارای سررسیدهای متفاوتی از کوتاه‌مدت تا بلندمدت هستند. هر برگه دارای قیمت اسمی از مضارب ۱۰۰۰۰ واحد پول ملی است. اسناد به قیمت

۱. حسین، بازمحمدی و همکاران، گزارش کارگروه آسیب شناسی اوراق مشارکت دولت، شرکت‌ها بانک مرکزی و ارائه راهکارهای پیشنهادی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی، بهمن ماه ۱۳۸۶.

۲. Malaysian Government Certificates (MGC).

۳. طبق تعریف، این ابزار شباهت زیادی به اوراق سرمایه‌گذاری دولت (GII) که در کشور مالزی منتشر می‌شود و در بخش قبل معرفی شد، دارد.

اسمی منتشر می‌شوند و در هر زمان به درخواست مالک و در سررسید توسط بانک مرکزی مالزی به قیمت اسمی قابل بازخرید هستند.

قرض الحسنه قرارداد تأمین مالی مبتنی بر ایجاد بدهی و خیرخواهانه است. بر اساس این قرارداد، قرض‌گیرنده هیچ تعهدی به جبران اقدام خیرخواهانه وام‌دهنده ندارد، اگرچه چنین انتخابی دارد. بنابراین دولت دارای اختیار مطلق است که وام‌دهندگان را جبران کند یا نکند و در صورتی که تصمیم به جبران گرفت با چه نرخی جبران کند. همچنین ممکن است که بین میزان جبران اوراق کوتاه‌مدت و بلندمدت تفاوت وجود داشته باشد. نرخ تقسیم سود اوراق به هر میزان که توسط دولت مشخص شود در مبنای سالانه یا سال‌گشت انتشار و یا در سررسید اوراق به دارندگان پرداخت می‌شود. نرخ تقسیم سود توسط کمیته‌ای متشکل از نمایندگان اداره خزانهداری، بانک مرکزی مالزی، اداره برنامه‌ریزی اقتصادی و بانک اسلامی تعیین می‌شود. عواملی که عموماً برای تعیین نرخ تقسیم سود در نظر گرفته می‌شوند، شامل عملکرد اقتصاد کشور، نرخ تورم، نرخ بازدهی ابزارهای دولتی مشابه و سایر عوامل است.^۱

۶. توسعه ابزارهای بازار پول

پیچیدگی‌های تعریف نرخ بازدهی ابزارهای تأمین مالی عام، محدودیت‌هایی را برای گسترش بازارهای پول و بین‌بانکی ایجاد کرده است. این محدودیت‌ها، کارایی تسهیلات اعتباری بانک مرکزی را محدود نموده و به این جهت حوزه مدیریت پولی را با تنگنانهایی مواجه کرده است. به علاوه، در دسترس نبودن آمارهای حسابداری با تواتر بالا و مبتنی بر استانداردهای یکسان، مانع گسترش ابزارهای کوتاه‌مدت شده است. با این حال، اگرچه این مسأله جزء ذات بانکداری اسلامی نیست، سبب بدهی‌های بانک‌های اسلامی در عمل اساساً نقد است و عدم وجود بازارهای پول برای مدیریت کوتاه‌مدت نقدینگی، می‌تواند به تحمیل هزینه‌های قابل ملاحظه‌ای

^۱. Bashir, M. and Amine, M. The Islamic Bonds Markets: Possibilities and Challenges, International Journal of Islamic Financial Services Vol. ۲ No. ۱

بر بانک‌های تجاری اسلامی منجر شود.

بانک‌های اسلامی به طور معمول سه گروه گسترده سپرده‌ها را می‌پذیرند. اول، حساب جاری که همانند بانکداری مرسوم هیچ بازدهی به سپرده‌گذاران پرداخت نمی‌شود. سپرده جاری اساساً ترتیباتی برای نگهداری امن (ودیعه) وجوه سپرده‌گذاران بین سپرده‌گذار و بانک است که اجازه می‌دهد سپرده‌گذار در هر زمان به برداشت پول از بانک اقدام کند، اما به بانک نیز اجازه می‌دهد که از وجوه سپرده‌گذاران استفاده نماید. دوم، سپرده‌های پس‌انداز که همچنان بر مبنای ودیعه هستند، اما بانک ممکن است به تشخیص خود به صورت دوره‌ای و بر اساس سودآوری خود، یک بازدهی مثبت به سپرده‌گذاران بپردازد. سوم، حساب‌های سرمایه‌گذاری که بر مبنای قرارداد مضاربه محدود (مشارکت) می‌باشند و سپرده‌های مدت‌دار را تشکیل می‌دهند. امکان برداشت سپرده‌های سرمایه‌گذاری قبل از سررسید، بدون پرداخت جریمه امکان‌پذیر نیست. لیکن در عمل، سپرده‌های سرمایه‌گذاری دارای دوره سررسید نسبتاً کوتاهی هستند و سپرده‌های دیداری سهم قابل ملاحظه‌ای از کل سپرده‌ها دارند. سهم بالای سپرده‌های دیداری، شبکه بانکی را وادار به نگهداری مبالغ بزرگی از دارایی‌های نقد می‌کند. در غیاب ابزارهای بازار پول و تسهیلات اعتباری کارآمد بانک مرکزی برای مدیریت وضعیت‌های کوتاه‌مدت نیاز به نقدینگی، عموماً بانک‌ها اقدام به نگهداری مبالغ بزرگی از ذخایر اضافی بدون بازدهی نزد بانک مرکزی می‌کنند. این تمایل به انباشتن ذخایر بزرگ اضافی، به قیمت کاهش سودآوری بانک تمام می‌شود. کاهش سودآوری نیز به نوبه خود، بین بازدهی کمتر سپرده‌ها و حاشیه بالای سود تسهیلات تقسیم می‌گردد و از این راه تعمیق واسطه‌گری مالی و بازار مالی را محدود می‌کند.

در شرایط عدم حضور بازارهای بین‌بانکی و تسهیلات وام‌دهی کارآمد بانک مرکزی، استفاده از ابزارهای غیرمستقیم مدیریت پولی محدودشده و استفاده از کنترل‌های مستقیم بر روی اعتبارات و نرخ‌های بازدهی تداوم می‌یابد.^۱

۱. Sundararajan, V. et al, p. ۹۶.

جدول ۴- سهم سپرده‌های دیداری و ذخایر بانک‌ها از کل سپرده‌های نزد شبکه بانکی (درصد)

سهم	۱۳۷۰	۱۳۷۵	۱۳۸۰	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸
نسبت سپرده‌های دیداری به مجموع سپرده‌ها	۳۷/۷	۴۱/۷	۳۹	۲۸/۹	۲۹/۲	۲۱/۱	۱۸/۹
نسبت کل ذخایر بانک‌ها به مجموع سپرده‌ها	۳۲/۲	۳۳	۲۵	۱۷/۹	۱۸/۳	۲۱/۹	۱۹

مأخذ: گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و گزارش خلاصه تحولات سال‌های ۱۳۸۷ و ۱۳۸۸.

به این ترتیب، مجدداً ابداع ابزارهای مالی مناسب برای تأمین مالی ناترازی‌های فصلی منابع و مصارف بودجه دولت که قابلیت قیمت‌گذاری و دادوستد در بازار ثانویه را داشته باشند و از این راه برای مدیریت نقدینگی بانک مرکزی و عملیات بازار بین‌بانکی قابل استفاده باشند، در اولویت پژوهش‌ها در حوزه نظام مالی اسلامی قرار می‌گیرد.

۷. مزایا و محدودیت‌های ایجاد بدهی عمومی

دولت‌ها معمولاً برای رهایی از رکود، دو گروه ابزار سیاست‌گذاری در اختیار دارند: سیاست‌های پولی و سیاست‌های مالی. سیاست‌های مالی تغییراتی است که دولت‌ها در بودجه و نحوه هزینه آن در بخش‌های مختلف اقتصاد ملی می‌دهند تا به اهداف اقتصادی معینی برسند، اما در دوره رکود معمولاً منبعی برای تأمین افزایش هزینه‌های دولت وجود ندارند و افزایش مالیات‌ها هم می‌تواند باعث تشدید رکود گردد. در نتیجه دولت‌ها برای خروج از بحران، کسری بودجه را می‌پذیرند و از طریق استقراض عمومی، منابع لازم را تهیه می‌کنند. چنین دولت‌هایی معمولاً با وعده افزایش درآمدهایشان پس از پایان رکود و توان بازپرداخت می‌توانند سرمایه‌گذاران را متقاعد به سرمایه‌گذاری (خرید اوراق قرضه و یا اسناد خزانه) و دادن وام کنند و به این ترتیب، به خروج اقتصاد ملی از بحران کمک نمایند.

اما درآمد دولت‌ها تابعی از تولید ناخالص داخلی کشورشان است. محدود بودن درآمد، یعنی محدود بودن توان بازپرداخت وام. نسبت بدهی انباشت‌شده به تولید ناخالص داخلی، نشان‌دهنده توان دولت‌ها برای بازپرداخت وام‌های موجود و بازپرداخت وام‌هایی است که دریافت خواهند کرد. افزایش این نسبت، به معنای کاهش توانایی دولت در بازپرداخت وام‌های موجود و محدودتر شدن توان بازپرداخت وام‌های جدید است. نتیجه این امر، افزایش ریسک و کاهش علاقه سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در این اقتصاد خواهد بود.^۱

در جدول ۵ و نمودار ۸ زیر نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی در تعدادی از اقتصادهای توسعه‌یافته و در حال توسعه نمایش داده شده است. متوسط این نسبت در بین حدود ۱۲۰ کشوری که صندوق بین‌المللی پول آمار آنها را در سال ۲۰۱۰ میلادی ارائه داده است، حدود ۵۰ درصد می‌باشد. بیشترین این نسبت برای کشور ژاپن با ۲۲۵/۸ درصد و کمترین آن برای کشور لیبی به میزان صفر درصد محاسبه شده است، بر اساس آمار صندوق، نسبت بدهی عمومی به تولید ناخالص داخلی در کشور ما در حدود ۲۱/۷ درصد است.

جدول ۵- نسبت بدهی عمومی به تولید ناخالص داخلی

(درصد)

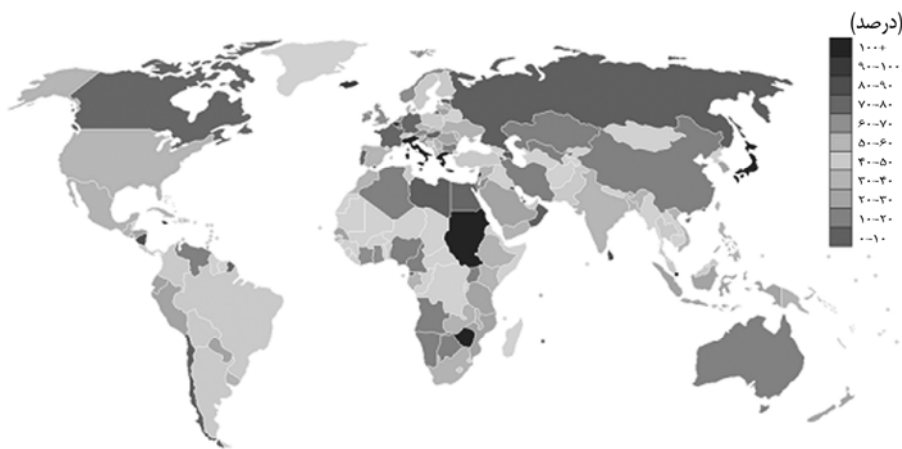
نسبت	نام کشور
۹۲/۷	آمریکا
۷۶/۷	انگلیس
۷۴/۳	آلمان
۴۳/۴	ترکیه
۲۲۵/۸	ژاپن
۳۲/۱	کره جنوبی

۱. دادپی، علی، روزنامه جمهوری اسلامی، مورخ ۱۳۸۹/۴/۲۱.

۵۵/۱	مالزی
۲۶/۷	اندونزی
۵۶/۸	پاکستان
۲۱/۷	ایران
۵۰/۲	متوسط دنیا

منبع: IMF، ۲۰۱۰، from: Wikipedia.com

نمودار ۸- توزیع جغرافیایی نسبت بدهی عمومی به تولید ناخالص داخلی (درصد)



منبع: CIA Factbook, March 2007, from:www.Wikipedia.com

قضاوت در مورد اندازه بهینه نسبت بدهی عمومی به تولید ناخالص داخلی چندان آسان نیست. در یک تعریف کلی، بدهی عمومی مجموع کسری بودجه دولت‌های مرکزی، ایالتی و محلی در طول زمان است. اندازه این نسبت در هر اقتصادی به شرایط اقتصادی کشور بر حسب متغیرهایی مانند نرخ رشد، نرخ تورم و نرخ بیکاری، ترکیب مخارج جاری و عمرانی بودجه دولت، سیاست توزیع بین‌نسلی ثروت و درآمد، میزان بهره‌وری مخارج در بخش عمومی و خصوصی و ملاحظات اخلاقی و سیاسی بستگی دارد.^۱

در تحلیل کلان اقتصادی، اینکه دولت‌ها مخارج خود را از طریق سیاست کسری بودجه تأمین نمایند یا از طریق دریافت مالیات بیشتر، به سطح بیکاری موجود در اقتصاد کشور بستگی دارد. چنانچه نرخ بیکاری خیلی پایین باشد، مخارج بیشتر دولت می‌تواند به افزایش تورم منجر شود. بنابراین ضروری است که با افزایش مالیات‌ها، بخشی از قدرت خرید بخش خصوصی از آن گرفته شود. به

۱. Rosen, H.S., Public Finance, IRWIN, INC., ۱۹۸۸, pp.۴۱۵-۴۳۲.

عکس، چنانچه نرخ بیکاری بالاست، اجرای سیاست کسری بودجه و ایجاد بدهی عمومی، راه حل مناسبی برای تحریک تقاضای کل خواهد بود. از این نگرش، گاهی با عنوان تأمین مالی عملکردی^۱ نام برده می‌شود. بر این اساس، افزایش مالیات‌ها یا اتخاذ سیاست کسری بودجه برای حفظ تقاضای کل در سطح درست آن، مورد استفاده قرار می‌گیرد و نباید صرفاً درباره توازن بودجه نگران بود.^۲

در اقتصاد ایران، با وجود درآمد سهل‌الوصول نفت و منابع نسبتاً ارزان‌قیمت بانک‌های دولتی، به ویژه در سال‌های پس از جنگ، دولت نیازی به تأمین مالی کسری بودجه از طریق ایجاد بدهی عمومی نداشته است. البته نبود ابزار مالی مناسب نیز می‌تواند از دلایل این امر باشد. به هر حال در دو دهه اخیر، سیاست رسمی دولت ایجاد بدهی برای تأمین مالی کسری بودجه نبوده است. اگرچه اکنون حجم بدهی دولت مرکزی و شرکت‌ها و مؤسسات وابسته به دولت به نظام بانکی، پیمانکاران طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای، سازمان‌های بیمه و تأمین اجتماعی، شهرداری‌ها و برخی دیگر از نهادهای عمومی غیردولتی، ارقام هنگفتی را تشکیل می‌دهد. در مورد رقم برخی از اجزای این بدهی‌ها نیز شفافیت لازم وجود ندارد.

بنابراین انتظار می‌رود با معرفی اسناد خزانه اسلامی، اولاً ابزار مالی مناسب در اختیار خزانه‌داری کل قرار گیرد. ثانیاً، ارقام بدهی دولت از شفافیت مورد نیاز برخوردار شود و ثالثاً، نهادسازی‌های لازم برای مدیریت مؤثر بدهی‌های مذکور در مجموعه وزارت امور اقتصادی و دارایی ایجاد شود. امری که به نظر می‌رسد هیچ‌گاه در اقتصاد ایران مورد توجه نبوده است.

۸. مروری بر احکام شرعی و قوانین جاری ناظر بر ایجاد و دادوستد

بدهی در کشور

در متون فقهی به تفصیل در مورد تعریف بدهی (دین)، دلایل ایجاد و انواع آن

۱. Functional Finance

۲. Rosen, H.S., Public Finance, IRWIN, INC., ۱۹۸۸, p.۴۳۰.

صحبت می‌شود. در برداشت رایج، حکم قطعی تحریم ربا، به مفهوم شرط هر گونه اضافه‌پرداخت نسبت به اصل مبلغ بدهی، بدون ملاحظه ماهیت پول اعتباری و قدرت خرید آن، شامل دادوستدهای مالی در اقتصادهای پولی موجود گردیده است. در این برداشت، بهره بانکی از مصادیق ربای حرام، شناخته می‌شود. با این حال، با رعایت ضوابطی، عدم بازپرداخت بدهی در موعد معین، می‌تواند به افزایش مبلغ بدهی منجر شود. همچنین، مطابق با احکام شریعت، معاوضه بدهی با بدهی مجاز نیست. در ادامه، مروری بر احکام مرتبط با تعریف بدهی و معاملات آن در شرع و قوانین جاری کشور خواهیم داشت.

۸-۱. تعریف بدهی، اسباب و انواع آن

در ادبیات فقهی آمده است: دین (بدهی) مال کلی ثابت در ذمه یک فرد به نفع دیگری است که به یکی از اسباب دین حاصل می‌شود. به کسی که مال بر گردن اوست «مدیون» یا «مدین» (بدهکار) و به دیگری «دائن» یا «غریم» (بستانکار) می‌گویند. سبب دین دو گونه است: اختیاری، مانند قرض کردن و قهری مانند ضمانت. همچنین در این ادبیات، دین به دو گونه تفکیک می‌شود: دین حال که شامل بدهی بدون مدت یا مدت‌دار سررسید شده است و دین موجل یا مدت‌دار. در نوع اول دائن حق دارد هر زمان که بخواهد طلب خویش را مطالبه کند و بر مدیون واجب است در اولین وقت تمکن، پرداخت کند. در نوع دوم، تا زمان سررسید دائن حق مطالبه ندارد و مدیون تکلیف پرداخت ندارد.^۱ در سررسید بدهی، طلبکار حق مطالبه دارد و با مطالبه وی، بر بدهکار واجب می‌شود که از هر راه ممکن به دنبال پرداخت بدهی خود باشد. اگرچه این کار از راه فروش کالا، سرمایه و زمین و ملک باشد یا ناچار شود طلب خود را از دیگری مطالبه کند یا املاک خویش را اجاره دهد. در روایات، هر گونه تأخیر در پرداخت دین، در صورت تمکن ظلم شمرده شده و از آن به دزدی و خیانت تعبیر شده است.^۲

۱. سیدعباس، موسویان، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، ۱۳۸۶، صص. ۱۹۶-۱۹۵.

۲. همان، صص. ۱۹۷-۱۹۶.

همچنین، دین ممکن است که صوری یا واقعی باشد. در این دسته‌بندی، دین صوری که ناشی از معاملات واقعی نیست، هیچ گونه وجاهت شرعی ندارد. لیکن دین واقعی که ناشی از معاملات واقعی است، ضمن مشروعیت، تحت ضوابطی از امکان قیمت‌گذاری و دادوستد در بازار ثانویه نیز برخوردار است.

۲-۸. احکام معاملات بدهی (دین)

مطابق با دسته‌بندی‌های فقهی، دین ممکن است که صوری یا واقعی باشد. احکام فقهی در مورد بدهی صوری کاملاً سخت‌گیرانه است و به این گونه دیون به هیچ وجه امکان مبادله و دادوستد نمی‌دهد. اما در مورد بدهی واقعی و یا بدهی ناشی از دادوستد در مبادلات بخش واقعی اقتصاد، امکان قیمت‌گذاری و به عبارت دیگر تنزیل و دادوستد آن در بازار ثانویه فراهم است. با این حال، مطابق با احکام فقهی، هر گونه افزایش در مبلغ بدهی به دلیل تمدید مدت بازپرداخت، از مصادیق بارز ربا بوده و حرام است.

بر اساس احکام شرعی، دو روش برای دادوستد دیون واقعی وجود دارد: الف) کاهش مبلغ بدهی در مقابل پرداخت پیش از سررسید آن، ب) بیع دین یا خرید و فروش بدهی.

الف) کاهش بدهی در مقابل پرداخت زودتر

گاهی فردی به جهت بیع نسبی، سلف و یا به سبب دیگری، طلب مدت‌داری دارد و می‌خواهد به ازای صرف نظر کردن از بخشی از طلبش، باقیمانده طلب خود را زودتر از موعد دریافت کند. همین‌طور گاهی بدهکار مایل است در مقابل کاهش مبلغ بدهی، پیش از سررسید بدهی خود را بازپرداخت نماید. در هر دو صورت فقیهان شیعه و اهل سنت این عمل را صحیح می‌دانند.^۱ در اینجا، تنزیل بدهی نزد شخص ثالث مطرح نیست بلکه کاهش مبلغ بدهی در ازای پرداخت زود هنگام آن به شخص طلب‌کار مطرح است.

۱. سیدعباس، موسویان، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، ۱۳۸۶، صص. ۱۹۸-۱۹۷.

ب) افزایش بدهی ناشی از جریمه تأخیر در بازپرداخت

بسیاری از فقها، گرفتن هر نوع زیادی نسبت به اصل مبلغ بدهی را هر چند به عنوان جریمه دیرکرد از مصادیق ربا و حرام می‌دانند. با این حال، برخی دیگر از فقها دریافت جریمه دیرکرد را در صورتی که مدیون در ضمن عقد خارج لازم، ملتزم شود که در صورت تأخیر در بازپرداخت بدهی، مبلغ معینی را به طلبکار بدهد، بدون اشکال دانسته‌اند. فقهای محترم شورای نگهبان قانون اساسی نیز چنین اعتقادی دارند. بنابراین طبق قوانین جاری کشور، چنانچه در قرارداد بین طلبکار و بدهکار به صورت شرط ضمن عقد مقرر شده باشد که در صورت تأخیر در بازپرداخت بدهی، مبلغی به عنوان خسارت به ذمه بدهکار قرار می‌گیرد، این مبلغ توسط طلبکار قابل مطالبه است.^۱ به این ترتیب، در صورت تأخیر بدهکار در بازپرداخت بدهی خود، مجموع اصل و خسارت تأخیر تأدیه بدهی که می‌تواند برحسب نرخ ثابت و از قبل معین و یا نرخ‌های شناور محاسبه شود، جزء مطالبات طلبکار قرار می‌گیرد.

ج) خرید و فروش بدهی

در مبحث بیع دین نیز آرای فقهی بسیار پراکنده است. با این حال، مشهور فقهای شیعه در طول تاریخ، بیع دین واقعی را به طور مطلق جایز می‌دانند.^۲ بر این اساس، تنزیل بدهی ناشی از معاملات واقعی، نزد شخص ثالث بدون اشکال است. تا قبل از تصویب قانون برنامه پنجساله توسعه کشور (۱۳۹۰-۱۳۹۴)، عملیات مربوط به خرید دین بر مبنای آیین‌نامه موقت تنزیل اسناد و اوراق تجاری و مقررات اجرایی آن، که در سال ۱۳۶۱ به تصویب شورای نگهبان قانون اساسی نیز رسیده بود، صورت می‌گرفت. اکنون با تصویب نهایی قانون برنامه پنجم، مطابق با ماده ۹۸ این

۱. مصوبه مورخ ۱۳۷۶/۱۱/۲۹ مجلس شورای اسلامی. از کتاب عبدالرضا، هرسینی. (۱۳۸۲).

مجموعه قوانین پولی و بانکی و سایر قوانین مربوط، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، ص.ص. ۱۷۶-۱۷۷.

۲. سید عباس، موسویان. (۱۳۸۶). ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، ص. ۲۰۵-۲۰۴.

قانون، عقد خرید دین به همراه دو عقد دیگر استصناع و مباحه به مجموع ۱۱ عقد پیشین مذکور در قانون عملیات بانکی بدون ربا (مصوب ۱۳۶۲) افزوده می‌شود.

د) معاوضه بدهی با بدهی

احکام فقهی به طور کلی معاوضه دین به دین را مجاز نمی‌دانند. مطابق با ضوابط شرعی، معاوضه طلب مدت‌دار با طلب مدت‌دار دیگر از نوع معامله کالی به کالی بوده و به اجماع فقها و به استناد فرمایش پیامبر (ص) که فرموده‌اند: «لایباع الدین به الدین» باطل است. البته تردیدهایی در مورد مصادیق مبادله دین به دین از سوی برخی فقها مطرح شده است که خارج از بحث این گزارش می‌باشد.^۱

۹. معرفی اسناد خزانه اسلامی

براساس چارچوب نظری که در بخش‌های قبلی گزارش ارائه گردید، اسناد خزانه اسلامی را که در این گزارش معرفی می‌شود، می‌توان از نوع ابزارهای مبتنی بر بدهی دانست. این ابزار جدید، همانند اسناد خزانه مرسوم، توسط دولت (در کشور ما خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی) منتشر می‌شود، دارای ارزش اسمی است، کوتاه‌مدت (دوره‌های سررسید زیر یک سال و حداکثر تا پنج سال) و بدون کوپن سود می‌باشد و در سررسید توسط ناشر قابل بازپرداخت خواهد بود.

تفاوت اصلی ابزار پیشنهادی با اسناد خزانه مرسوم و اسناد خزانه‌ای که در برخی کشورهای اسلامی سازگار با ضوابط شریعت انتشار یافته‌اند، این است که با انتشار این ابزار جدید، خلق بدهی صورت نمی‌گیرد بلکه آن بخش از بدهی‌های سابق که بر مبنای قراردادهای معاملات واقعی و یا تعهدات دولت در گذشته ایجاد شده و مطابق با قانون محاسبات عمومی مسجل هستند با اسناد خزانه معادل با آن جایگزین (تسویه) می‌شوند. البته این جایگزینی را نمی‌توان از باب معاوضه دین با دین دانست که در شرع مقدس ممنوع شده است. در بخش بررسی سازگاری ابزار

۱. سیدعباس، موسویان. (۱۳۸۶). ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، صص. ۲۰۷-۲۰۶ و

پیشنهادی با ضوابط شرعی، این ابهام و برخی ابهامات دیگر در مورد اسناد خزانه اسلامی، مورد رسیدگی قرار می‌گیرند.

۱-۹. ضرورت طرح بحث

در پایان شهریور ماه سال ۱۳۸۹ مجموع بدهی بخش دولتی (شامل دولت و مؤسسات و شرکت‌های دولتی) به بانک مرکزی و شبکه بانکی کشور در حدود ۴۰۲ هزار میلیارد ریال بوده است. بخش بزرگی از این بدهی‌ها غیرجاری محسوب می‌شود. سهم بالای مطالبات غیرجاری از کل تسهیلات اعطایی بانک‌ها، کاهش منابع قابل اعطا به صورت تسهیلات را به دنبال داشته و سودآوری بانک را کاهش می‌دهد. در پایان سال قبل، این نسبت برای کل شبکه بانکی کشور در حدود ۱۳/۹ درصد بوده است.

همچنین، رقم بدهی دستگاه‌های اجرایی به پیمانکاران طرف قرارداد در اجرای طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای قابل ملاحظه است. در برخی گزارش‌ها تنها رقم بدهی انباشته وزارت نیرو به پیمانکاران طرف قرارداد در طرح‌های برق‌رسانی تا پایان سال ۱۳۹۰، در حدود ۷۰ هزار میلیارد ریال ذکر می‌شود.^۱ به این رقم باید بدهی دستگاه‌های اجرایی به پیمانکاران سایر بخش‌های صنعتی و راه و ساختمان نیز اضافه شود. افزایش بدهی دستگاه‌های اجرایی به پیمانکاران، به موجب اثر تسری، افزایش مطالبات معوقه بانک‌ها از ایشان را به دنبال خواهد داشت.

این بدهی‌ها علاوه بر اینکه بار سنگینی بر دوش بخش خصوصی تحمیل می‌کند، باعث ایجاد نوعی بی‌انضباطی در کارها هم می‌شوند. بنابر گزارشی که در سال گذشته خبرگزاری‌ها از ملاقات رئیس مجلس شورای اسلامی با نمایندگان بخش خصوصی منتشر کردند، ایشان پیشنهاد کرد پیمانکاران فهرست مطالبات معوق خود از دولت را در اختیار کمیسیون‌های تخصصی مجلس قرار دهند تا شاید راه‌حلی برای وصول این معوقات پیدا شود. ایشان خواستار ارائه پیشنهادی برای ضابطه‌مند کردن مناسبات مالی بخش خصوصی با دولت شد تا مجلس آن را تبدیل

۱. مصاحبه وزیر نیرو با خبرگزاری مهر، به نقل از روزنامه دنیای اقتصاد، مورخ ۱۳۸۹/۱۲/۲۵.

به قانون کند. بنابراین گزارش مطالبات معوق بخش خصوصی از دولت موجب چرخه معیوب بدهکاری زنجیره‌ای و چک‌های برگشتی شده است.^۱

در این شرایط، از طرفی وزارت امور اقتصادی و دارایی برای تسویه بدهی‌های خود نیاز به ابزار مالی سازگار با معیارهای اسلامی دارد و از طرف دیگر، بهبود کیفیت دارایی‌های شبکه بانکی و افزایش توان خدمات‌رسانی آنها به بخش‌های خصوصی و دولتی در گرو تعیین تکلیف مطالبات انباشته آنها از بخش دولتی است. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران نیز برای اجرای سیاست‌های پولی خود به ابزاری مناسب برای تنظیم نقدینگی نیازمند است.

البته برای اعمال سیاست پولی مؤثر از طریق عملیات بازار باز، به حجم قابل قبولی از اوراق متناسب با ابعاد اقتصاد نیاز است. در بخش بعد برخی بدهی‌های قابل شمول در این پیشنهاد ذکر می‌شوند.

۹-۲. انواع بدهی‌های مشمول ابزار پیشنهادی

همه انواع بدهی‌هایی که در ادامه به عنوان بدهی‌های قابل جایگزینی با اسناد خزانه اسلامی از آنها نام برده می‌شود، دارای ویژگی‌های مشترک زیر می‌باشند:

- به دلیل شخصیت حقوقی مستقل طرفین معامله، مفهوم بدهی یا دین یک شخص به شخص دیگر محقق می‌شود.
- این بدهی‌ها یا دیون ناشی از قراردادهای واقعی و یا معاملات در بخش‌های واقعی اقتصاد هستند.
- بخشی از این بدهی‌ها یا دیون، بدهی یا دین سابق بوده و عموماً بدون سررسید و یا سررسید گذشته می‌باشند.
- بخش دیگری از بدهی‌ها، در طی زمان با ارائه صورت وضعیت پروژه و اسناد هزینه، مثلاً توسط پیمانکاران در طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای، محقق می‌شوند. تعهدات قانونی دولت به سازمان‌های بیمه و تأمین اجتماعی در سال اجرای بودجه نیز از این گونه هستند.

۱. روزنامه دنیای اقتصاد، مورخ سه شنبه ۱۳۸۹/۱۰/۲۱.

- تمامی این بدهی‌ها دارای تضمین بازپرداخت توسط دولت (وزارت امور اقتصادی و دارایی و یا معاونت برنامه‌ریزی و نظارت راهبردی رئیس جمهور) می‌باشند.

الف) بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی

بر طبق ترازنامه بانک مرکزی، بدهی‌های بخش دولتی شامل بدهی دولت به بانک مرکزی و بدهی مؤسسات و شرکت‌های دولتی به بانک مرکزی است. این بدهی‌ها عمدتاً ناشی از اسناد تعهد دولت به وثیقه جواهرات ملی (دارایی پشتوانه اسکناس)، وام و اعتبار اعطایی به دولت و وام و اعتبار اعطایی به مؤسسات و شرکت‌های دولتی می‌باشند. ویژگی این دارایی‌ها آن است که تضمین بازپرداخت توسط دولت را دارند و بجز مورد آخر، بقیه بدون سررسید هستند.

ب) بدهی بخش دولتی به شبکه بانکی

بر طبق ترازنامه تلفیقی شبکه بانکی، این بدهی‌ها شامل بدهی دولت به شبکه بانکی و بدهی مؤسسات و شرکت‌های دولتی به شبکه بانکی است. این بدهی‌ها عمدتاً ناشی از مطالبات از دولت، اوراق مشارکت دولتی نزد شبکه بانکی و مطالبات از مؤسسات و شرکت‌های دولتی می‌باشند. ویژگی این دارایی‌ها آن است که تضمین بازپرداخت توسط دولت را دارند (بجز مورد آخر) و دارای سررسید هستند. با این حال، مطالبات از دولت و اوراق مشارکت دولتی نزد شبکه بانکی، عموماً سررسید گذشته (غیرجاری) می‌باشند. به دلیل اختلافات احتمالی که بین بخش دولتی و شبکه بانکی در مورد رقم این بخش از بدهی‌ها وجود خواهد داشت، نیاز به تسجیل رقم بدهی می‌باشد.

ج) مطالبات پیمانکاران از دستگاه‌های دولتی

مطالبات پیمانکاران از دستگاه‌های اجرایی بابت قراردادهای انجام کار در طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای مذکور در قوانین بودجه سنواتی بوده و عموماً در زمان خود پرداخت نشده‌اند. این مطالبات بر مبنای اوراق صورت وضعیت و اسناد هزینه

قابل تسجیل می‌باشند.^۱

د) تعهدات قانونی دولت به سازمان‌های بیمه و تأمین اجتماعی، شهرداری‌ها و برخی دیگر از نهادهای عمومی غیردولتی

این‌گونه بدهی‌ها به موجب تعهدات قانونی دولت برای تأمین خدمات و اجرای برنامه‌های رفاه اجتماعی ایجاد می‌شوند، مانند تعهدات دولت برای مشارکت در برنامه‌های بیمه و تأمین اجتماعی آحاد جامعه و کمک به ایجاد زیربناهای حمل و نقل درون شهری. انواع تعهدات خزانه‌داری کل در ماده ۱۹ قانون محاسبات عمومی (مصوب ۱۳۶۶) تعریف شده‌اند. تعهد از نظر این قانون عبارت است از ایجاد دین بر ذمه دولت ناشی از:

- ۱- تحویل کالا یا انجام دادن خدمت
- ۲- اجرای قراردادهایی که با رعایت مقررات منعقد شده باشد
- ۳- احکام صادرشده از مراجع قانونی و ذی‌صلاح
- ۴- پیوستن به قراردادهای بین‌المللی و عضویت در سازمان‌ها یا مراجع بین‌المللی با اجازه قانون^۲

ه) دیون بلامحل موضوع ماده ۸ قانون محاسبات عمومی

دیون بلامحل عبارت است از بدهی‌های قابل پرداخت سنوات گذشته که بودجه مربوط اعتباری برای آنها منظور نشده و یا زائد بر اعتبار مصوب و در هر دو صورت به یکی از طرق زیر بدون اختیار دستگاه ایجاد شده باشد:

- احکام قطعی صادره از طرف مراجع صالحه
- انواع بدهی به وزارتخانه‌ها و مؤسسات دولتی و شرکت‌های دولتی ناشی از خدمات انجام‌شده مانند حق اشتراک برق، آب، هزینه‌های مخابراتی، پست

۱. بدهی قابل پرداخت بخش دولتی به عموم بستانکاران که بر اساس سازوکار ماده ۲۰ قانون محاسبات عمومی (مصوب ۱۳۶۶) تسجیل شده باشد. طبق این ماده تسجیل عبارت است از تعیین میزان بدهی قابل پرداخت به موجب اسناد و مدارک اثبات‌کننده بدهی.

۲. قانون محاسبات عمومی کشور، مصوب ۱۳۶۶.

و هزینه‌های مشابه که خارج از اختیار دستگاه اجرایی ایجاد شده باشد. - سایر بدهی‌هایی که خارج از اختیار دستگاه ایجاد شده باشد. انواع دیون بلامانع موضوع این بند از طرف وزارت امور اقتصادی و دارایی تعیین و اعلام خواهد شد.^۱

۳-۹. تعریف ابزار جدید

اسناد خزانه اسلامی به این ترتیب تعریف می‌شود: اوراق بهادار با نام و یا بی‌نامی است که خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی با سررسید معین و بدون کوپن سود منتشر نموده و در برابر بدهی‌های بخش دولتی به بانک مرکزی، بدهی‌های بخش دولتی به شبکه بانکی، بدهی دولت به پیمانکاران طرف قرارداد در طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای مذکور در پیوست قوانین بودجه سنواتی، تعهدات دولت موضوع ماده ۱۹ قانون محاسبات عمومی (مصوب ۱۳۶۶)، دیون بلامحل و سایر دیون موضوع ماده ۸ قانون محاسبات عمومی (مصوب ۱۳۶۶)، به بهای اسمی در اختیار بانک مرکزی، بانک‌های بستانکار، پیمانکاران و سایر بستانکاران قرار می‌دهد. این اسناد با دوره‌های سررسید کمتر از یک سال و حداکثر تا پنج سال منتشر می‌شوند. بازپرداخت اسناد خزانه در سررسید توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی تضمین می‌شود و قبل از سررسید، از قابلیت تنزیل در بازار ثانویه برخوردار خواهند بود.

در مواردی که در قرارداد اولیه بین بخش دولتی و طرف قرارداد آن، جریمه تأخیر تأدیه پیش‌بینی شده باشد، مبلغ اسمی بدهی در روز تعویض آن با اسناد خزانه اسلامی برابر با مجموع اصل بدهی طبق قرارداد و جریمه تأخیر پرداخت تا روز تعویض با اسناد خزانه است.

مطابق با این تعریف، سازوکار پیشنهادی دو مرحله دارد: اول، جایگزینی بدهی‌های مسجل خزانه‌داری کل با اسناد خزانه ابداع آن به نظام بانکی، پیمانکاران طرف قرارداد و سایر بستانکاران و دوم، امکان تنزیل اسناد خزانه در بازار ثانویه

۱. قانون محاسبات عمومی کشور، مصوب ۱۳۶۶.

توسط مالک اوراق.

۹-۴. مزایای ابزار پیشنهادی

اسناد خزانه اسلامی، با تعریف و سازوکاری که در اینجا ارائه گردید، از ویژگی‌های ممتازی در مقایسه با سایر ابزارهایی که تاکنون در بازار مالی کشور معرفی شده‌اند، برخوردار است. همان‌گونه که در بخش مباحث نظری گزارش آمد، اسناد خزانه اسلامی محدودیت‌های ابزارهای مبتنی بر ایجاد دارایی و یا ابزارهای تأمین مالی خاص و عام را ندارد. این اسناد از نوع ابزارهای بدهی است و بر اساس ضوابط پذیرفته شده شریعت، قابلیت کشف قیمت و دادوستد در بازار ثانویه را دارد.

قابلیت کشف قیمت اسناد خزانه اسلامی در بازار، از ویژگی‌های منحصر به فرد و ممتاز این ابزار مالی است. در حال حاضر، بازار مالی رسمی کشور فاقد ابزاری با بازار گسترده معاملات است، به گونه‌ای که تغییرات قیمت آن در بازارهای خرده‌فروشی (بورس) و عمده‌فروشی (بازار بین‌بانکی)، علائم قیمتی از تغییرات شرایط عرضه و تقاضای وجوه و به عبارت دیگر، انتظارات و ترجیحات فعالان بازار و هزینه‌های تأمین مالی، در اختیار عموم سرمایه‌گذاران به طور کلی و مقام سیاستگذار پولی به طور خاص قرار دهد. محدود ابزاری که در بورس‌های کالا و سهام دادوستد می‌شوند، مانند معاملات سلف در بورس کالا و گواهی حق تقدم تسهیلات مسکن در فرا بورس ایران نیز به دلیل محدودیت حجم معاملات نمی‌توانند تغییرات هزینه‌های تأمین مالی و شرایط عرضه و تقاضای وجوه در بازار مالی رسمی کشور را نمایندگی کنند.

در حال حاضر، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران به دلیل محدودیت ابزارهای سیاستگذاری خود، ناگزیر از توسل به ابزارهای مستقیم و غیربازاری برای اعمال نظارت و تنظیم بازار پول است. تعیین نرخ سود تسهیلات در عقود مبادله‌ای، تعیین حداقل نرخ سود در عقود مشارکتی (غیرمبادله‌ای) و تعیین نرخ سود انواع سپرده‌های سرمایه‌گذاری، در سال‌های پس از اجرای قانون عملیات بانکی بدون ربا (مصوب ۱۳۶۱)، در شرایطی که مقامات سیاستگذار تصویر واضحی از هزینه‌های

واقعی تأمین مالی در اقتصاد نداشته‌اند، موجبات گسترش بازار مالی غیررسمی در کشور را فراهم آورده است.

بر اساس معادله فیشر^۱، در بلندمدت نرخ بهره اسمی برابر با مجموع نرخ بهره واقعی و نرخ تورم است:

$$i = r + p$$

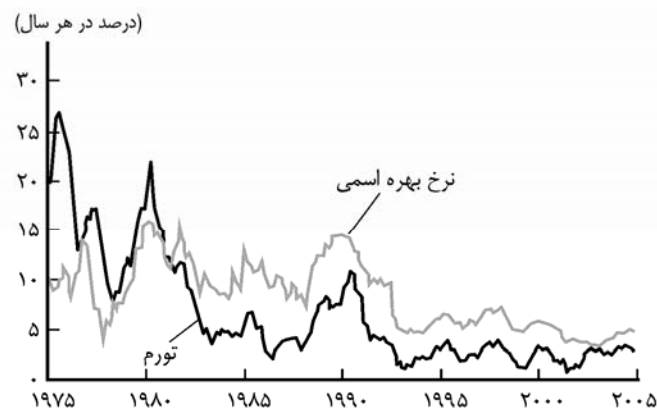
از آنجا که نرخ بهره واقعی در بلندمدت همان نرخ بهره تعادلی در شرایط اشتغال کامل است، معادله فیشر در واقع بیان می‌کند که در بلندمدت، نرخ بهره اسمی و نرخ تورم رابطه‌ای یک به یک دارند و هر افزایشی در شاخص سطح عمومی قیمت‌ها (نرخ تورم)، به افزایشی برابر در نرخ بهره اسمی منجر می‌شود.^۲ درستی معادله فیشر، آشکارا در نمودارهایی ترسیم می‌شود که از نرخ بهره اسمی و نرخ تورم در اقتصادهایی که کمتر دچار مداخلات غیربازاری مقامات پولی هستند، مشاهده می‌شود. نمودار (۹-الف) و (۹-ب).

نمودار ۹- نرخ بهره اسمی و نرخ تورم در انگلستان

(الف)

۱. Fisher Equation

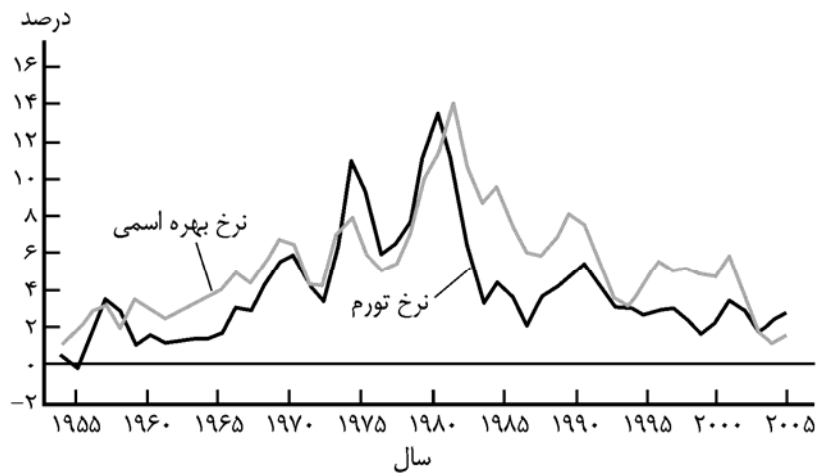
۲. Dornbusch, R. and Fischer, S. (۱۹۹۴). Macroeconomics, Sixth Edition, pp, ۴۹۲-۴۹۳.



منبع: Bank of England and UK office for National Statistics

نمودار ۹- نرخ بهره اسمی و نرخ تورم در آمریکا

(ب)



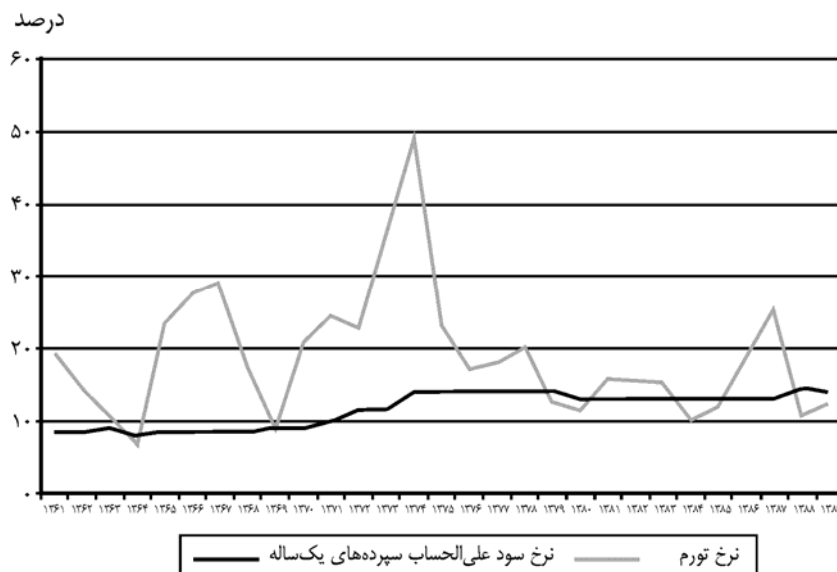
Inflation and Nominal Interest Rates Over Time. This Figure plots the nominal interest rate (on three-month Treasury bills) and the inflation rate (as measured by the CPI) in the United States since 1954. It shows the Fisher effect: Higher inflation leads to a higher

nominal interest rate.

منبع: Federal Reserve and U. S Department of Labor

برخلاف اقتصادهای فوق، در اقتصاد ایران با ترسیم نرخ سود سپرده‌های سرمایه‌گذاری که توسط مقام پولی، به صورت سالانه به عنوان اقدامی تنظیمی و نظارتی تعیین شده است، در برابر نرخ تورم، نمی‌توان درستی معادله فیشر را تحقیق نمود. یکی از دلایل این موضوع می‌تواند عدم دریافت علائم قیمتی درست، توسط سیاستگذار پولی از بازار مالی باشد. در شرایطی که ابزاری برای دادوستد و کشف قیمت مبتنی بر شرایط بازار وجود ندارد، تعیین نرخ‌های صلاح‌دید برای انواع سپرده‌ها و تسهیلات بانکی که برحسب شرایط واقعی به جای سود، زیان متوجه سپرده‌گذاران کرده‌اند، موجب فرار منابع مالی از بازار رسمی و ایجاد رانت در استفاده از تسهیلات بانکی شده است.

نمودار ۱۰- نرخ سود سپرده‌های سرمایه‌گذاری یکساله و نرخ تورم در ایران



در شرایطی که بانک مرکزی اطلاعات لازم و کافی در مورد هزینه‌های تأمین مالی مبتنی بر بازار در اختیار نداشته باشد، یک راه عملی، استفاده از قاعده تیلور^۱ برای تعیین نرخ‌های سود اسمی تسهیلات بانکی است. قاعده تیلور در مقایسه با معادله فیشر که یک برابری بلندمدت است، مناسبت بیشتری برای تعیین نرخ سود تسهیلات بانک‌ها در کوتاه‌مدت دارد. این قاعده یک دستورالعمل سیاست‌گذاری پولی است که طی آن تعیین نرخ‌های سود اسمی تسهیلات در واکنش به انحراف تولید بالفعل از تولید بالقوه و نیز انحراف نرخ تورم از نرخ هدف‌گذاری شده تبیین می‌شود:

$$i_t = \pi_t^e + r_t^* + \alpha \times (\pi_t^e - \pi_t^*) + (1 - \alpha) \times \left(\frac{y_t - y_t^*}{y_t^*} \right)$$

i_t : نرخ سود اسمی

۱. Taylor rule

π_t^e : نرخ تورم انتظاری

π_t^* : نرخ تورم مطلوب (هدف گذاری شده)

I_t^* : نرخ سود واقعی تعادلی

Y_t : تولید ناخالص داخلی بالفعل

Y_t^* : تولید ناخالص داخلی بالقوه

در رابطه فوق، α و کارآمد $1-\alpha$ به ترتیب ضریب اهمیت شکاف تورم و تولید در تعیین نرخ سود تسهیلات بانکی هستند و رابطه $\alpha+\beta=1$ نیز برقرار است. استفاده از قاعده تیلور برای تعیین نرخ سود تسهیلات و سپرده‌های بانکی، اگر چه به لحاظ نظری می‌توانست در چندین سال گذشته مقامات سیاستگذار را به سمت نرخ‌های سود واقعی مثبت هدایت کند، لیکن نبود ابزارهای مالی مبتنی بر بازار که هزینه‌های تأمین مالی واقعی را در بازار رسمی نشان دهد، به همراه مصلحت‌اندیشی‌های تصمیم‌گیران، بیشتر از قبل نرخ‌های سود در بازار مالی رسمی کشور را هر چه بیشتر دچار اختلال کرد و زمینه‌های ایجاد رانت در استفاده از تسهیلات بانک‌ها و فرار پس‌انداز از بانک‌های کشور را فراهم نمود.

به این ترتیب، می‌توان انتظار داشت که با معرفی اسناد خزانه اسلامی به عنوان ابزاری جدید و مبتنی بر بازار، گام مؤثری در گسترش و تعمیق بازار مالی رسمی کشور برداشته شود. سایر مزایای اسناد خزانه اسلامی به صورت زیر خلاصه می‌شوند:

- اسناد به صورت متحدالشکل، با مبالغ اسمی و سررسیدهای متنوع انتشار می‌یابند.
- به دلیل تضمین پرداخت در سررسید توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی، دارای ریسک نکول نخواهند بود.
- موجب بهبود کیفیت دارایی‌های شبکه بانکی و افزایش توان مالی آنها برای ارائه خدمات به بخش‌های خصوصی و دولتی می‌شوند.
- با افزایش نقدشوندگی و شفافیت ترازنامه بانک‌های تجاری دولتی، زمینه

- اجرای بهتر قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی فراهم می‌شود.
- موجب افزایش توان مالی پیمانکاران، اجرای سریع‌تر پروژه‌ها و ایفای تعهدات آنها به شبکه بانکی می‌شود.
 - جریان وجوه در نظام مالی کشور را سیال می‌کند.
 - ابزار سیاستگذاری پولی بسیار مناسبی در اختیار بانک مرکزی قرار می‌گیرد که با هزینه نسبتاً کم به مدیریت نقدینگی و تعدیل فشارهای تورمی در اقتصاد بپردازد.
 - راهی برای تأمین مالی کسری‌های بودجه دولت به صورت منطقی فراهم می‌سازد.
 - موجب بهبود مدیریت بدهی‌های دولت می‌شود و انضباط مالی و شفافیت بودجه دولت را افزایش می‌دهد.
 - گامی در جهت استقلال بیشتر سیاست‌های پولی از سیاست‌های مالی است که مزایای آن در کنترل و کاهش فشارهای تورمی در اقتصاد نمایان خواهد شد.
 - راه‌حلی عملی برای بازپرداخت مطالبات غیرجاری نظام بانکی و پیمانکاران از دولت فراهم می‌شود.

۹-۵. سازگاری با ضوابط مالی اسلامی

سازگاری ابزار پیشنهادی با ضوابط مالی اسلامی را در چند بند زیر مورد بررسی قرار می‌دهیم:

- (۱) رعایت تعریف بدهی: در تعریف بدهی‌های مشمول جایگزینی با اسناد خزانة اسلامی، معیار شرعی تعریف دین که عبارت است از: «مال کلی ثابت در ذمه یک فرد به نفع دیگری» رعایت شده است. در همه موارد فوق، دولت به موجب قانون و یا وزارت امور اقتصادی و دارایی به نیابت از سوی دولت، بازپرداخت بدهی را تعهد یا تضمین کرده است. طلبکار اگر چه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

و یا یکی از بانک‌های تجاری و تخصصی دولتی باشد و از آنجا که بر اساس قوانین خاص خود تأسیس شده‌اند، دارای شخصیت حقوقی مستقل، ترازنامه و حساب سود و زیان خاص خود هستند. علاوه بر این، اشخاص فوق دارای سال مالی بوده و از بابت کارکرد سالانه خود به دولت مرکزی، مالیات و سهم سود می‌پردازند. بنابراین مفهوم مطالبه یک شخص از شخص دیگر مصداق می‌یابد.

به طور مشخص در مورد بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، قانون پولی و بانکی (مصوب ۱۳۵۱) تصریح دارد که بانک مرکزی دارای شخصیت حقوقی است و جز در مواردی که قانون صریحاً مقرر داشته باشد مشمول قوانین و مقررات عمومی مربوط به وزارتخانه‌ها و شرکت‌های دولتی و موسسات دولتی و وابسته به دولت نمی‌باشد.^۱

در خصوص استقلال شخصیت حقوقی دولت و بانک مرکزی، توجه به استانداردهای بین‌المللی نیز مفید است. در نظام آمارهای حساب‌های ملی^۲ و مجموعه‌های آمارهای وابسته به آن، مانند نظام آمارهای مالی دولت^۳، نظام آمارهای پولی و مالی^۴ و دیگر مجموعه‌های آمارهای مرتبط که توسط صندوق بین‌المللی پول تدوین شده و مورد استناد مراجع مالی بین‌المللی هستند، بانک مرکزی به عنوان شرکت پولی بخش عمومی غیر دولتی دسته‌بندی می‌شود.

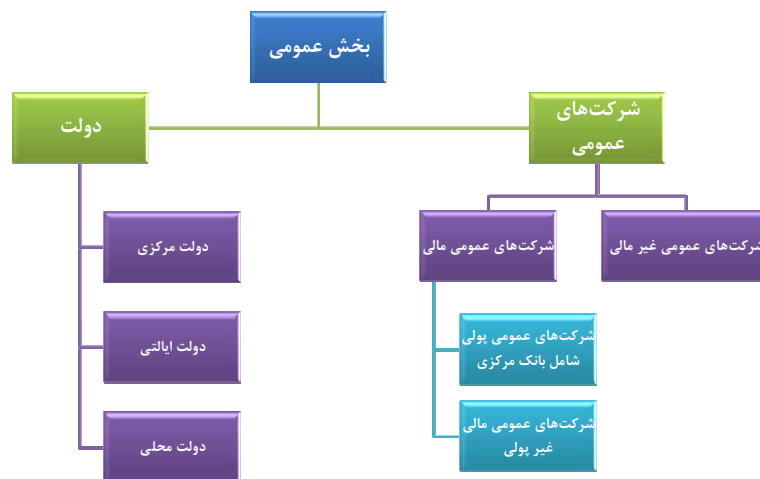
نمودار ۱۱- بانک مرکزی به عنوان نهاد پولی عمومی غیر دولتی

۱. قانون پول و بانکی کشور، مصوب ۱۳۵۱، بندهای ج و د ماده ۱۰.

۲. System of National Accounts(SNA)

۳. Government Finance Statistics(GFS)

۴. Monetary and Financial Statistics(MFS)



منبع: IMF, Government Finance Statistics Manual, ۲۰۰۱, p.۱۵.

بر مبنای تفکیک فوق از شخصیت حقوقی دولت و بانک مرکزی است که در چندین سال گذشته، علیرغم برخی محکومیت‌ها که از سوی دادگاه‌های برخی کشورهای غربی علیه دولت جمهوری اسلامی ایران صادر شده است، دارایی‌های بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران از دست‌اندازی و توقیف مصون مانده‌اند.

در مورد استقلال شخصیت حقوقی بانک مرکزی و بانک‌های دولتی از دولت و خزانه‌داری کل، استدلال‌های دیگری به شرح زیر نیز مطرح است:

- شخص حقوقی، یک امر مستحدث است و مانند یک انسان حیات و ممات دارد.

- دارایی‌های شرکت، دارایی‌های سهام‌دار نیست. دارایی‌های شرکت، مابه‌ازای بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام است. چنانچه نسبت اهرمی شرکت بالا باشد و مثلاً در حد افراطی آن بدهی‌ها برابر با کل دارایی‌ها شود، درست است که سهام‌دار مالک شرکت است اما کل شرکت به غرماً تعلق دارد. در این وضعیت، شرکت ورشکسته تلقی می‌شود ولو اینکه ارزش دارایی‌های آن میلیاردها ریال باشد.

- قیمت بازاری سهام شرکت الزاماً با قیمت دارایی‌های شرکت و یا حتی با خالص دارایی‌های شرکت برابر نیست. قیمت سهام شرکت می‌تواند بر اساس

سوددهی شرکت تعیین شود و مستقل از ارزش بازاری دارایی‌های شرکت باشد. در این خصوص می‌توان به نظریه q توبین در زمینه سرمایه‌گذاری نیز اشاره کرد که معتقد است در حالت تعادلی نسبت "ارزش بازاری سهام شرکت"^۱ به "هزینه جایگزینی سرمایه فیزیکی شرکت"^۲ برابر با واحد است و نام این نسبت را q می‌گذارد. وی یادآور می‌شود که نسبت q می‌تواند یک نباشد و مفهوم یک نبودن q آن است که ممکن است در برخی از شرایط ارزش بازاری سهام شرکت (صورت کسر) از هزینه جایگزینی سرمایه فیزیکی شرکت (مخرج کسر) کمتر یا بیشتر باشد.^۳ کما این که مدل رشد گوردن^۴ برای قیمت‌گذاری سهام، مبنای قیمت‌گذاری را میزان سوددهی سهام می‌داند نه ارزش بازاری خالص دارائی‌های موجود در شرکت.^۵ لذا می‌توان این گونه نتیجه گرفت که حالاتی پیش می‌آید که ارزش سهام یک شخصیت حقوقی با هزینه جایگزینی سرمایه فیزیکی آن متفاوت باشد. در حالی که در خصوص شخص حقیقی چنین پدیده‌ای مصداق ندارد. بر همین اساس، لازم است قضاوت‌های متفاوتی برای شخص حقیقی و حقوقی داشت.

۲) رعایت شرط واقعی بودن بدهی: مطابق با احکام فقهی، مجاز بودن هرگونه دادوستدی بر روی بدهی، موکول به واقعی بودن آن است. واقعی بودن بدهی به مفهوم آن است که طلب باید ناشی از یک معامله و قرارداد واقعی باشد. این الزام در مناسبات مالی بین دولت و سایر اشخاص عموماً رعایت می‌شود، زیرا مطالبات سایر اشخاص از دولت یا به دلیل استقراض دولت برای تأمین مالی مخارج جاری و عمرانی بودجه‌های سنواتی است مانند مطالبات بانک مرکزی و بانک‌ها از بخش دولتی. این گونه مطالبات بر اساس سازوکارهای قانونی و تسلیم اسناد و وثایق

۱ . market value of a firm's existing shares (share capital)

۲. replacement cost of the firm's physical assets (replacement cost of the share capital)

۳. برای توضیح بیشتر مراجعه شود به:

Hall, R.E. and Taylor, J. B., "Macroeconomics" ۴th Edition, ۱۹۹۳, pp. ۳۴۳-۳۴۴.

۴. Gordon growth model

۵. برای توضیح بیشتر به فصل هشتم کتاب "اقتصاد پول، بانکداری و بازارهای مالی"، ۱۳۸۸، صص ۳۹۱-۳۹۲، ترجمه و تالیف دکتر حسین قضاوی مراجعه شود.

معتبر و یا با امضای قرارداد فی‌مابین تحقق می‌پذیرند. به علاوه بخش دیگری از تعهدات دولت به اشخاص، ناشی از تحویل کالا یا انجام‌دادن خدمت، اجرای قراردادهایی که با رعایت مقررات منعقد شده‌اند و احکام صادرشده از مراجع قانونی و ذی‌صلاح است. گروه سوم مطالبات از دولت، از تضمین بازپرداخت بدهی ناشی می‌شود، مانند تضمین بازپرداخت اصل اوراق مشارکت دولتی - بودجه‌ای و تضمین بازپرداخت تسهیلات نظام بانکی به برخی پروژه‌های عمرانی ملی توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی و سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور.

۳) رعایت منع معاوضه بدهی با بدهی: شبه نقض ممنوعیت شرعی معاوضه دین با دین، در دو مرحله از سازوکار پیشنهادی انتشار و دادوستد اسناد خزانه اسلامی ممکن است مطرح شود. اول، در مرحله جایگزینی اسناد خزانه با بدهی‌های مسجل بخش دولتی به طلبکاران. دوم، هنگامی که بانک مرکزی در بازار ثانویه اسناد خزانه اقدام به عملیات خرید یا فروش بازار باز می‌نماید، به عبارت دیگر از آنجا که پول ملی (ریال) نیز بدهی بانک مرکزی به عموم جامعه است، آیا خرید یا فروش اسناد خزانه توسط بانک مرکزی بر حسب پول ملی، معاوضه بدهی با بدهی قلمداد شده و با ممنوعیت شرعی مواجه است؟

در زمینه رد شبه اول این گونه می‌توان استدلال کرد که جایگزینی اسناد خزانه اسلامی با دیون مسجل خزانه‌داری کل به طلبکاران را نمی‌توان با معاوضه دین با دین که در شرع مقدس ممنوع شده است، مترادف دانست. این جایگزینی را تنها می‌توان تغییر صورت بدهی از شکل بدهی دفتری و یا اسناد و اوراق بهادار غیرقابل معامله در بازار به اسناد خزانه متحدالشکل و قابل معامله در بازار تلقی نمود. در این جایگزینی، هیچ‌گاه دو بدهی با منشأها و قراردادهای متفاوت با یکدیگر معاوضه نمی‌شوند، بلکه تنها سند یک بدهی از صورتی به صورتی دیگر که قابلیت دادوستد در بازار ثانویه را دارد، تبدیل می‌شود، به عبارت دیگر در این جایگزینی خزانه‌داری کل بخشی از بدهی‌های حال و مدت‌دار خود را به وسیله اسناد خزانه اسلامی تسویه می‌کند.

شبه دوم نیز به آسانی با توجه به تعریف پول اعتباری برطرف می‌شود. طبق این تعریف، اگرچه پول رایج کشور بدهی بانک مرکزی به عموم جامعه است، ولی با حذف تعهد بانک‌های مرکزی نسبت به معاوضه واحدهای پول ملی با طلا یا ارزهای معتبر دیگر که در سال‌های پس از فروپاشی نظام پایه طلا^۱ در تمامی کشورها اتفاق افتاده است، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران نیز هیچ تعهدی در قبال تعویض پول رایج کشور بجز با خود آن ندارد. این موضوع به صراحت در قانون پولی و بانکی کشور (مصوب ۱۳۵۱) آمده است: «در تعهد بانک مرکزی ایران در مقابل اسکناس‌ها یا سکه‌های فلزی منتشرشده منحصر به پرداخت پول رایج کشور خواهد بود»^۲ بنابراین عملیات خرید یا فروش بازار باز بانک مرکزی در بازار ثانویه اسناد خزانه از این نظر، بدون اشکال به نظر می‌رسد.

۴) رعایت منع هرگونه افزایش در بدهی در مقابل تمدید مدت: مطابق با گام اول سازوکار پیشنهادی، اسناد خزانه با هم‌ارز ریالی بدهی‌های مسجل خزانه‌داری کل، جایگزین می‌شود. بخشی از این بدهی‌ها بدون سررسید هستند مانند اسناد خزانه پشتوانه اسکناس که نزد بانک مرکزی است، بخشی دارای سررسید بوده و از زمان سررسید آن گذشته است و بخش دیگر مدت‌دار محسوب می‌شود. در مورد بدهی‌های بدون سررسید و سررسید شده (بدهی‌های حال)، معادل با اصل مبلغ بدهی، اسناد خزانه به طلبکار تسلیم می‌شود. در خصوص بدهی‌هایی که از سررسید آنها گذشته است (بدهی‌های غیرجاری)، معادل با مجموع اصل بدهی و خسارت تأخیر تأدیه، در صورتی که در متن قرارداد اولیه پرداخت چنین خسارتی پیش‌بینی شده باشد، اسناد خزانه به طلبکار ارائه می‌شود. در مورد سایر بدهی‌های غیرجاری نیز الزام شرعی ایجاب می‌کند که معادل با اصل مبلغ بدهی، اسناد خزانه به طلبکار تسلیم شود. با این حال، خزانه‌داری کل می‌تواند به منظور اجتناب از وارد آمدن خسارت بیشتر به این گونه طلبکاران و نشان دادن حسن نیت خود، اسناد

۱. Gold Standard

۲. قانون پولی و بانکی کشور، مصوب ۱۳۵۱، ماده ۴ بند الف.

خزانه با سررسیدهای نزدیک‌تر را به ایشان تحویل نماید، اگرچه به نظر می‌رسد در این موارد، امکان ارائه مبلغ بیشتری اسناد خزانه نسبت به مبلغ بدهی بر اساس عقد صلح یا هبه وجود داشته باشد. در هر حال بر طبق سازوکار پیشنهادی، هیچ‌گونه افزایشی در مبلغ بدهی در قبال تمدید مدت بازپرداخت اتفاق نمی‌افتد.

در مجموع، ضوابط مالی اسلامی در خصوص مرحله اول سازوکار پیشنهادی و به عبارت دیگر تعویض بدهی‌های مسجل بخش دولتی با اسناد خزانه اسلامی کاملاً رعایت می‌شود. علاوه بر این، به دلیل مستندشدن بدهی‌ها و تعهد مدیون به بازپرداخت دین در سررسیدهای معین، مورد توصیه دستورات دینی نیز می‌باشد.

۵) تنزیل اسناد در بازار ثانویه: مطابق با ضوابط شرعی، تنزیل اسناد خزانه توسط مالک نزد بدهکار (خزانه‌داری کل) و یا نزد شخص ثالث بر مبنای عقد خرید دین امکان‌پذیر است. این مجوز شرعی، در مورد مطالبات بانک مرکزی و بانک‌های تجاری و تخصصی دولتی از خزانه‌داری کل نیز جاری است، زیرا اگر چه بستانکاران مذکور، دولتی محسوب می‌شوند، لیکن به دلیل آنکه دارای شخصیت حقوقی مستقل هستند، مفهوم بدهی (دین) یک شخص به شخص دیگر مصداق پیدا می‌کند. چنانچه بر مبنای ضوابط فقهی، این اشخاص مستقل به حساب نیایند، موضوع بدهی یک شخص به شخص دیگر مطرح نخواهد بود، به عبارت دیگر در این شرایط باید اسناد خزانه تحویلی به بانک مرکزی و بانک‌های دولتی را سند بدهی خزانه‌داری کل به خودش قلمداد نمود. روشن است که در این حالت، تنزیل اسناد مذکور به دلیل ماهیت صوری بدهی، مجوز شرعی نخواهد داشت، ضمن آنکه با این برداشت، ماهیت بدهی‌های دولت به بانک مرکزی و بانک‌های دولتی که مجوز قانونی نیز دارند، مبهم می‌شود.

۹-۶. بازار اولیه اسناد خزانه

بازار اولیه اسناد خزانه اسلامی بین خزانه‌داری کل، بانک مرکزی، شبکه بانکی، پیمانکاران، سازمان‌های بیمه و تأمین اجتماعی، برخی نهادهای عمومی غیردولتی و سایر بستانکاران موضوع ماده ۸ قانون محاسبات عمومی ایجاد می‌شود. در این بازار

اسناد خزانه به قیمت اسمی با بدهی‌های مسجل خزانه‌داری کل معاوضه می‌شوند.

نمودار ۱۲- بازار اولیه اسناد خزانه اسلامی:

تسویه بدهی‌های مسجل خزانه‌داری کل با اسناد خزانه

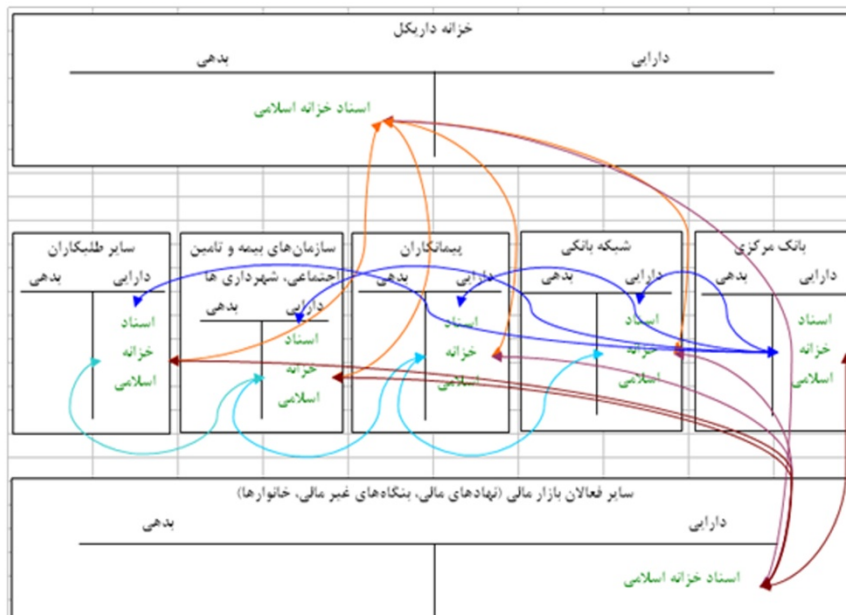


۹-۷. بازار ثانویه اسناد خزانه

بازار ثانویه اسناد خزانه می‌تواند بازار بین‌بانکی و یا بورس اوراق بهادار باشد. در این بازار، اسناد خزانه بر مبنای ضوابط خرید دین و بر حسب شرایط عرضه و تقاضای وجوه در بازار مالی، به قیمتی متفاوت با قیمت اسمی، دادوستد می‌شوند. در هر زمان، خزانه‌داری کل نیز این امکان را دارد که در قبال پرداخت زود هنگام بدهی‌های خود، اسناد خزانه را به قیمتی کمتر از قیمت اسمی، از بازار جمع‌آوری نماید.

نمودار ۱۳- بازار ثانویه اسناد خزانه اسلامی:

تنزیل اسناد خزانه و دادوستد آنها بر اساس عقد خرید دین



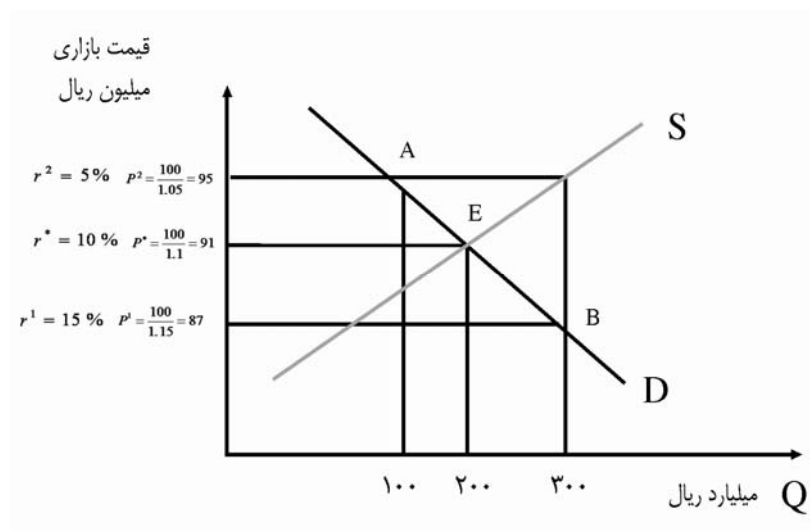
چگونگی تعیین قیمت اسناد خزانه در بازار ثانویه در نمودار ۱۴ نشان داده شده است. در این نمودار، منحنی‌های عرضه و تقاضای اسناد خزانه به ترتیب با حروف S و D مشخص شده‌اند. محور عمودی، قیمت بازاری یک ورقه ۱۰۰ میلیون ریالی با دوره سررسید یک ساله و محور افقی حجم کلی معاملات بازار اسناد خزانه را نشان می‌دهد. در شرایط اولیه، با نرخ تنزیل ۱۰ درصد، قیمت بازاری هر برگ سند خزانه ۹۱ میلیون ریال خواهد بود، به عبارت دیگر مالک اسناد در ازای دریافت زود هنگام مبلغ سندی که یک سال تا سررسید آن باقی مانده است، ۹ میلیون ریال آن را زیر قیمت اسمی می‌فروشد. در مقابل، خریدار اسناد خزانه یا سرمایه‌گذار، در صورتی که تا یک سال آینده اسناد را نزد خود نگهدارد، در سررسید با دریافت مبلغ اسمی، از سودی معادل با ۱۰ درصد برخوردار خواهد شد.

حال چنانچه به هر دلیل، نرخ تنزیل اسناد خزانه به ۱۵ درصد افزایش پیدا کند، قیمت بازاری اسناد به ۸۷ میلیون ریال کاهش خواهد یافت. افزایش نرخ تنزیل، به معنای کاهش قیمت بازاری اسناد و افزایش نرخ بازدهی تا سررسید آنها خواهد بود. بنابراین انتظار می‌رود عرضه اسناد کاهش یافته و تقاضا برای اسناد افزایش پیدا کند. همچنین کاهش نرخ تنزیل نسبت به نرخ تعادلی ۱۰ درصد، افزایش قیمت بازاری اسناد، افزایش عرضه و کاهش تقاضا برای آنها را به دنبال خواهد داشت. هر گونه تغییر در رفتار عرضه‌کنندگان و متقاضیان بازار اسناد خزانه نیز موجب جابجایی منحنی‌های عرضه و تقاضا شده و شرایط تعادلی جدیدی را بر بازار حاکم خواهد کرد.

نرخ تعادلی و به عبارت دیگر نرخ تنزیل تسویه‌کننده بازار اسناد خزانه اسلامی، در هر زمان حاکی از چشم‌انداز فعالان اقتصادی از آینده فعالیت‌های کسب‌وکار و نماگری از هزینه تأمین مالی در اقتصاد است. به این ترتیب، سیاستگذار پولی با علائم قیمتی تازه در مورد رفتار و ترجیحات فعالان اقتصادی در بازار پول مواجه خواهد شد. این نرخ، همچنین می‌تواند به عنوان مبنایی برای

تعیین نرخ سود در عقود مبادله‌ای و حداقل نرخ سود علی‌الحساب در عقود مشارکتی، مورد استفاده سیاستگذار پولی قرار گیرد.

نمودار ۱۴- تعادل در بازار ثانویه اسناد خزانه اسلامی



۸-۹. استفاده از اسناد خزانه در سیاستگذاری پولی

اسناد خزانه اسلامی با سازوکار انتشار پیشنهادی در این گزارش، در صورتی که از حجم قابل قبولی در مقایسه با کل‌های پولی موجود در اقتصاد ایران نظیر حجم پول و نقدینگی، برخوردار باشد، این قابلیت را دارد که به عنوان ابزار سیاست پولی مورد استفاده بانک مرکزی قرار گیرد. بر این اساس، بانک مرکزی می‌تواند با هدف مدیریت نقدینگی و تنظیم عرضه و تقاضای وجوه در اقتصاد، از طریق عملیات خرید و فروش بازار باز، در بازار ثانویه اسناد خزانه مداخله کند. اسناد خزانه اسلامی از همه قابلیت‌های ابزارهای غیرمستقیم سیاستگذاری پولی برخوردار است، ضمن آنکه به لحاظ قانونی، اسناد خزانه قابلیت تنزیل نزد بانک مرکزی را خواهند داشت.^۱

۱. به موجب بند الف ماده ۸ و بند ۵ ماده ۱۳ قانون پولی و بانکی (مصوب ۱۳۵۱)، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران می‌تواند به نگهداری و خرید و فروش اسناد خزانه و اوراق بهادار تضمین‌شده از طرف وزارت امور اقتصادی و دارایی اقدام نماید.

۱۰. تجربه بازار گواهی حق تقدم تسهیلات مسکن^۱

گواهی حق تقدم تسهیلات مسکن از آذر ماه ۱۳۸۵ توسط بانک مسکن به افتتاح‌کنندگان حساب سپرده سرمایه‌گذاری ممتاز ارائه شده است. از مهر ماه سال ۱۳۸۹ این اوراق با سازوکار جدیدی که بین بانک مسکن و شرکت فرا بورس تعریف شده است، قابلیت دادوستد در بازار ثانویه را یافته‌اند. دارندگان حساب سپرده سرمایه‌گذاری ممتاز، در صورت کسب امتیاز لازم، با توجه به حداقل موجودی و زمان افتتاح حساب، علاوه بر سود سپرده‌گذاری کوتاه‌مدت، از این اوراق بهره‌مند می‌گردند. دارندگان این اوراق می‌توانند با ارائه آن به بانک، از تسهیلات مسکن جهت خرید یا ساخت واحد مسکونی تا سقف ۲۰۰ میلیون ریال استفاده نمایند. همچنین قابلیت انتقال و اهدای این اوراق به دیگران و امکان تجمیع تسهیلات حساب صندوق پس‌انداز مسکن و تسهیلات گواهی حق تقدم تسهیلات مسکن برای ساخت یک واحد مسکونی تا سقف ۳۸۰ میلیون ریال، در مواردی که بستگان درجه یک به صورت سه دانگ اقدام به احداث یک واحد مسکونی نمایند، از مزایای دیگر این حساب است.

حساب سپرده سرمایه‌گذاری ممتاز بانک مسکن برای دو گروه کلی از اشخاص، شامل اشخاص حقیقی (عادی) و اشخاص حقوقی و حقیقی خاص (توانمند و خیر) افتتاح می‌گردد. حداقل موجودی برای حساب سرمایه‌گذاری ممتاز برای اشخاص حقوقی و حقیقی خاص، ۲۷۰ میلیون ریال است که پس از گذشت حداقل سه ماه از افتتاح حساب، از اوراق گواهی حق تقدم استفاده از تسهیلات مسکن بهره‌مند می‌شود. مبلغ اوراق تعلق گرفته به این حساب با موجودی ۲۷۰ میلیون ریال، ۳۰ میلیون ریال در ماه چهارم و از ماه پنجم به بعد ماهانه ۱۰ میلیون ریال خواهد بود. در صورت کاهش مانده حساب به کمتر از ۲۷۰ میلیون ریال، تخصیص اوراق به حساب متوقف و پس از افزایش مانده حساب به حداقل مذکور و حفظ آن

۱. این بخش از مقاله مبتنی بر گزارش مورخ ۱۳۹۰/۱/۶ دایره بررسی بازار بین‌بانکی اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی بانک مرکزی، تهیه شده است.

به مدت ۳ ماه کامل، تخصیص اوراق مجدداً آغاز خواهد گردید. این حساب از محدودیت سقف اوراق قابل تخصیص برخوردار نبوده و مادامی که مانده حساب از حداقل موجودی بیشتر باشد، به آن گواهی حق تقدم، تعلق خواهد گرفت. در مقابل، حساب سرمایه‌گذاری ممتاز برای اشخاص حقیقی (عادی) دارای شرط حداقل موجودی نبوده و سقف اوراق قابل تخصیص به آن با توجه به حداقل زمان انتظار و متوسط موجودی طبق جدول زیر تعیین می‌شود.

جدول ۶- سقف اوراق قابل تخصیص به حساب سپرده سرمایه‌گذاری ممتاز برای اشخاص حقیقی (عادی)

ضریب (برابر متوسط موجودی)	حداقل مدت انتظار (ماه)	سقف اوراق قابل تخصیص (میلیون ریال)
۰/۵	۶	۱۲۰
۰/۷۵	۹	۱۲۵
۱	۱۲	۱۳۰
۲	۱۸	۱۴۰
۳	۲۴	۱۵۰
۴	۳۰	۱۶۰
۵	۳۶	۱۷۰

مأخذ: پایگاه اطلاع‌رسانی بانک مسکن

تعهد بانک در قبال حساب سرمایه‌گذاری ممتاز برای اشخاص حقیقی (عادی) صرفاً محدود به پرداخت سود سپرده‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت عادی بوده و تخصیص گواهی حق تقدم استفاده از تسهیلات مسکن به تعداد محدودی از دارندگان حساب مذکور مقدور است که در هر سال بر اساس وضعیت منابع و مصارف بانک انجام خواهد گرفت.

نرخ سود تسهیلات جهت خرید واحد مسکونی از محل این اوراق معادل با نرخ سود تسهیلات مسکن بدون سپرده بوده که در حال حاضر ۱۲ درصد است. همچنین، استفاده از اوراق گواهی حق تقدم استفاده از تسهیلات مسکن (ممتاز) برای ساخت و خرید واحدهای مسکونی (طول عمر کمتر از ۱۲ سال ساخت)، در تمام کشور بلامانع است. از مزایای این اوراق می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

- قابلیت نقل و انتقال: این اوراق برخلاف وام مسکن که نقل و انتقال آن غیرقانونی و همراه با ریسک بالاست، در شرکت فرا بورس ایران و شعب بانک مسکن به راحتی قابل خرید و فروش است.

- خرید و فروش آنی: گواهی حق تقدم می‌تواند به صورت آنی در اختیار متقاضیان قرار گیرد؛ در حالی که برای دریافت وام ۱۸۰ میلیون ریالی مسکن باید ۹۰ میلیون ریال به مدت یک سال سپرده‌گذاری شود.

- عدم محدودیت: نبود محدودیت دریافت گواهی حق تقدم به همراه تسهیلات برای واحد مسکونی دیگر توسط یک فرد در زمان واحد، از جمله مزایای دیگر این اوراق است؛ در حالی که سپرده‌گذار تسهیلات ۱۸۰ میلیون ریالی تا ۵ سال امکان استفاده از تسهیلات دیگری را ندارد.

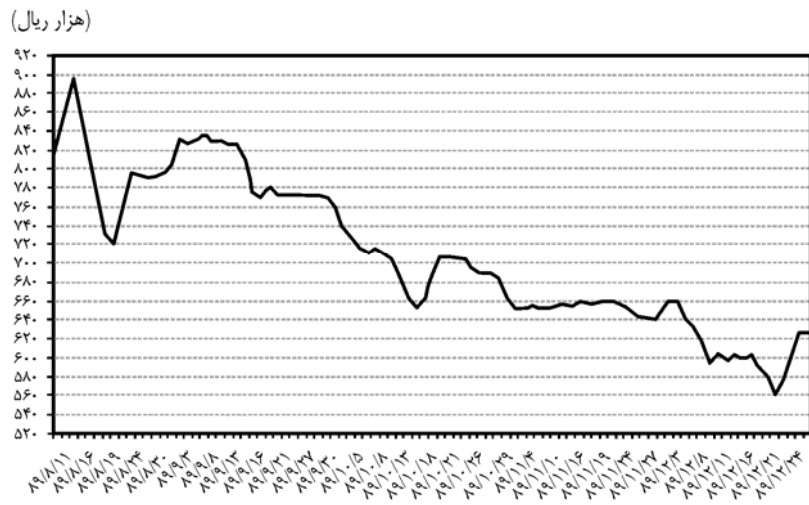
بانک مسکن برای حذف بازار غیررسمی خرید و فروش اوراق تسهیلات مسکن و ایجاد یک بازار متمرکز و ثانویه، عرضه این اوراق را از مهر ماه ۱۳۸۹ به صورت رسمی از طریق فرا بورس آغاز نمود. هر یک از اوراق عرضه‌شده در بازار، حق تقدم

استفاده از ۵ میلیون ریال تسهیلات مسکن است و هر فرد می‌تواند با خرید ۴۰ برگ از این اوراق با مراجعه به بانک مسکن از تسهیلات ۲۰۰ میلیون ریالی مسکن استفاده کند. مدت این برگه‌ها ۲ سال است و افراد در طول این مدت می‌توانند این اوراق را با قیمت‌های متفاوتی خرید و فروش کنند. آخرین نفر پس از پایان سررسید (۲سال) باید از تسهیلات مسکن استفاده کند.

بانک مسکن هر ماه با توجه به سپرده‌های ممتاز خود اوراق جدیدی را منتشر می‌نماید که با عنوان امتیاز تسهیلات مسکن ماه مربوطه در فرا بورس عرضه می‌گردد. در حال حاضر، اوراق موجود در بازار مربوط به ماه‌های مهر، آبان، آذر، دی، بهمن و اسفند ۱۳۸۹ هستند که تا ۲ سال پس از تاریخ انتشار قابلیت نقل و انتقال دارند. نمودار ۱۴ زیر بر اساس امتیاز تسهیلات مسکن مهرماه که اولین اوراق ارائه شده در فرا بورس هستند، تهیه شده‌اند.

بررسی رفتار گواهی تسهیلات مسکن از زمان عرضه در فرا بورس، نوسانات قیمتی آن را به خوبی نشان می‌دهد. قیمت این اوراق در روزهای اول عرضه به بورس به دلیل تصور اشتباه خریداران مبنی بر دریافت ۱۰ میلیون ریال وام به ازای هر ورقه با افزایش مواجه گردید. اما پس از آگاهی خریداران از دریافت تسهیلات ۵ میلیون ریالی به ازای هر ورقه، در همان هفته اول با صف فروش همراه شده و قیمت آن نیز کاهش پیدا نمود. تقریباً از هفته دوم به بعد و با شفاف‌شدن بازار، قیمت اوراق (به عنوان شاخصی از هزینه تجهیز منابع) بر اساس سازوکار بازار و با توجه به عرضه و تقاضا تغییر کرد.

نمودار ۱۵- قیمت پایانی گواهی تسهیلات مسکن مهرماه ۱۳۸۹ در فرا بورس



روند کلی قیمت گواهی حق تقدم تسهیلات مسکن نزولی بوده که عموماً ناشی از عدم رونق در بازار مسکن و کاهش تقاضا برای خرید مسکن در زمان عرضه اوراق به فرا بورس است. ضمن آنکه هر ماه اوراق جدیدی به بازار ارائه می‌گردد که عرضه را افزایش می‌دهد، در دوره مورد بررسی تقاضا با تغییر قابل توجهی مواجه نبوده است. با افزایش تقاضا و بازگشت رونق به بازار مسکن، انتظار می‌رود قیمت اوراق نیز تغییر کرده و با افزایش مواجه شود.

با توجه به مبلغ تسهیلات، نرخ سود مصوب و مدت زمان بازپرداخت، می‌توان مبلغ اقساط ماهانه تسهیلات گواهی حق تقدم را محاسبه کرد. جدول ۷ میزان اقساط ماهانه را با فرض دریافت حداکثر میزان تسهیلات (خرید ۴۰ برگ اوراق) و مدت زمان بازپرداخت ۱۲ سال نشان می‌دهد.

جدول ۷- محاسبه اقساط ماهانه برای دریافت حداکثر میزان تسهیلات
(ارقام به ریال)

۲۰۰,۰۰۰,۰۰۰	اصل تسهیلات
۱۲	نرخ سود سالانه (درصد)
۱۴۴	مدت زمان بازپرداخت (ماه)
۱۷۸,۲۶۴,۷۱۳	کل سود
۳۷۸,۲۶۴,۷۱۳	اصل و سود
۲,۶۲۶,۸۳۸	مبلغ قسط ماهانه

با توجه به مبلغ پرداختی برای خرید اوراق و مبلغ اقساط ماهانه، می‌توان نرخ سود مؤثر اوراق را تعیین نمود. به عنوان مثال در صورت خرید اوراق به مبلغ ۸۰۰ هزار ریال، هزینه اولیه (غیر از سود) برای دریافت تسهیلات ۲۰۰ میلیون ریالی (۴۰ برگ) معادل با ۳۲ میلیون ریال می‌شود. با کسر هزینه اولیه از کل مبلغ تسهیلات، خالص تسهیلات دریافتی (۱۶۸ میلیون ریال) به دست می‌آید که با استفاده از آن و

با توجه به مبلغ اقساط ماهانه (جدول ۷) و مدت زمان بازپرداخت، می‌توان نرخ سود مؤثر اوراق را به صورت زیر محاسبه نمود.

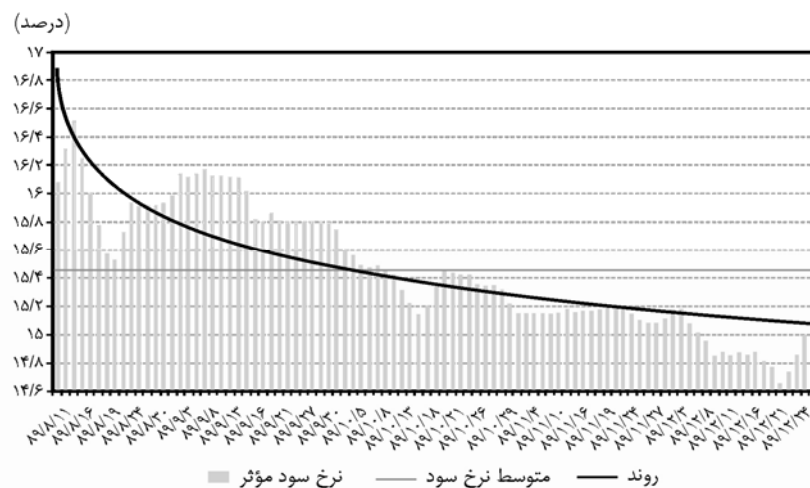
جدول ۸- محاسبه نرخ سود مؤثر برای دریافت حداکثر میزان تسهیلات

(ارقام به ریال)

۱۶۸,۰۰۰,۰۰۰	تسهیلات خالص دریافتی
۱۴۴	مدت زمان بازپرداخت (ماه)
۲,۶۲۶,۸۳۸	مبلغ قسط ماهانه
۱۵/۹۷	نرخ سود سالانه مؤثر (درصد)

برای خرید اوراق در هر قیمتی می‌توان نرخ سود مؤثر را محاسبه نمود. نمودار ۱۶ نرخ سود مؤثر گواهی تسهیلات مسکن را با توجه به قیمت روزانه آن در فرا بورس نشان می‌دهد. چنانچه مشاهده می‌شود، بیشترین نرخ سود مؤثر به میزان ۱۶/۵ درصد بوده که مربوط به روزهای اول ارائه اوراق در فرا بورس است. کمترین میزان آن نیز ۱۴/۷ درصد است که در روزهای پایان دوره مورد بررسی به دست آمده است. در هر ماه اوراق جدیدی منتشر می‌گردد که تا حدودی به کاهش قیمت اوراق منتشرشده در ماه‌های قبل منجر می‌شود.

نمودار ۱۶- نرخ سود مؤثر گواهی تسهیلات مسکن مهرماه ۱۳۸۹



نمودار ۱۶ به خوبی نشان می‌دهد که نرخ سود مؤثر اوراق گواهی حق تقدم تسهیلات بانک مسکن از زمان عرضه در فرا بورس حول میانگین ۱۵/۵ درصد در نوسان بوده است. همچنین، روند حرکتی نرخ سود مؤثر (به عنوان شاخصی از هزینه تجهیز منابع) در دوره مورد بررسی نزولی بوده است که عمدتاً به دلیل عدم رونق در بازار مسکن و در نتیجه کاهش قیمت اوراق است.

خریداران مسکن همچنان از گزینه وام ۱۸۰ میلیون ریالی که با سپرده‌گذاری در بانک مسکن انجام می‌گیرد، برخوردار هستند. نکته قابل توجه آنکه علی‌رغم فروش آنی اوراق تسهیلات مسکن و قابلیت نقل و انتقال آن، قیمت وام ۱۸۰ میلیون ریالی خرید مسکن نسبت به گذشته تغییر چندانی نکرده و همچنان از گزینه‌های پرترفدار برای خریداران مسکن محسوب می‌شود. حجم معاملات گواهی تسهیلات مسکن نیز با توجه به جدید بودن آن در بازار فرا بورس چندان قابل توجه نبوده و به طور متوسط روزانه در حدود ۳۱۷۴ ورقه بوده است.

شاخص مربوط به گواهی تسهیلات مسکن در فرا بورس در صورت معرفی بهتر در جامعه و گسترش مبادلات می‌تواند به عنوان یکی از شاخص‌های مهم تقاضای بازار مسکن قلمداد شده و برای پیش‌بینی دوره‌های رونق و رکود در بازار مسکن مورد استفاده قرار گیرد. همچنین، این اوراق به عنوان رسید اعتباری قابل تبدیل به دارایی، در صورت توسعه مناسب بازار می‌تواند یکی از شاخص‌های قابل استفاده برای محاسبه قیمت پول (هزینه تجهیز منابع) باشد. در حال حاضر، گواهی تسهیلات مسکن منحصر به بازار مسکن و آن هم نوع خاصی از واحدهای مسکونی است (سن بنای کمتر از ۱۲ سال) و سهم اندکی نیز از معاملات فرا بورس دارد و نمی‌تواند به عنوان شاخص جامعی برای قیمت پول به حساب آید.

البته با افزایش تنوع ابزارهای مالی و گسترش بازار ثانویه می‌توان به شاخص‌های عینی‌تر و جامع‌تری در خصوص «هزینه تجهیز منابع» دست یافت. در این راستا، سازوکار بازار به عنوان عاملی در جهت ارتقای کارایی تجهیز منابع و کاهش هزینه تجهیز پول (نرخ سود) عمل خواهد نمود. از جمله ابزارهایی که در

این چارچوب به صورت گسترده قابل استفاده می‌باشد، می‌توان به اسناد خزانه اسلامی اشاره نمود.

۱۱. سازوکار قانونی انتشار اسناد خزانه اسلامی

برای انتشار اسناد خزانه اسلامی، بستر قانونی مورد نیاز باید فراهم شود. قانون انتشار اسناد خزانه که برای اولین بار در سال ۱۳۴۷ به تصویب مجلس شورای وقت رسید و تمامی اصلاحات بعدی آن، مبتنی بر استقراض با نرخ ثابت و از پیش تعیین شده، مطابق با تعریف اوراق قرضه مرسوم بوده‌اند. این قانون در سال‌های بعد از انقلاب اسلامی، به دلیل ماهیت ربوی عملیات آن، قابل استفاده نبوده است. تا پایان سال ۱۳۸۸ و حتی در سال ۱۳۸۹ نیز به اعتبار اینکه دوره برنامه پنجساله چهارم به این سال تسری یافته است، امکان ارجاع به ماده ۵۰ برنامه و کسب مجوز ضمنی مجلس شورای اسلامی برای انتشار اسناد خزانه اسلامی به منظور بازپرداخت بدهی‌های دولت به نظام بانکی طی لایحه بودجه سال‌های گذشته وجود داشت.

اکنون در دوره برنامه پنجم توسعه (۱۳۹۰-۱۳۹۴)، ضمن آنکه زمینه برای طراحی و استفاده از ابزارهای نوین مالی برای دولت و دست‌اندرکاران بازار سرمایه در مواد متعددی از قانون برنامه، از جمله در مواد ۸۳، ۹۸ و ۲۲۴ فراهم آمده است، از یک سوی، نیاز به مصوبه خاص مجلس شورای اسلامی برای انتشار این ابزار نوین احساس می‌شود. و از سوی دیگر، انتشار اسناد خزانه برای بازپرداخت بدهی‌های دولت به بانک مرکزی، بانک‌های دولتی و سایر طلبکارانی که در حوزه بخش عمومی قرار می‌گیرند، با ملاحظات بیشتری همراه است. بنابراین، متن زیر تنها به عنوان نمونه‌ای از موارد کاربرد اسناد خزانه اسلامی - برای بازپرداخت بدهی‌های دولت به پیمانکاران طرف قرارداد در طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای - ارائه می‌شود:

پیش نویس لایحه انتشار اسناد خزانه اسلامی

ماده واحده: دولت مجاز است در قبال مطالبات پیمانکاران طرف قرارداد در طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای، اسناد خزانه اسلامی با سررسید از یک تا پنج سال به صورت بی‌نام، بدون کوپن سود و با ضمانت معاونت برنامه‌ریزی و نظارت راهبردی رئیس جمهور منتشر کرده و به منظور تصفیه بدهی‌های خود، اسناد مزبور را به قیمت اسمی به طلبکاران واگذار نماید. این اسناد جزء ابزارهای مالی موضوع قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی (مصوب ۱۳۸۸) بوده و به امضای وزیر امور اقتصادی و دارایی و معاونت برنامه‌ریزی و نظارت راهبردی رئیس جمهور می‌رسد.

تبصره ۱- مانده اسناد مزبور در پایان هر سال نباید از سقف بودجه تملک دارایی‌های سرمایه‌ای سال بعد فراتر رود. میزان اسناد منتشره در یک سال نیز نباید از یک سوم بودجه تملک دارایی‌های سرمایه‌ای در آن سال بیشتر باشد.

تبصره ۲- خزانه‌داری کل کشور موظف است برای بازپرداخت اسناد سررسیدی در هر سال، ردیف اختصاصی در بودجه همان سال در نظر بگیرد و چنانچه مبلغ مندرج در این ردیف کفایت نکرد از سرجمع بودجه عمومی، اسناد مزبور را پس از سررسید در وجه حامل پرداخت کند.

تبصره ۳- سازمان بورس اوراق بهادار باید ترتیبات انجام معامله ثانویه اسناد خزانه را در بورس فراهم کند.

تبصره ۴- وزارت امور اقتصادی و دارایی عاملیت بازپرداخت اسناد پس از سررسید را در ازای کارمزد مورد توافق و تأمین وجه به بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران واگذار می‌کند. بانک مرکزی می‌تواند عاملیت خود را به اشخاص دیگر واگذار نماید.

تبصره ۵- آیین‌نامه اجرایی این قانون توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی با همکاری بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و معاونت برنامه‌ریزی و نظارت راهبردی رئیس‌جمهور ظرف سه ماه تهیه و پس از تصویب هیأت دولت ابلاغ می‌گردد.

۱۲. جمع‌بندی و توصیه‌های سیاستی

در چند دهه‌ای که از عمر بانکداری اسلامی می‌گذرد، بانک‌های اسلامی، سیاستگذاران پولی و پژوهشگران مسلمان بر لزوم طراحی ابزارهای مالی کوتاه‌مدتی که قابلیت کشف قیمت و دادوستد در بازار ثانویه را داشته باشند، تأکید نموده‌اند. محدودیت‌های ابزارهای تأمین مالی خاص و عام و ابزارهای ایجادکننده دارایی، برای تنظیم جریان نقدینگی کوتاه‌مدت بانک‌های تجاری، تأمین مالی کسری‌های فصلی بودجه و استفاده در سیاستگذاری پولی، در چند دهه گذشته مشکلات معتنابهی برای فعالان بازارهای مالی اسلامی ایجاد نموده است. تلاش پژوهشگران مسلمان در این زمینه تاکنون به معرفی چندین ابزار مالی تازه به نظام‌های مالی اسلامی منجر شده است. از جمله این ابزارها که در گزارش حاضر نیز مورد بررسی قرار گرفت، می‌توان از اوراق مشارکت ملی (NPP) در ایران، اوراق یا گواهی مشارکت بانک مرکزی (CMC) در ایران و سودان، گواهی مضاربه دولت (GMC) در سودان و اوراق سرمایه‌گذاری دولت (GII) و اوراق دولت (MGC) در مالزی نام برد.

اسناد خزانه پیشنهادی در این گزارش، با رعایت ضوابط مالی اسلامی و مبتنی بر بدهی و تعهدات دولت به نظام بانکی، پیمانکاران، سازمان‌های بیمه و تأمین اجتماعی، برخی نهادهای عمومی غیردولتی مانند شهرداری‌ها، دیون بلامحل و سایر دیون خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی منتشر می‌شوند. این اسناد، با دوره‌های سررسید کمتر از یک سال و حداکثر تا پنج سال انتشار می‌یابند. بازپرداخت اسناد خزانه در سررسید توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی تضمین می‌شود و قبل از سررسید، از قابلیت تنزیل در بازار ثانویه برخوردار خواهند بود. در مواردی که در قرارداد اولیه، جریمه تأخیر تأدیه پیش‌بینی شده باشد، مبلغ اسمی بدهی در روز تعویض آن با اسناد خزانه اسلامی، برابر با مجموع اصل بدهی طبق قرارداد و جریمه تأخیر پرداخت تا روز تعویض با اسناد خزانه است. تطبیق سازوکار انتشار اسناد خزانه اسلامی با معیارهای فقهی صحت معاملات، حاکی از سازگاری سازوکار پیشنهادی با این ضوابط است.

با معرفی اسناد خزانه اسلامی، در وهله اول ابزار مالی مناسبی در اختیار خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی برای تسویه بدهی‌های انباشته آن قرار می‌گیرد. از این راه، انضباط مالی مطلوبی نیز بر عملکرد مالی دولت حاکم می‌شود. در وهله دوم، با گشایشی که در وضعیت مالی بانک‌های بستانکار، پیمانکاران و سایر بستانکاران از دولت حاصل می‌شود، شفافیت ترازنامه بانک‌ها افزایش یافته، گردش وجوه مالی در اقتصاد روان‌تر و هزینه‌های معاملاتی کاهش می‌یابد و سرانجام، بانک مرکزی با خرید و فروش اسناد خزانه که اصطلاحاً عملیات بازار باز خوانده می‌شود، می‌تواند به مدیریت نقدینگی در اقتصاد کشور بپردازد. به این ترتیب، راه‌حلی آسان و امکان‌پذیر برای معضلی دیرینه در اقتصاد ایران، پیش روی تصمیم‌گیران و سیاستگذاران قرار می‌گیرد.

منابع و مأخذ

فارسی

بازمحمدی، حسین و دیگران. (۱۳۸۶). گزارش کارگروه آسیب‌شناسی اوراق مشارکت دولت، شرکت‌ها و بانک مرکزی و ارائه راهکارهای پیشنهادی. تهران: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی.

بازمحمدی، حسین و دیگران. (۱۳۸۷). گزارش کارگروه طراحی ابزارهای کاراتر و مناسب‌تر نسبت به اوراق مشارکت جهت مدیریت بازار پول، موضوع ماده ۴۲ بسته سیاستی - نظارتی بانک مرکزی در سال ۱۳۸۷.

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران. (۱۳۶۳). قانون پولی و بانکی کشور، مصوب ۱۳۵۱. تهران: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اداره نشر اسکناس.

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران. (۱۳۶۳). قانون عملیات بانکی بدون ربا، مصوب ۱۳۶۲. تهران: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی. گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران. سال‌های مختلف. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی. خلاصه تحولات اقتصادی. سال‌های مختلف.

بهکیش، محمد مهدی. (۱۳۸۱). اقتصاد چیست؟. تهران: نشر نی.

ریاست جمهوری، معاونت حقوقی و امور مجلس. (۱۳۸۸). قانون مدنی ایران، مصوب ۱۳۰۷. تهران: ریاست جمهوری، معاونت پژوهشی، تدوین و تنقیح قوانین و مقررات.

- قربانی، فرجاله و قربانی، عباس. (۱۳۸۳). *قانون محاسبات عمومی کشور، مصوب ۱۳۶۶*. تهران: دانشور.
- مشکین، فردریک. (۱۳۷۸). *پول، از زر و بانکداری*. (علی جهان خانی و علی پارسائیان، مترجمین). تهران: انتشارات سمت.
- مشکین، فردریک. (۱۳۸۸). *اقتصاد پول، بانکداری و بازارهای مالی*. (حسین قضاوی، مترجم و مولف). تهران: موسسه عالی آموزش بانکداری ایران.
- موسویان، عباس. (۱۳۸۶). *بازارهای مالی اسلامی (صکوک)*. قم: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- هرسینی، عبدالرضا. (۱۳۸۳). *مجموعه قوانین پولی و بانکی و سایر قوانین مربوط*. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.

انگلیسی

- Bashir, M. & Amine, M. (۱۹۹۴). The Islamic Bonds Markets: Possibilities and Challenges. *International Journal of Islamic Financial Services*, ۳ (۱).
- Dornbusch, R. & Fischer, S. (۱۹۹۴). *Macroeconomics*, ۶ edition. New York: McGraw-Hill, Inc.
- Hall, R.E. and Taylor, J. B., (۱۹۹۳) *Macroeconomics*, ۴th Edition, Norton and Company, Inc.
- Iqbal, Z. & Mirakhor, A. (۲۰۰۷). *An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice*. Chichester: John Wiley & sons Ltd.
- Iqbal, Zubair. (۲۰۰۱). *Macroeconomic Issues and Policies in the Middle East and North Africa*. Washington D.C: International Monetary Fund.
- IMF, (۲۰۰۱), *Government Finance Statistics Manual*, Washington DC.

Kahf, M. (۱۹۹۷). Instruments of Meeting Budget Deficit In Islamic Economy. *IRTI, Research Paper*, IRTI, ۱۴۱۲ H, from [www. Monzer. Kahf.com/.../Instruments-for-Meeting – budget-devicit.pdf](http://www.Monzer.Kahf.com/.../Instruments-for-Meeting – budget-devicit.pdf).

Reuters. (۲۰۰۰). *Reuters financial glossary*. London: Pearson education limited.

Rosen, H.S. (۱۹۸۸). *Public Finance*. New York: IRWIN, INC.

Sundrarajan,V., Marston, D. & Shabsigh, G. (۱۹۹۸). *Monetary Operations and Government Debt Management Under Islamic Banking*. IMF Working Paper, ۱۴۴. From www.IMF.org.

www.investopedia.com

www.investorwords.com