

# اوراق قرضه غیرربوی (ریالی و ارزی) و ابزارهای پولی بانکداری مرکزی بدون ربا

بیژن بیدآباد<sup>۱</sup>

محمود الهیاری فرد<sup>۲</sup>

## چکیده

ربوی بودن اوراق قرضه شرعاً اجازه نمی‌دهد تا این اوراق در بانکداری مرکزی بدون ربا مورد استفاده واقع شود، ازاینرو مهمترین ابزارهای سیاست‌های پولی در نظام بانکی بدون ربا غیرقابل استفاده می‌باشد. این موضوع به این معنی است که بانکداری مرکزی بدون ربا فاقد قابلیت‌های تنظیمات پولی برای اقتصاد است. حل این معضل اساسی با سه دهه فعالیت بانک مرکزی ایران نقطه عطفی در اجرای سیاست‌های بانکداری غیرربوی در ایران خواهد بود. این مقاله با معرفی اوراق قرضه غیرربوی در اشکال مختلف اوراق قرضه بانک مرکزی، اوراق قرضه بانکی، اوراق قرضه دولتی و اوراق قرضه تجاری در دو نوع اوراق ارزی و ریالی به عنوان جایگزین اوراق قرضه متعارف سازوکار و چرخه ابزارهای مالی اسلامی را تکمیل نموده و زیرساخت‌های توسعه بازارهای مالی چه در داخل و چه در خارج کشور را فراهم می‌نماید. خصوصیات بارز این اوراق مبتنی بر دارایی و فاقد هرگونه کوبین جهت پرداخت سود از پیش تعیین شده مقطعی و بر پایه «قرض معادل وام آتی» و یا «وام معادل قرض آتی» با «حق برداشت زمانی» است که در اختیار طرف مقابل قرار داده می‌شود و بازار اولیه آن را شکل می‌دهد. بازار ثانویه مبتنی بر فناوری اطلاعات بر بستر زیر سیستم NSSSS طراحی شده که خریدار با بالاترین قیمت رقابتی پیشنهادی مالک این اوراق خواهد بود. عدم تعیین قیمت پایه کمتر از قیمت اسمی و جایگزینی اوراق قرضه متعارف و تثبیت بازارهای پولی و ارزی از جمله خصوصیات بارز این ابداع مالی می‌باشد.

کلیدواژه: اوراق قرضه، ارز، سیاست پولی، بانکداری بدون ربا، بانکداری مرکزی، بانکداری مرکزی اسلامی

<sup>۱</sup> دکتر بیژن بیدآباد، مشاور بانکداری اسلامی، بانک ملی ایران <http://www.bidabad.com/> [bijan@bidabad.com](mailto:bijan@bidabad.com)

<sup>۲</sup> محمود الهیاری فرد: کارشناس اقتصادی اداره تحقیقات و برنامه‌ریزی بانک ملی ایران [M\\_Allahyarifard@BML.IR](mailto:M_Allahyarifard@BML.IR)

تحریم ربا در ادیان الهی و بویژه در اسلام مانع از بکارگیری آن دسته از ابزارهای مالی متعارفی است که در آنها شبهه ربا وجود دارد. غالب این ابزارها به گونه‌ای است که به نحوی نرخ بهره در محاسبات وارد می‌شود و لذا باید ابزارهای مالی جدیدی منطبق با شرع برای اجرای سیاست‌های پولی با رعایت حرمت ربا ابداع نمود.

به رغم نیازهای مالی و اقتصادی به انواع اوراق مبتنی بر بدهی، معاملات این اوراق در فقه سنتی کمتر مورد توجه بوده و به تبع این ابزارهای مالی در بازارهای مالی اسلامی کمتر استفاده شده است.<sup>۳</sup> بطور کلی وجود اختلاف آراء و فتاوی فقهی در معاملات اوراق مانع از گسترش و توسعه معاملات این نوع ابزارهای مالی در بازار سرمایه بوده است.<sup>۴</sup> این موضوع در سالهای اخیر بیشتر مورد توجه اقتصاددانان اسلامی و فقها قرار گرفته است، اما با این حال هنوز در بین فقها اعم از عامه و خاصه اجماع رادعی بر معاملات اوراق مبتنی بر بدهی وجود ندارد.

سیاست‌های پولی و ابزارهای آن در شرایط بانکداری بدون ربا به دلیل ماهیت ربوی اوراق قرضه تا حد بسیار زیادی قابلیت استعمال ندارند و فقط ابزار محدودی را می‌توان مورد استفاده قرار داد. لذا لازم است تا با طرح اوراق قرضه غیرربوی ابزارهای جایگزینی برای بانکداری مرکزی بدون ربا ابداع نمود.<sup>۵</sup>

### ابزارهای سیاست پولی

بطور کلی سیاست‌های پولی به مجموعه‌ای از سیاست‌هایی اطلاق می‌شود که جهت تحقق اهداف اقتصادی کلان یا کاهش خسارات ناشی از عملکرد نظام پولی جهت کنترل حجم نقدینگی در اقتصاد به کار گرفته می‌شود. مقامات پولی برای کنترل حجم نقدینگی از ابزارهای متفاوتی استفاده می‌کنند که می‌توان به طور کلی آنها را به دو گروه ابزارهای کمی و کیفی پولی طبقه بندی نمود. معمولاً ابزارهای کمی پولی از طریق مکانیزم بسط پولی<sup>۶</sup> سبب تغییر در حجم پول می‌شوند. مکانیزم بسط پولی عملاً شیوه خلق پول در اقتصاد می‌باشد. و ابزارهای کیفی به تمهیدات پولی اطلاق می‌شود که نحوه توزیع اعتبارات را به طرف بخشهایی از اقتصاد که مقامات مسئول ضروری تشخیص می‌دهند هدایت می‌کند.

نرخ بهره در متون اقتصادی به عنوان یک متغیر که تعیین آن منتج از عرضه و تقاضای منابع پولی می‌باشد تعریف می‌گردد و از دید اقتصاددانان به عنوان یک ابزار پولی تلقی نمی‌شود ولی نظر به این که توانایی بسیاری در تخصیصی منابع دارد می‌تواند در اقتصاد با اهمیت باشد. به عبارت دیگر بانکها با افزایش نرخ بهره تقاضا برای منابع پولی را کاهش داده و عرضه منابع پس‌اندازی را به سمت خود افزایش می‌دهند و نتیجتاً سبب افزایش منابع آزاد سیستم بانکی می‌شوند. چنانچه نرخ بهره در سیستم بانکی منجمد شود عملاً سیستم بانکی یا دچار مازاد منابع یا مواجه با کسری منابع خواهد شد. هرچه نرخ بهره در اقتصاد بالاتر باشد بانکها بستر منابع خود را در قالب تسهیلات بانکی به متقاضیان این تسهیلات ارائه می‌دهند لذا باید گفت که عرضه پول تابع مثبتی از نرخ بهره می‌باشد. به عبارت دیگر با افزایش نرخ بهره مکانیزم بسط

<sup>۳</sup> جهت اطلاع بیشتر مراجعه شود به :

Muhammad Arham, Islamic perspectives on marketing, Journal of Islamic Marketing Volume: 1 Issue: 2, 2010.

<sup>۴</sup> Azizi bin Che Seman, "Bay' al-Dayn, Bay' al-Inah and IPDS in the Malaysian Islamic Capital Market", [http://myais.fsktm.um.edu.my/7491/1/Bay'\\_al-Dayn,\\_al-Inah\\_and\\_IPDS\\_in\\_the\\_Malaysian\\_Islamic\\_Capital\\_Market.pdf](http://myais.fsktm.um.edu.my/7491/1/Bay'_al-Dayn,_al-Inah_and_IPDS_in_the_Malaysian_Islamic_Capital_Market.pdf)

<sup>۵</sup> جهت اطلاع بیشتر مراجعه شود به :

Fouad H. Al-Salem, Islamic financial product innovation, International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management Volume: 2 Issue: 3 2009

<sup>۶</sup> - Monetary Expansion Mechanism.

پولی فعالتر عمل خواهد کرد و عرضه پول در اقتصاد را بیشتر خواهد نمود.

مکانیزم بسط پولی از طریق گردش پول بین افراد و بانکهای تجاری و تخصصی عمل می‌نماید. نحوه عمل بدین صورت است که فرض کنید بانک مرکزی اقدام به خرید ۱۰۰ ریال اوراق قرضه یا اوراق یا اسناد بهادار دولتی از بازار می‌نماید. فروشندگان این اوراق به میزان ۱۰۰ ریال دریافتی خود را در حسابهای سپرده‌ای خود نزد بانکهای تجاری و تخصصی نگاه می‌دارند. با این پرداخت پول به بانکهای تجاری و تخصصی قدرت وام دهی آنان به همان میزان افزایش می‌یابد. اگر مانعی در ارائه وام به افراد وجود نداشته باشد. این بانکها کل مبلغ ۱۰۰ ریال را به صورت اعتبار به افراد و مؤسسات به صورت وام پرداخت می‌نمایند. مجدداً افراد یا مؤسسات اخیر مبلغ دریافتی را به حسابهای خود منتقل نموده که باز سبب افزایش قدرت وام دهی بانکها می‌گردد. به تعداد دور چرخش مبلغ ۱۰۰ ریال بین بانکهای تجاری و تخصصی و افراد و مؤسسات پول خلق می‌شود. حال فرض کنید بانک مرکزی بانکهای تجاری و تخصصی را ملزم می‌کند که به میزان درصد خاصی از سپرده‌هایی که افراد نزد آنان می‌گذارند را به عنوان سپرده قانونی نزد بانک مرکزی به صورت امانت بگذارند. این درصد خاص نرخ ذخیره قانونی نامیده می‌شود. فرض کنید نرخ ذخیره قانونی ۲۰ درصد باشد در بار اول میزان پولی که در اقتصاد ایجاد می‌شود برابر همان ۱۰۰ ریال است که بانک مرکزی در مقابل خرید اوراق پرداخت نموده است. این رقم به صورت منابع نزد بانکهای تجاری و تخصصی قرار می‌گیرد. بانک دریافت کننده مبلغ ۲۰ ریال از آن را در حساب سپرده‌های قانونی خود نزد بانک مرکزی نگاه می‌دارد و مابقی ۸۰ ریال آن را به صورت وام در اختیار افراد و مؤسسات قرار می‌دهد. پس تا اینجا مبلغ  $100 + 80 = 180$  ریال به نقدینگی اقتصاد اضافه شد. در دور بعد مبلغ ۸۰ ریال که به صورت وام به افراد و مؤسسات داده شده بود به سیستم بانکی برمی‌گردد و سبب ایجاد ۸۰ ریال منابع جدید در بانکها می‌شود، بانکها مبلغ ۲۰ درصد از ۸۰ ریال که مساوی ۱۶ ریال است را نزد بانک مرکزی به صورت سپرده قانونی نگاه داشته و مابقی ۶۴ ریال را وام می‌دهند. نتیجتاً به حجم نقدینگی ۶۴ ریال دیگر اضافه شده و کل افزایش نقدینگی در اثر ۱۰۰ ریال خرید اوراق توسط بانک مرکزی به مبلغ  $180 + 64 = 244$  ریال می‌رسد. چنانچه این عمل چرخش بسیار زیاد تکرار شود کل میزان نقدینگی نهایتاً برابر با ریال  $500 = 200 \times 2.5$  خواهد شد.<sup>۷</sup>

#### عملیات بازار باز<sup>۸</sup>

کلیه ابزارهای کمی پولی از طریق مکانیزم بسط پولی بر حجم نقدینگی در اقتصاد تأثیر می‌گذارند. از مهمترین این ابزارها عملیات بازار باز است. در این روش مقامات پولی اقدام به خرید و فروش اوراق قرضه یا بهادار نموده و حجم پول پر قدرت<sup>۹</sup> را در اقتصاد تغییر می‌دهند و همانطور که گفته شد پول پر قدرت از طریق مکانیزم بسط پولی سبب تغییر در حجم نقدینگی در اقتصاد می‌شود. در نظام‌های متعارف پولی خرید و فروش اوراق قرضه بر مبنای نرخ بهره صورت می‌گیرد و از این لحاظ وارد حریم ربا می‌شود و به عنوان یک ابزار ربوی شناخته شده و نتیجتاً قابلیت استفاده در بانکداری اسلامی را پیدا نمی‌کند.<sup>۱۰</sup>

<sup>7</sup> - B. Bidabad (1994) General Monetary Equilibrium, <http://www.bidabad.com/doc/monetary-ed8.pdf>

<sup>8</sup> - Open Market Operations

<sup>9</sup> - High Powered Money

<sup>۱۰</sup> - کمیجانی، اکبر و بیژن بیدآباد (۱۳۷۱) سیاستهای پولی مناسب جهت تثبیت فعالیتهای اقتصادی در ایران، مرحله اول، وزارت امور اقتصادی و دارایی، معاونت امور اقتصادی. <http://www.bidabad.com/doc/siyasathayepooli-vol1.pdf>

بیدآباد، بیژن (۱۳۷۳) یک دهه تحولات نظام بانکی در ایران، مجله مجلس و پژوهش شماره نهم، سال دوم، خرداد، صفحات ۵۲-۱۷.

## الزام بانکها به نگهداری درصدی از دارایی‌های خود به صورت اوراق قرضه

مقامات پولی برای کنترل حجم نقدینگی گاهی بانکها را ملزم به نگهداری درصدی از دارایی‌های خود به صورت اوراق قرضه می‌نمایند. هدف از این سیاست جلوگیری از بسط پایه پولی از طریق کاهش منابع آزاد بانکها می‌باشد.

## نرخ تنزیل مجدد

یکی دیگر از ابزارهای کمی پولی نرخ تنزیل مجدد است. بانکهای تجاری به منظور رفع نیاز نقدینگی خود می‌توانند اوراق و اسناد بهادار موجود خود را با نرخ بهره مشخصی که توسط بانک مرکزی تعیین می‌شود به بانک مرکزی ارائه و تنزیل نمایند. بانک مرکزی با تغییر این نرخ در ذخایر سیستم بانکی و قدرت اعتباردهی آنها اثر می‌گذارد. به عبارت دیگر نرخ تنزیل مجدد نرخ بهره‌ای است که توسط آن بانک مرکزی اسناد و بروات بانکها را تنزیل می‌نماید و به آنها در قبال این اسناد وام می‌دهد. این ابزار در زمانی که بانکها جهت تأمین نقدینگی احتیاج به وام از بانک مرکزی باشند ابزار بسیار خوبی جهت تجدید منابع اعتباردهی بانکها می‌باشد ولی به دلیل استفاده از نرخ بهره همچنان ربوی تلقی می‌شود.

## نرخ ذخیره قانونی

نرخ ذخیره قانونی که به ترمز اعتبارات تشبیه شده است برای مهار اعتبارات بانکی از توانایی زیادی برخوردار است. نرخ ذخیره قانونی اثرات بسیار وسیعی بر حجم نقدینگی در اقتصاد دارد لذا تغییر این نرخ یکی از اهرمهای مهم پولی در جهت کنترل حجم تسهیلات اعتباری و نهایتاً نقدینگی در اقتصاد تلقی می‌گردد. این نرخ عملاً به صورت یک الزام قانونی در مورد بانکها اعمال می‌گردد و وارد در حریم ربا نیست ولی افزایش آن برای بانکها پرهزینه می‌باشد زیرا حجم زیادی از منابع آنها را نزد بانک مرکزی مسدود می‌نماید.

## ابزارهای کیفی

دسته دیگری از ابزارهای پولی به نام ابزارهای کیفی پولی بوده که با ایجاد محدودیتهای اعتباری و منظور کردن اولویت در امر اعطای اعتبارات بانکی در مورد بخشهای خاص اقتصادی عملاً اقدام به جهت دهی اعتبارات به سمت بخشهای مورد نظر مقامات مسئول می‌نماید. محدود کردن بانکها در اعطای تسهیلات، تعیین سقفهای اعتباری برای بانکها و تعیین نحوه مصرف وجوه سپرده‌ها نیز از دیگر ابزارهای کیفی تلقی می‌شوند. ابزارهای کیفی توانایی لازمه برای یاری رساندن به مقامات پولی کشور در چارچوب اهداف کلی اقتصاد را ندارد.

با توجه به مباحث ذکر شده باید گفت که ابزارهای پولی بانکداری متعارف در شرایط بانکداری بدون ربا نمی‌تواند کمک چندانی به بانک مرکزی در کنترل حجم نقدینگی بنماید. لذا به این نتیجه می‌رسیم که باید موافق با شرایط تحریم ربا ابزارهای پولی جدیدی ابداع نمود زیرا اجرای سیاستهای پولی و ابزارهای آن برای تنظیم فعالیت‌های

اقتصادی در عصر کنونی امری اجتناب ناپذیر است.

## تجربه اوراق با دیدگاه‌های غیرربوی

استفاده از خرید دین و خرید عین در معاملات اوراق غیرربوی مبتنی بر بدهی از مهمترین قراردادها در مالزی به شمار می‌روند. معاملات اوراق بهادار مبتنی بر بدهی بر خلاف نظر فقها که آن را ربوی می‌دانند در مالزی در قالب عقودی چون مباحه، مشارکت، سلف و اجاره انجام می‌شود. خرید عین بیعی است<sup>۱۱</sup> که در حالت اول، فروشنده، کالایی را به نسیه به قیمت معین به خریدار می‌فروشد آنگاه مجدداً خریدار، همان کالا را به قیمت کمتر به فروشنده اولیه بصورت نقدی خواهد فروخت. در حالت دوم با ورود شخص ثالث به معامله، فروشنده اولیه، کالایی را به قیمت مشخص به خریدار بصورت نسیه می‌فروشد، آنگاه خریدار همان کالا را به قیمت کمتر به شخص ثالث بصورت نقدی خواهد فروخت، و در مرحله آخر خریدار ثالث، نیز کالای مورد نظر را مجدداً به همان قیمت خرید بصورت نقدی به فروشنده اولیه فروخته و مبلغ بدهی خود را به خریدار اولیه پرداخت می‌نماید. بین فقهای حنفی و شافعی نیز در مورد صحت این نوع معامله اختلاف نظر وجود دارد برخی آنرا در صورت وجود شخص ثالث صحیح و برخی بدون شخص ثالث و تحقق ارکان بیع<sup>۱۲</sup> صحیح اما مکروه می‌دانند. از طرفی فقهای مالکی و حنبلی نیز این عقد را باطل می‌دانند.<sup>۱۳</sup> آنچه مبرهن است آن است که در هر دو مورد اساس عمل یکسان بوده و فقط شکل ظاهری آن تغییر کرده و با توجه به قصد و نیت معامله<sup>۱۴</sup> مشهود است که این عملیات نوعی حيله شرعی است.

اوراق اسلامی در مالزی بر مبنای خرید و فروش دین است. بطور کلی، دین، تعهد پرداخت پول و یا مثل آن است، و به عبارت دیگر فروش بدهی به شخص ثالث را خرید دین می‌گویند. خرید دین به دو صورت نسیه و نقدی انجام می‌شود. در روش نسیه بدهی شخص خریدار مجدداً به نسیه فروخته می‌شود که به نظر فقها این نوع معامله کالی به کالی یا بدهی به بدهی تلقی شده و باطل است.<sup>۱۵</sup> در روش نقد خرید دین، فروش بدهی به شخص ثالث به صورت نقدی است که در صحت این معامله بین فقها اختلاف نظر وجود دارد بطوریکه برخی این نوع معامله را ممنوع دانسته، و عده‌ای (فقهای شافعی) آن را مجاز دانسته و فقهای مالکی این نوع معامله را با رعایت شرایطی صحیح می‌دانند.<sup>۱۶</sup>

اولین اوراق بدهی خصوصی اسلامی در مالزی<sup>۱۷</sup> (IPDS) در سال ۱۹۹۰ برای تسهیلات سلف برای یک شرکت چند ملیتی صادر گردید. گروهی از تامین کنندگان منابع مالی، منابع مربوطه را در قالب یک نوع دارایی بصورت اوراق خریداری و مجدداً با قیمت بالاتر که شامل هزینه و حاشیه سود بود به صادرکنندگان اوراق فروخته شد. این معامله

<sup>۱۱</sup> Wahbah al-Zuhayli, Al-Fiqh al-Islami wa Adillatuh, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, Damascus: Daral-Fikr, p. 466; Muhammad Wafa, Abraz suwar al-buyu al-fasidah, Egypt, 1984, p. 40.

<sup>۱۲</sup> سه رکن شامل عقد بیع، عوضین و متعاقدان می‌شود. نگاه کنید به موسوعه فقهیه، محمد علی انصاری، مجمع فکر اسلامی چاپ اول، ۱۴۲۷ قمری، قم، ج ۷، ص ۱۵۲.

<sup>۱۳</sup> Wahbah al-Zuhayli, Vol. 4, p. 468; Al-Mausu'at al-Fiqhiyyah, Vol. 9, p. 96.

<sup>۱۴</sup> انما الاعمال بالنيات: اهل حدیث، این روایت را متواتر شمرده‌اند و برخی آن را نصف علم دانسته‌اند، اسرارالصلوه، ملکی تبریزی، ۱۶۸ منیه المرید شهید ثانی، کشف الاسرار روح الله موسوی خمینی.

<sup>۱۵</sup> Wahbah al-Zuhayli, Bay' al-Dayn fi al-Shart'at al-Islamiyyah, p 23.

<sup>۱۶</sup> Al-Sadiq 'Abd al-Rahman al-Gharyani, Al-Mu'amalat Ahkam wa Adillah, 2<sup>nd</sup> ed., 1992, pp. 190; Muhammad Tawfiq Ramadan al-Buti, Al-Buyu' al-Sha 'i'ah wa Athar Dawabit al-Mabi ala Shar'iyatiha, Beirut: Dar al-Fikr al-Mu'asir, 1998, pp.370-378.

<sup>۱۷</sup> Islamic Private Debt Security (IPDS)

در حقیقت بر اساس عقد خرید عین صورت گرفت. در این راستا صادرکننده، دو نوع اوراق منتشر نمود: اوراق مالی اولیه: که شامل قیمت خرید دارایی توسط تامین کنندگان مالی از صادر کننده بود و اوراق ثانویه: که نشانگر اقساط سودی بود که به تامین کنندگان مالی تعلق می گرفت. از طرفی این اوراق در بازار ثانویه بر مبنای عقد خرید دین قابل معامله بود<sup>۱۸</sup>. لذا اوراق مبتنی بر بدهی به دو گروه قابل تقسیم است: اوراق اسلامی دارای کوپن<sup>۱۹</sup> و اوراق اسلامی بدون کوپن.<sup>۲۰</sup>

#### اوراق اسلامی با کوپن:

کوپن مشخص کننده سهم سود ناشی از انتشار اوراق مبتنی بر بدهی است که بر پایه تسهیلات مرابحه<sup>۲۱</sup> (MuNif) و سلف<sup>۲۲</sup> (ABBA) صادر می شود. به دارندگان این اوراق طی دوره انتشار تا سررسید به صورت شش ماهه سود ثابت تعلق می گیرد.<sup>۲۳</sup> در مرحله اول دارایی توسط بانای به ناشر اوراق<sup>۲۴</sup> (SPV) براساس عقد خرید عین فروخته می شود، و در مرحله دوم ناشر، اوراق (اولیه و ثانویه شامل اصل مبلغ و سود) را با نظارت امین منتشر می نماید. در مرحله سوم بر اساس عقد خرید دین، اوراق، به سرمایه گذار فروخته و بعد از آن امکان معامله این اوراق در بازار ثانویه فراهم می شود.

#### اوراق اسلامی بدون کوپن:

اوراق بدون کوپن متعارف با بازدهی ثابت در سال ۱۹۸۲ به بازارهای مالی معرفی شد. این اوراق فاقد هر گونه کوپن برای دریافت های دوره ای بهره در طول دوره انتشار تا سررسید می باشد. در مقابل، سرمایه گذاران و خریداران این اوراق در زمان سررسید علاوه بر اصل سرمایه مبلغی را به عنوان بهره دریافت می کنند. به بیان دیگر این اوراق به مبلغی کمتر از مبلغ اسمی به خریداران فروخته می شود و در زمان سررسید به مبلغ اسمی توسط ناشر بازخرید می گردد. در تعیین میزان تنزیل قیمت اسمی این اوراق از نرخ بهره استفاده می شود ولی تا زمان سررسید سودی پرداخت نمی گردد. قیمت بازاری این اوراق به افزایش یا کاهش نرخ بهره بسیار حساس است. با افزایش نرخ بهره قیمت (ارزش بازاری) این اوراق کاهش و با کاهش نرخ بهره، افزایش می یابد.

نوع غیرربوی این اوراق همانند اوراق بدون کوپن متعارف فاقد هر گونه کوپن برای پرداخت سود از زمان انتشار تا سررسید بوده و اساس انتشار این اوراق نیز بر پایه تنزیل<sup>۲۵</sup> می باشد. هر چند در طی دوره مذکور بهره پرداخت نمی شود ولی می توان نرخ بهره این اوراق را از تفاوت قیمت اسمی<sup>۲۶</sup> و قیمت تنزیل شده محاسبه نمود. تفاوت اوراق اسلامی بدون کوپن و اوراق قرضه متعارف در آن است که این اوراق بر اساس عقد بیع خرید و فروش می شوند. این موضوع از نظر برخی از فقها بدلیل استفاده از نوعی حيله شرعی فاقد وجهت شرعی است.

<sup>18</sup> Abdul Murad Khalid, ibid.

<sup>19</sup> Islamic Coupon Bond

<sup>20</sup> Islamic Zero Coupon Bond

<sup>21</sup> Al-Murabahah Notes Issuance Facilities

<sup>22</sup> Al-Bai'-Bithaman Ajil Islamic debt securities (ABBA)

<sup>23</sup> - Muhammad Arham, Islamic perspectives on marketing, Journal of Islamic Marketing Volume: 1 Issue: 2, 2010.

<sup>24</sup> Special Purpose Vehicle (SPV)

<sup>25</sup> Discount

<sup>26</sup> Par Value

این اوراق به منظور افزایش قدرت نقدینگی بانکها از محل فروش وامهای رهنی برای اولین بار در سال ۱۹۳۸ میلادی در آمریکا استفاده گردید. دولت وقت آمریکا یکی از سازمانهای دولت را مأمور نمود تا اقدام به خرید وامهای مسکن از بانکها و فروش مجدد آن به سرمایه گذاران نماید. در ایران نیز، مقررات احتیاطی تبدیل مطالبات رهنی به اوراق بهادار در آبانماه ۱۳۸۷ به تصویب کمیته اعتباری بانک مرکزی رسید و در مردامه ۱۳۸۸ به تایید شورای عالی بورس رسید.<sup>۲۸</sup> مطابق این مقررات، اهداف نظری توسعه بازار این اوراق شامل افزایش قدرت نقدینگی، کاهش ریسک اعتباری ناشی از نکول و افزایش نرخ کفایت سرمایه بیان گردید. در سازوکار عملیاتی این اوراق، تضمین اصل و سود این اوراق توسط ضامنین که دارای شخصیت حقوقی می باشند تکلیف شده است،<sup>۲۹</sup> ولی دستورالعملی مبنی بر شرایط ضامنین و محل تامین سرمایه جهت ضمانت در نظر گرفته نشده است. با بررسی فرآیندهای معاملاتی مندرج در قانون با تضمین سود، شبهه ربوی این اوراق مشهود می باشد و از طرفی نسبت تقسیم سود ناشی از وصول مطالبات بین بانک، دارنده اوراق و سپرده گذار معین نگردیده است.<sup>۳۰</sup>

### اوراق قرضه بدون ربا

فروش اوراق بدون کوپن اسلامی به قیمتی کمتر از قیمت اسمی در بازارهای اولیه و ثانویه با فرآیندهای صورتی به دلیل ربوی بودن معاملات این اوراق مبتنی بر بدهی قابلیت استفاده در بانکداری مرکزی بدون ربا را ندارد، هر چند که به این اوراق در طی دوره انتشار تا سررسید بهره ای تعلق نمی گیرد. از طرف دیگر اوراق بدون کوپن اسلامی نیز برغم وجود ارکان معامله و استفاده از عقود خرید عین و خرید دین در معاملات این اوراق و صحت معامله، بدلیل استفاده از حيله به منظور شرعی جلوه دادن معامله مورد اشکال است. شبهه ربوی اوراق رهنی با سازوکارهای در نظر گرفته شده نیز این نوع اوراق را از لحاظ ربوی بودن غیر قابل استفاده می نماید. لذا برای اعمال ابزار مناسب سیاست پولی که اکثریت آنها بر خرید و فروش اوراق قرضه متکی هستند ابداع مالی جدیدی لازم است تا ضمن شرعی بودن کارائی لازم را نیز دارا باشد.

بطور کلی اوراق بهادار به دو گروه اوراق قابل معامله<sup>۳۱</sup> و اوراق غیر قابل معامله<sup>۳۲</sup> طبقه بندی می شوند. اوراق بدهی خصوصی<sup>۳۳</sup> (PDS) آن دسته از اوراق قابل معامله و غیر قابل معامله را شامل می شود که توسط شرکتها منتشر شده و صادرکننده آن متعهد به پرداخت سود ثابت در دوره های زمانی مشخص به اضافه اصل مبلغ در پایان سررسید به دارندگان اوراق خواهد بود. از طرفی اوراق بدهی خصوص به دو گروه اصلی اوراق بدهی متصل به سرمایه<sup>۳۴</sup> و اوراق

<sup>27</sup> Mortgage Back Securities (MBS)

<sup>28</sup> جهت اطلاع بیشتر مراجعه شود به: <http://www.econews.ir/fa/NewsContent.aspx?id=108111>

<sup>29</sup> بند ۱۲ ماده ۲ از مقررات احتیاطی تبدیل مطالبات رهنی به اوراق بهادار. ضامنین در این دستورالعمل شامل موارد زیر است:

الف- شخص حقوقی است که مطالبات رهنی موسسه اعتباری را در صورت لزوم به نفع ناشر تضمین می کند.

ب- شخص حقوقی است که اصل و سود اوراق را به نفع خریداران اوراق رهنی تضمین می کند."

<sup>30</sup> جهت اطلاع بیشتر مراجعه شود به: <http://banki.ir/akhbar/205-gozaresh/1446-markazi3>

<sup>31</sup> Negotiable Securities

<sup>32</sup> Non- Negotiable

<sup>33</sup> Private Debt Security (PDS)

<sup>34</sup> Equity-Linked Debt Security

بدهی غیرمتصل به سرمایه<sup>۳۵</sup> قابل تقسیم است. تفاوت این دو نوع اوراق در این است که اولی قابل تبدیل به سرمایه شرکت صادرکننده اوراق است و دارندگان آن می‌توانند به عنوان سهامداران شرکت صادرکننده محسوب شوند در صورتیکه در نوع دوم امکان تبدیل به سرمایه نیست و صادرکننده به منظور تامین مالی کوتاه، میان و بلندمدت می‌تواند از طریق بازار سرمایه با انتشار این اوراق تامین مالی نماید و این اوراق از نوع بدهی و قابل معامله در بازار ثانویه می‌باشند. در این مقاله چهار نوع اوراق قرضه بدون ربا معرفی می‌شود که علاوه بر مطابقت با شریعت اسلام، و بدون از حيله شرعی، با متصل نمودن به داراییها به عنوان یک ابزار مالی مطمئن در بانکداری بدون ربا اعم از بانکداری مرکزی یا تجاری مورد استفاده قرار گیرد. این چهار نوع اوراق قرضه بدون ربا شامل موارد زیر می‌باشند:

- ۱- اوراق قرضه بانکی مرکزی بدون ربا که ناشر آن بانک مرکزی می‌باشد.
- ۲- اوراق قرضه بانکی بدون ربا. این اوراق توسط بانکهای تجاری و تخصصی و توسعه‌ای و مؤسسات پولی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی انتشار می‌یابد.
- ۳- اوراق قرضه خزانه بدون ربا. انتشار این اوراق توسط خزانه‌داری دولت صورت می‌پذیرد.
- ۴- اوراق قرضه تجاری بدون ربا. انتشار اوراق همراه با تضمینات خاصی توسط شرکتها و مؤسسات بخش خصوصی انجام می‌شود.

«اوراق قرضه بدون ربا» که در این مقاله معرفی می‌شود نوعی از اوراق قابل معامله و از نوع اوراق غیرمتصل به سرمایه می‌باشد. به عبارت دیگر اوراق پیشنهادی نوعی اوراق قرضه با پشتیبان دارایی<sup>۳۶</sup> و همینطور نوعی از اوراق قرضه بدون کوپن تلقی می‌گردند. این اوراق می‌توانند توسط بانک مرکزی و بانکهای تجاری و تخصصی و توسعه‌ای و خزانه دولت صادر و به بانکهای تجاری، تخصصی و توسعه‌ای و همچنین مؤسسات و صندوق‌های پولی معتبر که مشمول سپردن ذخیره قانونی و احتیاطی نزد بانک مرکزی هستند عرضه شود. این اوراق تفاوت ماهوی خاصی با اوراق قرضه تجاری متعارف و اوراق متصل به سرمایه و اوراق قرضه با پشتیبان دارایی و همینطور اوراق قرضه بدون کوپن دارند. تفاوت اصلی این اوراق این است که نرخ بهره از قبل مشخص نمی‌شود و منابع فقط به صورت «قرض معادل وام آتی» و یا «وام معادل قرض آتی» با «حق برداشت زمانی» در اختیار طرف مقابل قرار داده می‌شود. این اوراق قابلیت خرید و فروش بین بانکها و مؤسسات ذکر شده را دارد و قیمت اوراق در خرید و فروش در بازار ثانویه قابلیت تغییر دارد و نتیجتاً نرخ بازده اوراق متناسب با نرخ بازدهی سرمایه در اقتصاد متغیر است و با توجه به ویژگی‌های آن ماهیت ربوی نمی‌یابد. از طرفی این اوراق در حیطه وام‌های مصرفی نبوده و معیار حرمت ربا در وام‌های مصرفی را نیز با خود به همراه ندارد.<sup>۳۷</sup>

«اوراق قرضه بدون ربا» توسط بانک مرکزی یا بانکهای تجاری و تخصصی و توسعه‌ای و یا خزانه‌داری دولت و

<sup>35</sup> Non- Equity Linked Debt Security

<sup>36</sup> Asset-Backed Bonds (ABB).

<sup>۳۷</sup> - بیدآباد، بیژن و عبدالرضا هرسینی، تحلیل فقهی - اقتصادی ربا در وام‌های مصرفی و سرمایه‌گذاری و کاستیهای فقه متداول در کشف احکام شارع. ارائه شده به همایش دوسالانه اقتصاد اسلامی، پژوهشکده اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس، ۱۳۸۲.

<http://www.bidabad.com/doc/reba-fa.pdf>

بیدآباد، بیژن، مبانی عرفانی اقتصاد اسلامی، پول، بانک، بیمه و مالیه از دیدگاه حکمت. پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ایران، ۱۳۸۳، تهران. <http://www.bidabad.com/doc/mabani-erfani-eqtasade-islami.pdf>

Bidabad, Bijan, Economic-juristic analysis of usury in consumption and investment loans and contemporary jurisprudence shortages in exploring legislator commandments. Proceeding of the 2<sup>nd</sup> International Islamic Banking Conference. Monash University of Malaysia. 9-10 September 2004. Reprinted in: National Interest, Journal of the Center for Strategic Research, Vol. 2, No. 1, winter 2006, pp. 72-90. Tehran, Iran. <http://www.bidabad.com/doc/reba-en.pdf>

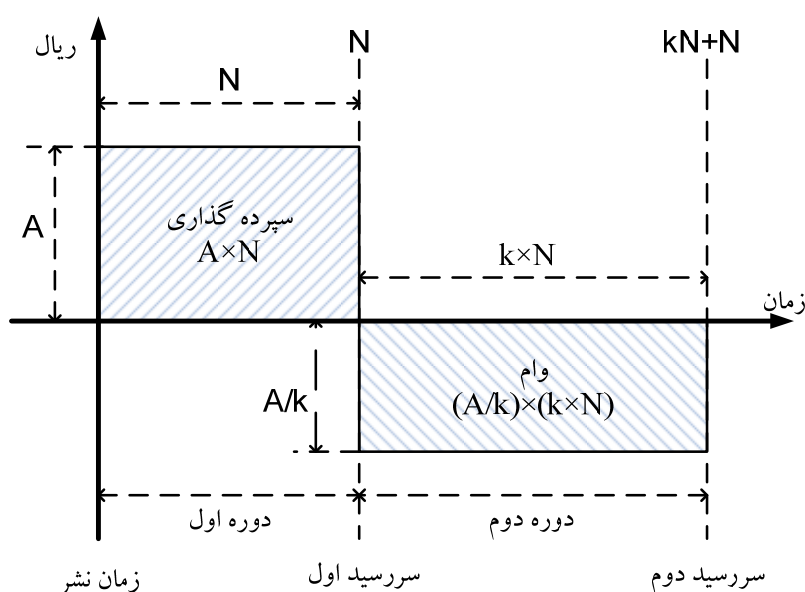


در شرایط خاصی توسط بخش خصوصی به قیمت اسمی مشخص صادر می‌شود. بانکهای تجاری و تخصصی و توسعه‌ای و موسسات پولی و اعتباری و صندوق‌های مالی که دارای ذخیره‌های احتیاطی و قانونی نزد بانک مرکزی می‌باشند و یا فعالان بخش خصوصی (با رعایت ضمانت‌های خاص) با خرید این اوراق ذیحق می‌گردند تا نسبت به میزان خرید اوراق پس از سررسید به همان میزان و برای همان مدت از وام بدون بهره استفاده نمایند و در پایان، وجه قرض گرفته شده را به صادر کننده پرداخت نمایند.

بدین ترتیب با خرید  $A$  ریال اوراق با سررسید  $N$  ماه خریدار محق می‌شود در تاریخ سررسید یعنی در انتهای ماه  $N$  مبلغ  $A$  ریال را برای  $N$  ماه بدون بهره وام از فروشنده اوراق وام بگیرد. خریدار و فروشنده اوراق توافق می‌نمایند که ترکیبی از  $A$  ریال و  $N$  ماه را به گونه‌ای انتخاب کنند تا خریدار بتواند کسره‌های کوچکتر، مساوی یا بزرگتر از یک از  $A$  ریال را در تناسب با  $N$  ماه چنان انتخاب کند که همواره میزان حاصلضرب وجه در زمان مساوی  $A \times N$  ثابت باشد. به عبارت دیگر خریدار می‌تواند در عوض  $A$  ریال مبلغ  $A/2$  ریال را برای  $2N$  ماه در پایان ماه  $N$  وام بگیرد. یا در عوض  $A$  ریال مبلغ  $A/3$  ریال را برای  $3N$  ماه در پایان ماه  $N$  وام بگیرد. که در هر دو حال نتیجتاً:

$$(A/2) \times (2N) = (A/3) \times (3N) = A \times N$$

مقدار ثابت  $A \times N$  خواهد شد. یا بطور کلی در عوض  $A$  ریال مبلغ  $A/k$  ریال را برای  $kN$  ماه در پایان ماه  $N$  وام بگیرد. پارامتر  $k$  می‌تواند هر عدد مورد توافق طرفین باشد و یا می‌تواند هر عدد مورد نظر خریدار باشد.



عملاً در این اوراق دو دوره زمانی و دو تاریخ سررسید استفاده می‌شود. دوره اول به میزان  $N$  ماه از زمان فروش اوراق تا زمان سررسید اول است و دوره دوم از زمان سررسید اول ( $N$ ) تا زمان بازدریافت منابع ( $kN+N$ ) یا زمان سررسید دوم می‌باشد. سررسید اول هنگامی است که فروشنده اوراق موظف است وجه وام گرفته را به میزان  $A$  ریال برای  $N$  ماه و یا به میزان  $A/k$  ریال برای  $kN$  ماه به خریدار وام دهد. پس سررسید اول در زمان  $N$  اتفاق خواهد افتاد. سررسید دوم هنگام اختتام معامله و زمانی است که فروشنده اوراق خود را در زمان  $kN+N$  ماه پس از زمان فروش اولیه اوراق بازدریافت می‌کند.

بانکها به دلیل داشتن حساب ذخیره و احتیاطی نزد بانک مرکزی دچار نکول از پرداخت وام اخذ شده نخواهند

شد و همچنین با توجه به این موضوع می‌تواند اوراق خود را در «بازار ثانویه اوراق قرضه بدون ربا» خرید و فروش نمایند. خریداران و فروشندگان در این بازار بانکهای تجاری و تخصصی و توسعه‌ای و موسسات پولی و اعتباری و صندوق‌های مالی که دارای ذخیره‌های احتیاطی و قانونی نزد بانک مرکزی می‌باشند و دولت و بخش خصوصی با رعایت شرایط خاص خواهند بود.

## اوراق قرضه بدون ربا ارزی

امکان انتشار اوراق قرضه بدون ربا ارزی همانند اوراق قرضه بدون ربا ریالی نیز فراهم است. در این ارتباط نیز چهارنوع اوراق مذکور در فوق بصورت ارزی قابل صدور و انتشار می‌باشند. صادرکنندگان و خریداران اوراق قرضه بدون ربای ارزی نیز همانند اوراق قرضه بدون ربا ریالی بوده و تفاوت قابل ملاحظه‌ای ندارند بجز اینکه مبالغ اسمی در دو دوره می‌تواند یک ارز و یا دو ارز باشد. در هر دو حالت و مشخصاً در حالت دوم یعنی خرید اوراق قرضه بدون ربای ارزی به یک ارز در دوره اول و بازپرداخت آن به ارز دیگر در دوره دوم نیز شبهه ربا را وارد معامله نمی‌کند. لذا براساس تقسیم‌بندی فوق همچنان چهار نوع اوراق قرضه بدون ربای ارزی را به شکل زیر می‌توان تعریف نمود:

- ۱- اوراق قرضه بانکی مرکزی بدون ربای ارزی که همچنان ناشر آن بانک مرکزی می‌باشد.
- ۲- اوراق قرضه بانکی بدون ربای ارزی که توسط بانکهای تجاری و تخصصی و توسعه‌ای و مؤسسات پولی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی انتشار می‌یابد. در این ارتباط بانکهای خارجی نیز می‌توانند در صورت توافق‌های قبلی با بانک مرکزی وارد این بازار شوند.
- ۳- اوراق قرضه خزانه بدون ربای ارزی که انتشار آن توسط خزانه‌داری دولت صورت می‌پذیرد.
- ۴- اوراق قرضه تجاری بدون ربای ارزی که همانند قبل همراه با تضمینات خاصی توسط شرکتها و مؤسسات بخش خصوصی انجام می‌شود.

آثار پولی انتشار اوراق قرضه بدون ربای ارزی نیز همانند آثار پولی انتشار اوراق قرضه بدون ربای ریالی خواهد بود و بعلاوه آن قابلیت تثبیت عرضه و تقاضای ارز را نیز در اقتصاد خواهد داشت و بانک مرکزی می‌تواند از این طریق اقدام به تنظیم و مدیریت نرخ ارز نیز بنماید و با تغییر عرضه ارزهای مختلف نرخ برابری آنها را نیز برای کوتاه‌مدت متاثر سازد. این ابزار در زمانی که مبالغ اسمی در دو دوره یک ارز و یا دو ارز باشد اثرات متفاوتی در تنظیمات ارزی و تثبیت نرخ ارز دارد. وقتی مبالغ اسمی در دو دوره یک ارز باشد تمهیدی برای تأمین ارز مورد نیاز خریدار در دوره دوم بوده و نوعی پوشش ریسک و مقابله با نوسانات آتی نرخ ارز محسوب می‌گردد<sup>۳۸</sup> و چنانچه خرید اوراق قرضه بدون ربای ارزی در دوره اول به یک ارز و بازپرداخت آن در دوره دوم به ارز دیگر باشد همین پوشش ریسک تغییرات نرخ ارز را درباره ارز مورد نظر در دوره دوم خواهد داشت. به غیر از بانک مرکزی باقی خریداران اوراق قرضه بدون ربای ارزی نیز می‌توانند از این پوشش ریسک ارزی استفاده نمایند.

## آثار پولی انتشار اوراق قرضه بدون ربا

برای بررسی آثار انتشار اوراق قرضه بدون ربا بر حجم نقدینگی لازم است تا تبعات انتشار این اوراق توسط بانک

مرکزی، سایر بانکها اعم از تجاری و تخصصی و توسعه‌ای و خزانه دولت و یا بخش خصوصی به تفکیک بررسی شوند.

#### انتشار اوراق توسط بانک مرکزی (اوراق قرضه بانکی مرکزی بدون ربا)

چنانچه اوراق توسط بانک مرکزی انتشار یابد در دوره مالی اول عملاً بخشی از منابع آزاد بانکها را کاهش داده و در اختیار بانک مرکزی قرار می‌دهد و این تعهد را برای بانک مرکزی ایجاد می‌نماید که مجدداً به میزان اوراق فروش رفته در دوره مالی دوم به همین میزان منابع آزاد بانکها را افزایش دهد و پس از سررسید دوم با بازدریافت منابع مزبور از بانکها اوراق منتشره از رده خارج می‌شوند. در این حالت چون این این عملیات بر پول پرقدرت صورت می‌گیرد در دوره اول آثار انقباضی پولی و در دوره دوم آثار انبساطی پولی خواهد داشت.

#### انتشار اوراق توسط بانکها (اوراق قرضه بانکی بدون ربا)

چنانچه اوراق قرضه بدون ربا توسط بانکها صادر و عرضه شود ضمن اینکه حجم این اوراق قابل معامله را در بازار افزایش می‌دهد منجر به افزایش حجم نقدینگی نخواهد شد. زیرا این عملیات به معنی استقراض تأخیری بانکها از یکدیگر بوده و به همان میزان که منابع آزاد بانک فروشنده اوراق را در دوره مالی اول افزایش می‌دهد منابع آزاد بانک خریدار اوراق را در همان دوره اول کاهش می‌دهد. و بالعکس در دوره مالی دوم به همان میزان که منابع آزاد بانک فروشنده اوراق را کاهش می‌دهد منابع آزاد بانک خریدار اوراق را افزایش می‌دهد. نتیجه اینکه حجم نقدینگی در اقتصاد تغییر نمی‌یابد و فقط امکان آن را فراهم می‌آورد که منابع مازاد بانکها به بانکهای که دچار کمبود منابع شده‌اند منتقل گردد و ریسک نقدینگی در بانکها را تثبیت و تنظیم می‌نماید. در این حالت خریدار و فروشنده هر دو از صنف بانک می‌باشند. چنانچه دولت و یا بخش خصوصی اقدام به خرید اوراق قرضه بانکی بدون ربا نمایند نیز تغییری در حجم نقدینگی اتفاق نخواهد افتاد ولی اگر بانک مرکزی اقدام به خرید این اوراق نماید در دوره اول اثرات انبساطی پولی و در دوره دوم اثر انقباضی پولی خواهد داشت.

#### انتشار اوراق توسط خزانه دولت (اوراق قرضه خزانه بدون ربا)

همانطور که ذکر شد اوراق قرضه خزانه بدون ربا می‌تواند توسط خزانه دولت صادر و عرضه شود و بانک مرکزی با خرید و فروش این اوراق سیاست‌های پولی انقباضی و انبساطی را اعمال می‌نماید. در این حالت یعنی انتشار اوراق قرضه بانکی توسط خزانه‌داری دولت شرایط لازم برای تأمین مالی دولت نیز از لحاظ سیاست‌های مالی دولت فراهم خواهد آمد و دولت در زمان‌های مختلف با خرید و فروش این اوراق می‌تواند سیاست‌های بودجه‌ای و مالی خود را تنظیم نماید.

چنانچه خریدار اوراق قرضه خزانه بدون ربا بانکها یا بخش خصوصی باشند و دولت منابع مالی کسب شده را در اقتصاد هزینه نماید عملاً تأثیری بر حجم نقدینگی نخواهد داشت و چنانچه بانک مرکزی اقدام به خرید این اوراق نماید در دوره اول اثرات انبساطی پولی و در دوره دوم اثرات انقباضی پولی بر اقتصاد خواهد داشت.

#### انتشار اوراق توسط بخش خصوصی (اوراق قرضه تجاری بدون ربا)

امکان انتشار اوراق قرضه بدون ربا توسط شرکت‌ها و موسسات خصوصی نیز امکان‌پذیر است. در این صورت باید مکانیزمی برای اطمینان از بازپرداخت وجوه ایجاد نمود تا احتمال نکول از بازپرداخت به صفر برسد. در این حالت فروشنده اوراق در ابتدای دوره زمانی اول همراه با صدور اوراق قرضه بدون ربا اقدام به ارائه ضمانت‌نامه بانکی به میزان اسمی اوراق نموده و در هنگام فروش آن را به خریدار اوراق تسلیم می‌نماید. در ابتدای دوره دوم خریدار موظف است عین همین ضمانتنامه را نزد بانک اتیاع و به فروشنده اوراق تسلیم نماید. در سررسید اول پس از بازگشت وجوه از فروشنده به خریدار ضمانتنامه اول باطل می‌گردد و در سررسید دوم پس از بازگشت وجوه از خریدار به فروشنده ضمانتنامه دوم نیز ابطال می‌شود.

برای اینکه اوراق قرضه تجاری بدون ربا بتواند کارایی معاملاتی در بازارهای ثانویه مبتنی بر فناوری اطلاعات داشته باشد باید مکانیزم‌های خاصی را در نرم‌افزارهای این بازارها طراحی نمود که هنگام صدور و خرید و فروش و تسویه اوراق بتوان ضمانتنامه‌ها را نیز از بانک مورد وثوق خریداری و مبادله نمود.

به جای ضمانتنامه بانکی می‌توان وثایق دیگر را نیز بکار گرفت ولی این موضوع به راحتی امکان‌پذیر نیست و کارایی معاملات اوراق تجاری بدون ربا را کاهش می‌دهد. بدین منظور موسسات ثالثی می‌توان تأسیس کرد که عهده‌دار وظیفه ضمانت اوراق بر مبنای وثائق شوند. این مؤسسات بدین شکل عمل می‌نمایند که صادر کننده اوراق با ارائه وثائق به این مؤسسات اقدام به اخذ برگه ضمانتنامه به نفع خریدار می‌کند و طبق قرارداد چنانچه صادر کننده اوراق از پرداخت وجوه در سررسید اول نکول نمود مؤسسه مزبور مالکیت وثیقه را به خریدار منتقل می‌نماید. و همچنین در ابتدای دوره دوم مؤسسه مزبور از خریدار به همان میزان وثیقه به نفع فروشنده دریافت می‌کند و در پایان معامله و پس از بازپرداخت در سررسید دوم ضمانت ابطال می‌گردد. این مؤسسات می‌توانند همانند دفاتر اسناد رسمی زیرمجموعه قوه قضائیه باشند و تحت نظارت این قوه عمل نمایند.

اثر انتشار اوراق قرضه تجاری بدون ربا در حجم نقدینگی خنثی خواهد بود و عملاً سبب انتقال منابع از بخش‌های راکد به بخش‌های فعال اقتصاد می‌شود.

### اوراق قرضه بدون ربا و نرخ‌های تورم، بهره و ارز

به دلیل اینکه عملیات بانک مرکزی در خرید و فروش این اوراق بر پول پر قدرت صورت می‌گیرد دارای اثر انقباضی پولی در دوره مالی اول و اثر انبساطی پولی در دوره مالی دوم می‌باشد. لذا بانک مرکزی با توجه به موقعیت اقتصاد از لحاظ قرار گرفتن اقتصاد در مراحل رونق، شکوفائی، رکود و بحران در سیکل تجاری<sup>۳۹</sup> و زمان استقرار اقتصاد در هر کدام از مراحل مزبور می‌تواند میزان  $A$  و  $N$  و یا  $k$  را مشخص نماید تا از شدت موج سیکل تجاری و دامنه آن بکاهد. این سیاست مشابه سیاست تنظیم پولی<sup>۴۰</sup> در بانکداری مرکزی متعارف عمل می‌کند.

از طرف دیگر به دلیل اینکه این اوراق در بازار ثانویه خرید و فروش اوراق بانکی بدون ربا قابلیت معامله دارند می‌توانند اثرات تنظیمی خودکار از طریق ارتباط قیمت اوراق با نرخ بهره داشته باشند. هر زمان که نرخ بهره بالا باشد قیمت معاملاتی اوراق در دوره مالی اول پائین آمده و انگیزه بیشتری برای بانکها ایجاد می‌کند تا منابع خود را به امید

<sup>۳۹</sup> بیدآباد، بیژن، تثبیت ادوار تجاری با بانکداری مشارکت در سود و زیان و اقتصاد اخلاق.

<http://bidabad.com/doc/pls-business-cycles.pdf>

<sup>۴۰</sup> Fine tuning

دریافت منابع در دوره دوم (با خرید اوراق) نزد بانک مرکزی بسیارند. نتیجتاً در هنگام شکوفائی اقتصاد که نرخ‌های بهره بالا است منابع آزاد بانکها را محدود می‌نماید و از بزرگ شدن دامنه سیکل می‌کاهد. و بالعکس هر زمان که نرخ بهره پائین باشد قیمت اوراق در دوره مالی اول بالا رفته و انگیزه کمتری برای بانکها ایجاد می‌کند تا منابع خود را به امید دریافت منابع در دوره دوم (با خرید اوراق) نزد بانک مرکزی بسیارند. نتیجتاً در هنگام بحران در اقتصاد که نرخ‌های بهره پائین است منابع آزاد بانکها را منبسط می‌نماید و اجازه نمی‌دهد که دامنه سیکل عریض شود و بحران تشدید گردد. از طرف دیگر بانک مرکزی می‌تواند با تنظیم عرضه اوراق از طریق قیمت اوراق و همچنین از طریق تغییر در عرضه پول بر قدرت بر حجم نقدینگی و نتیجتاً نرخ بهره اثر بگذارد. بدین شکل اوراق قرضه بدون ربا می‌تواند جایگزین اوراق قرضه متداول در بانکداری متعارف در سیستم بانکداری مرکزی بدون ربا باشد.

در شرایطی که نرخ تورم انتظاری و نرخ بهره مورد انتظار در دوره‌های مالی اول و دوم متفاوت باشد تحلیل عملکرد اوراق به گونه‌ای متفاوت از فوق خواهد شد. چنانچه نرخ انتظاری بهره طبیعی در دوره مالی دوم بیشتر یا کمتر از دوره مالی اول باشد آثار آن بر عرضه و تقاضای اوراق قرضه بانکی بدون بهره متفاوت خواهد بود. هرچه نرخ طبیعی بهره انتظاری برای دوره مالی دوم بیشتر باشد قیمت اوراق در دوره مالی اول افزایش خواهد یافت و بالعکس هر چه نرخ طبیعی بهره انتظاری برای دوره مالی دوم کمتر باشد قیمت اوراق در دوره مالی اول کاهش خواهد یافت. این موضوع از لحاظ بانک مرکزی برای تنظیم سیاست‌های مناسب پولی جهت تثبیت فعالیت‌های اقتصادی بسیار حائز اهمیت است و از طرف دیگر باعث می‌شود تا انتظارات نقشی اساسی در کنترل رفتار اعتباری بانکها داشته باشد. یعنی چنانچه بانکها توقع افزایش (یا کاهش) نرخ طبیعی بهره را در دوره بعد داشته باشند سیاست افزایش (یا کاهش) عرضه اوراق را پیش می‌گیرند. این مکانیزم از لحاظ اقتصادی و با توجه به تغییرات نرخ طبیعی بهره در دوران رونق، شکوفائی، رکود و بحران در سیکل‌های تجاری می‌تواند عاملی برای کوتاه کردن<sup>41</sup> دامنه سیکل تجاری باشد.

در شرایط تورم مداوم و باثبات مکانیزم صدور اوراق قرضه تفاوت زیادی نمی‌یابد. اگر نرخ تورم انتظاری در دو دوره اول و دوم یکسان باشد تورم در معاملات اوراق تأثیری نخواهد داشت ولی چنانچه نرخ تورم انتظاری در دوره‌های اول و دوم بیشتر یا کمتر از دوره دیگر باشد باید انتظار داشت تا قیمت این اوراق در بازارهای ثانویه متفاوت باشد. بدین ترتیب حالات زیر را برای اوراق قرضه مختلف که در این مقاله معرفی شدند را می‌توانیم مد نظر قرار دهیم. در حالتی که با فرض ثابت بودن نرخ بهره متوسط نرخ تورم انتظاری در دوره اول کمتر از متوسط نرخ تورم انتظاری در دوره دوم باشد قیمت اوراق در دوره اول بالاتر از قیمت اوراق در دوره دوم خواهد شد و اگر متوسط نرخ تورم انتظاری در دوره اول بیشتر از متوسط نرخ تورم انتظاری در دوره دوم باشد حالتی برعکس اتفاق خواهد افتاد و قیمت اوراق در دوره اول کمتر از قیمت اوراق در دوره دوم خواهد شد.

نرخ‌های بهره سپرده‌ها و تسهیلات اعتباری نیز اثرات قابل توجهی در عرضه و تقاضا و قیمت اوراق قرضه بدون ربا در بازار ثانویه خواهند داشت که میتوان اثرات آنها را در دوره‌های اول و دوم براساس طول دوره‌ها و قرار گرفتن در موقعیت‌های مختلف سیکل تجاری از پیش بررسی نمود و اقدام به تنظیم سیاست‌های پولی کرد.

آثار انتشار اوراق قرضه بدون ربا بر نرخ ارز از طریق آثار پولی ایجاد شده به بخش ارزی تسری می‌یابد. بدین شکل که تغییرات عرضه پول داخلی در تقابل با عرضه ارز خارجی اثرات خود را از کانالهای پولی و تفاوت‌های ایجاد

<sup>41</sup> - Oscillation dampening

شده در نرخ‌های بهره داخلی و خارجی در اقتصاد بر جای خواهد گذاشت.<sup>۴۲</sup>

### معاملات اوراق قرضه بدون ربا در بازارهای ثانویه بر مبنای فناوری اطلاعات

این اوراق به قیمت اسمی معین در سامانه سیستم تسویه اوراق بهادار غیر ربوی (NSSSS)<sup>۴۳</sup> (بازار اولیه) به منظور فروش به روش مزایده‌ایکه فاقد قیمت پایه باشد انتشار می‌یابد. صادر کننده اوراق زمانی را برای پایان مزایده در نظر گرفته تا پیشنهادات رقابتی خریداران به منظور خرید دریافت شود. در پایان زمان مزایده، اوراق بر اساس قیمت پیشنهادی بالاتر به خریداران فروخته خواهد شد. از آنجاکه صادر کننده این اوراق (فروشنده) هیچگونه قیمتی را کمتر از قیمت اسمی از پیش تعیین نکرده و تمامی شرایط و ارکان بیع تحقق می‌یابد، معامله از نظر شرعی نیز صحیح و فاقد شبهه ربوی است. اوراق خریداری شده مجدداً می‌تواند در سامانه سیستم تسویه اوراق بهادار غیر ربوی (NSSSS) (بازار ثانویه) بصورت نقدی خریداری شود. در هر دو بازار (اولیه و ثانویه) اوراق بر اساس عقد بیع و بر اساس فرآیندهای مزایده معامله می‌شوند.

معاملات اوراق قرضه بدون ربا مستلزم وجود زیرساخت‌های فناوری اطلاعات از جمله زیر سیستم NSSSS، سامانه تسویه ناخالص<sup>۴۴</sup> (RTGS)، سامانه اتاق پایاپای الکترونیک<sup>۴۵</sup> (ACH)، سامانه تسویه اوراق بهادار الکترونیکی، شناسه حساب بانکی بین‌المللی (شبا) (IBAN)<sup>۴۶</sup>، گواهینامه دیجیتالی و امضای دیجیتالی (PKI) و دفترخانه‌های الکترونیک صادره کننده گواهی و امضای دیجیتالی خواهد بود. این اوراق می‌توانند بصورت ریالی یا ارزی در محیط وب و زیرسیستم NSSSS انتشار یابند. در بازار اولیه، این اوراق به قیمت اسمی توسط صادره کننده این اوراق بفروش می‌رسد. خریداران می‌بایست صرفاً دارای یکی از کارت‌های پذیرنده در شبکه شتاب و یا یکی از کارت‌های معتبر ارزی بین‌المللی (در صورت توافق) به منظور امکان احراز هویت مشتریان باشند. توسعه و گسترش شبا (IBAN) به منظور معامله این نوع از اوراق در سیستم NSSSS نیز می‌تواند به منظور پرداخت الکترونیک و سایر فرآیندهای بازپرداخت مورد استفاده قرار گیرند. پس از خرید این اوراق در بازار اولیه، بازار ثانویه این اوراق در سیستم NSSSS شکل می‌گیرد. مشتریان به منظور انجام سفته بازی می‌توانند در این بازار وارد شده و این اوراق را قبل از سررسید به قیمت‌های رقابتی پیشنهادی معامله نمایند. رکوردهای معاملاتی اشخاص اعم از حقیقی و حقوقی در سیستم NSSSS قابل رهگیری است. این اوراق در بازار ثانویه به بالاترین قیمت‌های پیشنهادی در دوره اول و دوم به فروش می‌رسند. نقش ACH و RTGS به منظور تسویه بین بانکی پرداخت‌های خرد و کلان بر مبنای IBAN اجتناب ناپذیر خواهد بود.

<sup>۴۲</sup> - بیژن بیدآباد و مهناز ربیعی، رابطه نرخ ارز و نرخ بهره در اقتصاد ایران (ارزیابی مجدد و توسعه نظریه مقداری پول). پژوهشنامه اقتصادی، بهار ۱۳۸۸، ۹ (۱) پیاپی ۳۲، صفحات ۶۷-۹۶. <http://www.bidabad.com/doc/nerkhe-arz-bahreh-1.pdf>

مهناز ربیعی، رابطه نرخ بهره و نرخ ارز در ایران، رساله دکتری اقتصاد، به راهنمایی بیژن بیدآباد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، تهران، ۱۳۸۵.

<sup>۴۳</sup> Non-Usury Scripless Security Settlement System (NSSSS)

<sup>۴۴</sup> Real Gross Settlement System (RTGS)

<sup>۴۵</sup> Automatic Clearing House (ACH)

<sup>۴۶</sup> International Bank Account Number (IBAN)

## خلاصه و نتیجه گیری

ابزارهای مالی اسلامی باید در بر گیرنده دو ویژگی اصلی باشند، نخست ویژگی غیرربوبی بودن آنها و دوم کارآمدی آنها از ابعاد قابلیت کاربرد در سیاست‌های پولی، تامین مالی و مدیریت نقدینگی مورد نیاز مقامات پولی، دولت و موسسات پولی و مالی اعم از بانکی و غیر بانکی. یکی از مهمترین ابزارهای تاثیرگذار بر مکانیزم بسط پولی توسط اوراق قرضه امکانپذیر است. عملیات بازار باز در خرید و فروش این اوراق می‌تواند از طریق تعدیل مکانیزم بسط پولی بر میزان نقدینگی و سایر متغیرهای پولی نظیر سطح عمومی قیمت‌ها و نرخ بهره و نتیجتاً عرضه و تقاضای کل در اقتصاد تأثیر بگذارد. دلیل وجود نرخ بهره در اوراق قرضه متعارف این اوراق ربوبی می‌باشند و فاقد وجهت شرعی در نظام بانکداری اسلامی هستند و عملاً استفاده از این ابزار توسط مقامات پولی منع قانونی دارد.

این مقاله ابزاری جایگزین برای اوراق قرضه معرفی می‌نماید تا علاوه بر خصوصیت غیرربوبی بتواند بطور کارآمد بر مکانیزم بسط پولی اثر گذارد، و امکان تامین مالی و مدیریت نقدینگی مورد نیاز بخش‌های پولی و بانکی اقتصاد را نیز مهیا سازد. بانک مرکزی به منظور اجرای سیاست‌های موثر از طریق مکانیزم بسط پولی می‌تواند با انتشار اوراق قرضه غیرربوبی در سیستم NSSSS نسبت به فروش این اوراق به قیمت اسمی و فاقد کوپن (بدون هرگونه سود) اقدام نماید. این اوراق می‌تواند توسط آن دسته از بانکهای تجاری، تخصصی و موسسات پولی غیر بانکی که دارای حسابهای ذخیره و احتیاطی تحت عنوان سپرده قانونی نزد بانک مرکزی هستند خریداری شوند. خرید اوراق، پایه پولی و به تبع حجم نقدینگی موجود در اقتصاد را در دوره مالی اول کاهش داده و به تبع در سررسید موجب افزایش حجم نقدینگی به همان میزان قبل خواهد شد. این اوراق می‌تواند در قالب اوراق خزانه توسط دولت به منظور اعمال سیاست‌های مالی منتشر و بازخرید شوند که در این صورت بانک مرکزی می‌تواند این اوراق را برای سیاست‌های پولی خود خریداری نماید. استفاده از مازاد منابع بانکها و سایر موسسات اقتصادی در صورت ضرورت (در زمان کسری نقدینگی برخی از موسسات پولی و بانکی) از طریق انتشار این اوراق توسط بانکها بدون هیچگونه تاثیری بر حجم نقدینگی به عنوان راه‌حلی برای برون رفت از هزینه ناشی از ریسک نقدینگی به منظور پوشش تعهدات و بدهی‌ها می‌تواند مورد استفاده واقع شود. این اوراق می‌تواند همچنین در قالب اوراق قرضه تجاری بدون ربا در صورت ارائه ضمانت‌نامه بانکی به عنوان تضمینی برای بازپرداخت و ایجاد موسسات صدور ضمانت‌نامه‌های دیجتالی منتشر شود.

بازار ثانویه این اوراق در محیط وب و در سیستم NSSSS با قابلیت ایجاد سازوکارهای مزایده بدون قیمت پایه و قبول قیمت‌های رقابتی پیشنهادی بالاتر برای این اوراق در دوره مزایده قابلیت خرید و فروش به این اوراق می‌دهد و میزان بازدهی اوراق براساس قیمت بازاری آن خواهد بود. هیچ قیمت پایه‌ای کمتر از قیمت اسمی برای این اوراق توسط صادر کننده در نظر گرفته نمی‌شود و قیمت‌های رقابتی پیشنهادی از سوی خریداران بر مبنای تقابل نرخ بهره و نرخ تورم مورد انتظار و به بیان دیگر نرخ بهره طبیعی انتظاری در دوره‌های اول و دوم شکل می‌گیرد. از طرفی سازوکار مبادلاتی طراحی شده برای این اوراق موجب کارایی بازار و همگرایی بازدهی این اوراق با بازدهی بخش حقیقی خواهد شد.

## منابع

- بیدآباد، بیژن و عبدالرضا هرسینی، تحلیل فقهی - اقتصادی ربا در وامهای مصرفی و سرمایه گذاری و کاستیهای فقه متداول در کشف احکام شارع. ارائه شده به همایش دوسالانه اقتصاد اسلامی، پژوهشکده اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس، ۱۳۸۲. <http://www.bidabad.com/doc/reba-fa.pdf>
- بیدآباد، بیژن، مبانی عرفانی اقتصاد اسلامی، پول، بانک، بیمه و مالیه از دیدگاه حکمت. پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ایران، ۱۳۸۳، تهران. <http://www.bidabad.com/doc/mabani-erfani-eqtasade-islami.pdf>
- بیدآباد، بیژن (۱۳۷۳) یک دهه تحولات نظام بانکی در ایران، مجله مجلس و پژوهش شماره نهم، سال دوم، خرداد، صفحات ۵۲-۱۷. <http://www.bidabad.com/doc/yek-daheh-tahavolat.pdf>
- بیدآباد، بیژن و مهناز ربیعی، رابطه نرخ ارز و نرخ بهره در اقتصاد ایران (ارزیابی مجدد و توسعه نظریه مقداری پول). پژوهشنامه اقتصادی، بهار ۱۳۸۸، ۹ (۱) پیاپی ۳۲، صفحات ۶۷-۹۶. <http://www.bidabad.com/doc/nerkhe-arz-bahreh-1.pdf>
- بیدآباد، بیژن، تثبیت ادوار تجاری با بانکداری مشارکت در سود و زیان و اقتصاد اخلاق <http://bidabad.com/doc/pls-business-cycles.pdf>
- کمیجانی، اکبر و بیژن بیدآباد (۱۳۷۱) سیاستهای پولی مناسب جهت تثبیت فعالیتهای اقتصادی در ایران، مرحله اول، وزارت امور اقتصادی و دارایی، معاونت امور اقتصادی. <http://www.bidabad.com/doc/siyasathayepooli-vol1.pdf>
- مهناز ربیعی، رابطه نرخ بهره و نرخ ارز در ایران، رساله دکتری اقتصاد، به راهنمایی بیژن بیدآباد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، تهران، ۱۳۸۵.
- محمد علی انصاری، موسوعه فقهیه، ناشر، مجمع فکر اسلامی چاپ اول، ۱۴۲۷ قمری، چاپخانه، ظهور قم.
- Bidabad, Bijan (1994) General Monetary Equilibrium, <http://www.bidabad.com/doc/monetary-ed8.pdf>
- Azizi bin Che Seman, "Bay' al-Dayn, Bay' al-'Inah and IPDS in the Malaysian Islamic Capital Market", [http://myais.fsktm.um.edu.my/7491/1/Bay'\\_al-Dayn,\\_al-'Inah\\_and\\_IPDS\\_in\\_the\\_Malaysian\\_Islamic\\_Capital\\_Market.pdf](http://myais.fsktm.um.edu.my/7491/1/Bay'_al-Dayn,_al-'Inah_and_IPDS_in_the_Malaysian_Islamic_Capital_Market.pdf)
- Bidabad, Bijan, Economic-juristic analysis of usury in consumption and investment loans and contemporary jurisprudence shortages in exploring legislator commandments. Proceeding of the 2<sup>nd</sup> International Islamic Banking Conference. Monash University of Malaysia. 9-10 September 2004. Reprinted in: National Interest, Journal of the Center for Strategic Research, Vol. 2, No. 1, winter 2006, pp. 72-90. Tehran, Iran. <http://www.bidabad.com/doc/reba-en.pdf>
- <http://banki.ir/akhbar/205-gozaresh/1446-markazi3>
- <http://www.econews.ir/fa/NewsContent.aspx?id=108111>
- Wahbah Zuhayli, Al-Fiqh al-Islami wa Adillatuh, 3<sup>rd</sup> ed., Vol. 4, Damascus: Daral-Fikr.
- Muhammad Wafa, Abraz suwar al-buyu al-fasidah, Egypt, 1984.
- Al-Sadiq 'Abd al-Rahman al-Gharyani, Al-Mu'amalat Ahkam wa Adillah, 2<sup>nd</sup> ed., 1992, pp. 190
- Muhammad Tawfiq Ramadan al-Buti, Al-Buyu' al-Sha'iah wa Athar Dawabit al-Mabi ala Shar'iyatiha, Beirut: Daral-Fikr al-Mu'asir, 1998, pp.370-378.
- Muhammad Arham, "Islamic perspectives on marketing", Journal of Islamic Marketing Vol: 1 Issue: 2, 2010.
- Fouad H. Al-Salem, Islamic financial product innovation, International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management Volume: 2, Issue: 3, 2009.