

# بررسی فقهی - اقتصادی

## ابزارهای جایگزین

### اوراق قرضه

سیدعباس موسویان



همین اساس است که قانون بانکداری ایران نیز بر مسؤولیت سامان‌دهی کنترل و هدایت گردش پول و اعتبار به عنوان یکی از وظیفه‌های نظام بانکی به روشنی اشاره دارد.<sup>۲</sup>

بانکهای مرکزی برای دست‌یابی به هدفهای سیاستهای پولی (رسیدن به رشد و اشتغال قابل قبول و تثبیت سطح عمومی قیمت‌ها و پدیدآوردن تعادل در موازنه پرداختهای خارجی) ابزارهای گوناگونی در اختیار دارند که در طول زمان دستخوش دگرگونی‌هایی گردیده و روزبه‌روز تکامل یافته‌اند. به طوری که

یکی از نقشهای مهم نظام بانکی و به اعتقاد شماری، مهم‌ترین نقش آن کنترل و هدایت متغیرهای اساسی اقتصاد کلان از راه اجرای سیاستهای پولی است. تجربه سالهای اخیر، نشان می‌دهد کشورهایی که با درپیش گرفتن سیاستهای خردمندانه، بیش‌ترین توجه را به رفتار عرضه پول داشته‌اند، کم‌ترین بی‌ثباتی را در درآمد اسمی داشته‌اند. برعکس آنانی که کم‌ترین توجه را به سیاست پولی داشته‌اند، بیش‌ترین نوسانها را در درآمد اسمی تجربه کرده‌اند.<sup>۱</sup> و بر

### عملیات بازار باز

مقامهای بانک مرکزی از عملیات بازار باز، که عبارت است از: خرید و فروش اوراق قرضه دولتی توسط بانک مرکزی، برای کنترل حجم نقدینگی استفاده می کنند. زمانی که اقتصاد به جهت عرضه کم پول، با نرخ بهره بالا روبه روست و مؤسسه های تولیدی و تجاری با کمبود نقدینگی دست به گریبانند، بانک مرکزی به خرید اوراق قرضه دولتی از مردم می پردازد و به این وسیله، پایه پولی (ذخایر بانکهای تجاری و اسکناس و مسکوکات در دست مردم) را افزایش می دهد. در نتیجه، عرضه پول افزایش یافته، نرخ بهره ها کاهش می یابد، به دنبال آن مشکل نقدینگی حل شده، سرمایه گذاری و رشد اقتصادی افزایش می یابد. در برابر، زمانی که اقتصاد به جهت بالا بودن حجم نقدینگی با تورم روبه روست، بانک مرکزی با فروش اوراق قرضه، به جمع آوری نقدینگی و کاهش تقاضای کل و در نتیجه پایین آمدن سطح عمومی قیمتها می پردازد.

پاره ای از آنها چون: تغییر نرخ ذخیره قانونی، تغییر نرخ تنزیل مجدد، عملیات بازار باز، و کنترل کمی و کیفی اعتبارات، در ادبیات بانکداری به عنوان ابزارهای استاندارد جای باز کرده و در بیش تر کشورهای جهان مورد عمل واقع شده اند.

بعد از پیروزی انقلاب اسلامی هماهنگ با دگرگونیهای قانون عملیات بانکی ایران، ابزارهای سیاست پولی نیز دگرگون گردید و در این راستا «عملیات بازار باز» که امروزه مهم ترین ابزار سیاست پولی به حساب می آید، با مشکل قانونی روبه رو گردیده و از جریان خارج شد. به دنبال این دگرگونی، صاحب نظران پول و بانکداری و اقتصاددانان مسلمان به فکر طراحی ابزارهای جدیدی افتادند.

نوشتار حاضر پس از روشنگری جایگاه و اهمیت عملیات بازار باز (خرید و فروش اوراق قرضه) در انجام سیاستهای پولی، به نقد و بررسی ابزارهای پیشنهاد شده جهت جایگزینی با آن ابزار پرداخته و در پایان ابزار جدیدی معرفی می کند.

### اهمیت عملیات بازار باز

جهت سرعت و انعطاف فوق العاده می تواند هر زمان و به هر اندازه ای که لازم تشخیص داده شود، مورد استفاده قرار گیرد. بانک مرکزی با فروش اوراق قرضه به بانکهای تجاری، ذخایر آنها و در نتیجه قدرت وام دهی آنها را به هر مقدار که بخواهد کاهش می دهد، همان گونه که با فروش اوراق به مردم، قدرت خرید آنان را به گونه مستقیم کاهش می دهد و بر عکس چنانچه بانک مرکزی در نظر داشته باشد، قدرت وام دهی بانکها را افزایش دهد و یا قدرت خرید مردم را بالا ببرد، نسبت به خرید اوراق قرضه اقدام می کند. به همین جهت، عملیات بازار باز افزون بر سامان دهی سیاستهای پولی و اعتباری بلندمدت برای رویارویی با بحرانهای تورمی کوتاه مدت و جبران کسریهای بودجه مقطعی مورد استفاده قرار می گیرد.

و به طور دقیق به این لحاظ است که از سال ۱۹۷۰ به بعد، در کشورهایی چون امریکا، هیچ گونه استفاده کارا و اثرگذاری از نرخ تنزیل به عمل نیامده است. بلکه می گذارند نرخ تنزیل از

تا چند دهه پیش از این، دست اندرکاران بانکهای مرکزی، فکر می کردند سیاست تنزیل از همه مهم تر است. عقیده بر این بود: بانکها سفته های مشتریان خود را تنزیل کنند و سپس آنها را برای دریافت وجه نقد جدید به بانکهای مرکزی بسپارند، با این هدف که بانکهای تجاری، هیچ گاه در تأمین اعتبار برای تولید کنندگان و تجار دچار بی پولی نشوند و سیاست گذاران نیز بتوانند با دگرگونیهای نرخ تنزیل مجدد، حجم اعتبارات بانکی و به دنبال آن حجم پول اقتصاد را کنترل و هدایت کنند. لکن در عمل دیده شد، به ابزار روان و سریع تری احتیاج است. سیاست تغییر نرخ تنزیل مجدد، گرچه از جهت زمان تأثیر گذاری بر تغییر نرخ ذخیره قانونی، برتری دارد، لکن خود با تأخیر زمانی درخور توجهی اثر می گذارد. در نتیجه، توان رویارویی سریع با ادوار تجاری را ندارد و این در حالی است که ابزار عملیات بازار باز به

قرضه، متعهد است در سررسید یا سررسیدهای معین، افزون بر اصل مبلغ اسمی، بهره آن را به دارنده اوراق بپردازد.

بنابراین، وقتی دولت جهت تأمین اعتبار یک طرح تولیدی یا دفاعی، اوراق قرضه نشر می‌دهد، فروش آن به بانکهای تجاری یا مردم، به معنی گرفتن قرض با بهره خواهد بود و اگر خریدار تا سررسید معین صبر کرده و در آن تاریخ مراجعه کند و مبلغ آن را همراه بهره از دولت بگیرد، به معنی ستاندن دین و بهره خواهد بود. اما اگر خریدار قبل از سررسید، به فروش اوراق یادشده دست یازد، این فروش به معنای فروش دین یا تنزیل است. روشن است که این عملیات از اول تا آخرش از نظر فقه اسلامی حرام و باطل است، چون خرید و فروش ابتدایی اوراق مصداق روشن قرض با بهره و رباست و خرید و فروش ثانوی نیز تنزیل دین ناشی از رباست و هر دو حرام و باطل هستند. بنابراین، عملیات بازار باز به شکلی که در کشورهای سرمایه داری جریان دارد،

نرخ بهره بازار پیروی کند، و به این معنی: پس از آن که عملیات بازار باز نرخ بهره بازار را افزایش داد، بانکهای تجاری می‌کوشند بیش از پیش از فدرال رزرو استقراض کنند و این امر سبب می‌شود فدرال رزرو نرخ تنزیل را افزایش داده تا با بازار هماهنگ شود.<sup>۳</sup>

### ماهیت حقوقی عملیات بازار باز

چنانچه گذشت، عملیات بازار باز عبارت است از خرید و فروش اوراق قرضه دولتی، به این بیان که بانک مرکزی در شرایط تورمی، برای کاهش نقدینگی و یا جبران کسری بودجه دولت، به فروش اوراق قرضه پرداخته، به این ترتیب از مردم و بانکهای تجاری قرض با بهره می‌گیرد و در روزگار ایستایی و کساد بازار، با خریدن اوراق یاد شده، اسناد بدهی دولت را جمع‌آوری می‌کند. برابر قانون ورقه قرضه، برگه بهادار درخور معامله‌ای است که شناسای مبلغی وام، با بهره معین است که تمامی یا اجزای آن در زمان یا زمانهای معین بازگردانده می‌شود.<sup>۴</sup> و ناشر ورقه

در سال ۱۳۴۶، بانک کشاورزی اوراق قرضه با سررسید سه و پنج ساله با نرخ بهره ۵/۶ و ۷ درصدی به ارزش ۱/۵ میلیارد ریال منتشر کرد و میزان کمی توسط مردم و مؤسسات خصوصی خریداری و بقیه به بانکها و مؤسسات دولتی فروخته شد. در این سال به وزارت دارایی نیز اجازه داده شد جهت تأمین اعتبار برای بنیه دفاعی ۱۰ میلیارد ریال اوراق قرضه منتشر کند، ولی به علت استقبال نکردن مردم، تمامی آنها توسط بانک مرکزی خریداری گردید.

از سال ۱۳۴۷ به بعد، دولت گاه جهت بازپرداخت اوراق پیشین و گاه جهت تأمین مالی پاره ای طرحهای عمرانی و دفاعی، مقداری اوراق قرضه منتشر کرده است، لکن بیش تر آنها از سوی نظام بانکی جذب گردیده است. در مرداد ۱۳۴۹، به موجب قانون، بانکهای کشور ملزم به خرید اوراق قرضه شدند و مقرر شد معادل ۱۶ درصد از افزایش سپرده های دیداری و غیردیداری خود را در طول سال یاد شده به شکل اوراق قرضه

نمی تواند در کشورهای اسلامی از جمله جمهوری اسلامی ایران، جریان یابد.

### تجربه عملیات بازار باز در ایران

پیش از پیروزی انقلاب اسلامی، اگرچه مشکل قانونی برای انتشار اوراق قرضه و استفاده از آن به عنوان ابزاری جهت کنترل و تنظیم نقدینگی وجود نداشت، لکن تحقیقات نشان می دهد نظام بانکی تجربه موفقی در به کارگیری عملیات بازار باز به عنوان ابزار سیاست پولی نداشته است.

برای نخستین بار اوراق قرضه در سال ۱۳۲۰ به مبلغ چهارصد میلیون ریال با سررسیدهای چهارماه منتشر شد، لکن به جهت استقبال نکردن مردم، لغو گردید. در سال ۱۳۳۰ اوراق قرضه های یک صد ریالی، به ارزش دو میلیارد ریال، با بهره ۶ درصد منتشر گردید و برای تشویق مقرر گردید این اوراق بابت مالیات، عوارض و سایر دیون از طرف دولت قبول گردد. این اوراق عمدتاً به جهت حساسیت مسائل سیاسی مورد استقبال قرار گرفت.

نگهداری کنند.

در دهه ۱۳۵۰، حجم کل اوراق قرضه ای که سیستم بانکی می باید در برابر دگرگونیهای کل سپرده ها خریداری کند، بارها دگرگون شد.

در سال ۱۳۵۰ به دلیل افزایش درآمدهای نفتی، خرید اوراق از سوی بانکها متوقف گردید، ولی در سال ۱۳۵۲ به دلیل در پیش گرفتن سیاستهای انقباضی، بانکها عهده دار شدند معادل ۵۰ درصد از افزایش سپرده های مدت دار را به صورت اسناد خزانه یا اوراق قرضه دولتی، نزد بانک مرکزی به ودیعه بگذارند.

در پایان سال ۱۳۵۳ و به دنبال افزایش درآمدهای نفتی، نسبت خرید اوراق قرضه بابت افزایش سپرده های غیردپداری به ۳۰ درصد کاهش یافت؛ اما در سال ۱۳۵۴ دوباره به ۴۵ درصد رسید و تا پایان سال ۱۳۶۲ در این سطح باقی ماند.

بعد از پیروزی انقلاب اسلامی، جز در سال ۱۳۵۸ اوراق قرضه صرفاً به منظور اجرای تکالیف بانکها و جایگزینی اوراق قرضه سررسیده و

جایزه اوراق قرضه در جریان، انتشار یافت و نقشی در تأمین کسری بودجه دولت نداشته است. پس از تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا در سال ۱۳۶۳، الزام بانکها به خرید اوراق قرضه لغو گردید و به بخش خصوصی نیز اوراق جدیدی ارائه نگردید. برابر آخرین مصوبه شورای پول و اعتبار، بانکهای تجاری عهده دار شده اند از ابتدای سال ۱۳۷۰، معادل ۳۶ درصد از منابع خود (مانده سپرده های قرض الحسنه، جاری و پس انداز) را به خرید اوراق قرضه دولتی اختصاص دهند.

### علتهای موفق نبودن عملیات

#### بازار باز در ایران

شرط اصلی موفقیت بانک مرکزی در استفاده از عملیات بازار باز، وجود بازار پیشرفته اوراق بهادار، بویژه اوراق قرضه است، تا بانک مرکزی بتواند هر موقع که لازم بداند با پیشنهاد قیمتهای جدید به مقدار دلخواه، به خرید یا فروش اوراق قرضه بپردازد و این شرط، به دلایل زیر هیچ وقت در

به عنوان ابزاری برای کنترل حجم نقدینگی در اختیار بانک مرکزی قرار می گیرد. از آن جایی که در ایران رقم اصلی تأمین بودجه از طریق درآمدهای حاصل از فروش نفت بود، تنها در سالهایی که دولت در فروش نفت و کسب درآمدهای مورد نظر با مشکل روبه رو می شد به این سمت کشیده می شد و در نخستین فرصت در صدد جمع آوری اوراق فروخته شده بر می آمد.

عوامل بالا و وجود عوامل سیاسی و اجتماعی دیگر، مانع شکل گیری بازار متشکلی برای اوراق قرضه گردید و روشن است که با نبود چنین بازاری، امکان بهره گیری از ابزار عملیات بازار باز نخواهد بود.

### بایستگی طراحی ابزار یا

#### ابزارهای مناسب برای

#### جایگزینی عملیات بازار باز

چنانچه گذشت، عملیات بازار باز، مهم ترین ابزار سیاست پولی به حساب می آید؛ یعنی دقیق ترین ابزار

ایران پا نگرفت.

۱. ناسازگاری ماهیت اوراق قرضه با اعتقادات دینی، مردم ایران به جهت پایبندی به تعالیم اسلام، سعی می کنند تا جایی که می توانند از معاملات ربوی اجتناب نمایند و از طرق مجاز شرعی به سرمایه گذاری و کسب درآمد بپردازند.

۲. نداشتن سود مناسب، تا قبل از تصویب عملیات بانکداری بدون ربا، نرخ بهره پرداختی به اوراق قرضه ۲، ۳، ۵ و ۷ ساله به ترتیب معادل ۹/۵، ۹، ۱۰، ۱۰/۵ درصد بود. این نرخ در بیش تر سالها پایین تر از نرخ تورم بود. در نتیجه خریدار اوراق قرضه، یا در واقع ضرر می کرد و یا سود ناچیزی به دست می آورد. در نتیجه سرمایه گذاری در اوراق قرضه در برابر معاملات دیگر، چون بورس بازی روی زمین، برتری نداشت.

۳. نبود انگیزه از طرف سیاست گذاران، چنانچه گذشت اوراق قرضه ابتدا به عنوان ابزاری برای تأمین مسالی طرحهای ویژه و تأمین کسری بودجه منتشر می گردد و سپس در مرحله بعد،

این نوشتار، با نقد و بررسی ابزارهای پیشنهاد شده، ابزار دیگری ارائه می‌گردد، لکن مناسب است ابتدا اصول و معیارهایی، که در طراحی ابزارهای جدید لازم است، مراعات شود و مورد توجه قرار گیرد.

### اصول و معیارها در طراحی ابزارهای جایگزین

از آن جا که مسائل پولی، بویژه ابزارهای مالی از حساسیت فوق العاده‌ای برخوردارند، لازم است در طراحی اوراق جایگزین اوراق قرضه دولتی، جهت به کارگیری در عملیات بازار باز، بیش‌ترین دقت انجام گیرد تا از پیشامد هرگونه مشکلی و بروز هرگونه بن‌بستی، به اندازه امکان، جلوگیری شود. بر این اساس، به نظر می‌رسد اوراق یاد شده بایستی افزون بر شرط غیر ربوی بودن، ویژگیهای زیر را داشته باشند.

۱. شایستگی تأمین اعتبار مالی، اوراق جایگزین، بایستی به گونه‌ای باشند که دولت بتواند از راه فروش آنها طرح یا طرحهای مشخصی را تأمین اعتبار مالی کند.

برای سیاستهای بلندمدت و تنها ابزار کارآمد برای رویارویی با بحرانهای کوتاه مدت و مقطعی است. لکن با تصویب قانون عملیات بانکداری بدون ربا و حذف فعالیتهای مبتنی بر بهره، از جمله انتشار و خرید و فروش اوراق قرضه، این ابزار، در عمل مشکل قانونی پیدا کرد. در قانون جدید، اگرچه ابزارهای دیگری برای بانک مرکزی در نظر گرفته شده است، لکن همه آنها خاصیت ابزارهای دیگر را دارند و هیچ یک شایستگی جایگزینی عملیات بازار باز و خرید و فروش اوراق قرضه را ندارند. این در حالی است که همه صاحب نظران مسائل بانکداری وجود چنین ابزاری را برای رویارویی با بحرانهای مقطعی و بهره گرفتن از آن را برای سیاست گذاری و برنامه ریزی بلندمدت، ضروری می‌دانند.

بر این اساس است که اقتصاددانان مسلمان و کارشناسان بانکداری به فکر طراحی ابزارهای مناسب، جهت جایگزینی اوراق قرضه افتاده اند و تا کنون ابزارهایی ارائه کرده اند. در ادامه



خرید و فروش اولی و ثانوی، چگونگی رسیدگی به اختلافهای احتمالی، به طور دقیق روشن باشد.

ج. اوراق بایستی شایستگی تجدید انتشار در سر رسید داشته باشند، تا بتوان در سر رسید اوراق قبلی، اوراق جدیدی را منتشر و جایگزین آنها کرد.

د. منابع مالی حاصل از فروش اوراق از امنیت کافی، گرچه از راه پوششهای مختلف بیمه برخوردار باشند. حال با توجه به اصول و معیارهای بالا به بررسی اوراق پیشنهاد شده می پردازیم:

چند نوع ابزار مالی جهت جایگزینی اوراق قرضه دولتی از طرف اندیشه وران مسلمان ارائه شده که به بررسی یک یک آنها می پردازیم.

۱. اوراق قرضه بدون بهره دولتی  
شاید نخستین و ساده ترین پیشنهاد، انتشار و خرید و فروش اوراق قرضه بدون بهره دولتی باشد، به این صورت که دولت برای تأمین اعتبار لازم جهت انجام طرح یا طرحهای مشخصی که دارای زوایای ارزشی و معنوی هستند،

۲. شایستگی برای ابزار سیاست پولی، اوراق یاد شده بایستی به گونه ای باشند که بانک مرکزی بتواند با خرید و فروش آنها، به افزایش و کاهش حجم پول و نقدینگی در اقتصاد پردازد.

۳. شایستگی تشکیل بازار، اوراق بایستی چنان طراحی شوند که اعتماد مردم به آنها جلب شود، به گونه ای که در عمل، بازاری فعال برای خرید و فروش آنها شکل گیرد. برای این هدف، طراحان اوراق لازم است به موارد زیر توجه داشته باشند:

الف. اوراق باید دارای عنصر انگیزشی برای مردم باشند، تا مردم و مؤسسه های بخش خصوصی، دست به کار خرید و فروش آن شوند. و این عنصر، شایستگی دگرگونی داشته باشد، تا بتوان با دگرگونی آن، مقدار خرید یا فروش مورد نظر را تأمین کرد.

ب. اوراق باید از جهت مسائل حقوقی مالی دارای قاعده و معیار روشن باشند؛ یعنی مسائل مربوط به اصل مبلغ پرداختی، سود حاصله، زمان و مکان پرداخت، چگونگی

روشنی دارد که از آن فراتر نخواهد رفت به این معنی که در جامعه‌های اسلامی، براساس تعالیم اسلام، افراد می‌خواهند بخشی از دارایی خود را برای کمک به محرومان و حمایت از طرح‌های خیرخواهانه به کار برند و روشن است که اگر دولت بتواند اعتماد مردم را به دست آورد، مردم از خرید اوراق یاد شده استقبال خواهند کرد و وجود سازمانها و نهادهایی چون صندوقهای قرض الحسنه، حسابهای قرض الحسنه بانکها، کمیته امداد امام خمینی و مراسمهایی چون جشن نیکوکاری و جشن عاطفه‌ها، شاهد این ادعاست. لکن باید توجه داشت که بالاترین و بیشترین استقبال مردم در همین حدود خواهد بود.

مسئله‌ای که خیلی اهمیت دارد، این است که این اوراق شایستگی برای ابزار سیاست پولی ندارند، چرا که در این اوراق عنصر انگیزشی حس خیرخواهی و معنوی انسانهاست که تغییر دادن آن، نخست آن که، خیلی بلند مدت و دو دیگر، خارج از کنترل بانک مرکزی است، در نتیجه اگر بانک

دست به کار انتشار اوراق قرضه بدون بهره شود، در اختیار افراد نیکوکار قرار دهد و منابع حاصله را در طرحهای سودمند برای همگان چون ساختن بیمارستان در مناطق محروم، ساختن جاده، پل و شبکه‌های آبرسانی و ... به کارگیرد، سپس قیمت آنها (مبالغ اسمی اوراق قرضه بدون بهره) را کم کم از راه فروش طرحها یا از راه بودجه عمومی دولت بازپرداخت کند.

صاحبان اوراق می‌توانند آنها را به اشخاص دیگر بفروشند و یا صبر کنند تا در سر رسید، مبلغ پرداختی خود را از دولت بگیرند. به این اوراق بهره‌ای تعلق نمی‌گیرد، لکن دولت می‌تواند جهت تشویق مردم، جایزه‌هایی به خریداران پردازد.

ارزیابی اوراق قرضه بدون بهره

این اوراق به آن ترتیب که ذکر شد از نظر فقهی مشکلی ندارد و در حقیقت خریداران اوراق تا سر رسید معین، مبلغی را به صورت قرض الحسنه در اختیار دولت می‌گذارند تا در طرحهای مفید برای همگان به کار گرفته شود. لکن از جهت استقبال مردم، اندازه

محققان پیشنهاد داده‌اند،<sup>۷</sup> این اوراق همانند بیمه بیکاری برای تشبیت تابع تقاضای کل و به عنوان ابزاری برای سیاست مالی به کار رود. همان طور که در شرایط رکودی بیمه بیکاری (دادن دستمزد برای اشخاصی که شغل خود را از دست داده‌اند) مانع کاهش تابع تقاضای کل می‌گردد و در شرایط رونق و تورمی، گرفتن حق بیمه بیکاری از افراد شاغل مانع رشد بی‌رویه تابع تقاضای کل می‌گردد، در شرایط رکودی که افراد زیادی بیکار و نیازمند گردیده‌اند، زمینه برای خیر و نیکوکاری بیش‌تر است، در نتیجه افراد ثروتمند بیش‌تر به خرید این اوراق جهت حمایت از محرومان و نیازمندان خواهند پرداخت. در نتیجه یک نوع توزیع نوی در جامعه شکل می‌گیرد و مانع کاهش خیلی زیاد تابع تقاضای کل می‌گردد و برعکس در شرایط رونق و تورمی که اشتغال و درآمدها بالاست زمینه برای خرید و نیکوکاری کم‌تر می‌شود، در نتیجه توزیع دوباره، کم‌تر صورت می‌گیرد و این مانع افزایش بی‌رویه تابع تقاضای کل می‌گردد.

مرکزی بخواهد در شرایط تورمی بیش‌تر از مقدار معمول اوراق قرضه بدون بهره بفروشد، تا نقدینگی را جذب کند، راهی برای انگیزاندن مردم ندارد، چون در این شرایط مردم برای حفظ ارزش ثروت و دارایی خود، سعی خواهند کرد اوراق قرضه‌هایی هم که در دست دارند، بفروشند و دارایی خود را به صورت کالاهای با دوام نگهدارند، همان‌گونه که در حالت رکودی نیز، بانک مرکزی که قصد خرید اوراق و تزریق پول را در جامعه دارد، باز موفق نیست، زیرا صاحبان اوراق قرضه بدون بهره، انگیزه‌ای برای فروش ندارند، بلکه برعکس سعی خواهند کرد در آن شرایط دارایی خود را به صورت اوراق نگهداری کنند.

نتیجه این که اوراق قرضه بدون بهره، نه تنها شایستگی برای ابزار سیاست پولی (کنترل حجم پول) ندارد، بلکه پدیده‌ای است که به صورت طبیعی در خلاف جهت سیاست پولی عمل می‌کند.

به نظر می‌رسد چنانچه بعضی از

## ۲. اوراق خرید نسیه دولتی

دومین پیشنهادی که از زوایای بسیار، بمانند اوراق قرضه است، اوراق خرید نسیه دولتی است. به این صورت که بانکهای تجاری و تخصصی، همچنین سایر مؤسسات پولی و اعتباری، می توانند کالاهای سرمایه ای مورد نیاز برای طرحهای عمرانی یا دفاعی دولت را خریداری و به صورت مدت دار (نسیه) به دولت بفروشند و دولت در برابر خرید آنها، به جای پول نقد، اسنادی که حاکی از بدهی مدت دار دولت به فروشنده است در اختیار بانک قرار می دهد، سپس دولت از راه فروش آن طرحها یا از راه بودجه عمومی، قیمت کالاهای خریداری شده را کم می پردازد و اسناد بدهی خود را جمع آوری می کند. بانکها و مؤسسات اعتباری طرف قرارداد دولت، می توانند تا سر رسید اسناد صبر کنند و می توانند کل یا بخشی از آنها را به مردم بفروشند (تنزیل کنند)، حال بانک مرکزی می تواند برای اجرای سیاست پولی اقدام به عملیات بازار باز از راه خرید و

فروش این اسناد و اوراق خرید نسیه دولتی کند. به این صورت که هر وقت احساس کرد قدرت اعطای تسهیلات بانکهای تجاری کاهش یافته و حجم نقدینگی در دست مردم کم است، به خرید اوراق یاد شده از بانکهای تجاری و مردم می پردازد. در نتیجه، قدرت اعطای تسهیلات بانکها و حجم نقدینگی مردم بالا می رود و برعکس در شرایط تورمی، با فروش این اوراق به بانکها و مردم قدرت اعطای تسهیلات بانکها و حجم نقدینگی بخش خصوصی را کاهش می دهد.

## ارزیابی اوراق خرید نسیه دولتی

این اوراق از زوایای گوناگون، در خور بررسی و ارزیابیند. از جهت کارایی، شایستگی زیادی برای جایگزینی اوراق قرضه دارند؛ چرا که دولت می تواند قلمهای زیادی از هزینه های عمرانی یا دفاعی خود را که در نظام سرمایه داری از راه فروش اوراق قرضه تأمین مالی می کرد، حال از راه خرید نسیه و دادن اوراق خرید نسیه تأمین کند و از آن جایی که قیمت

در بخش حقیقی اقتصاد می‌گردد، در نتیجه هیچ اثر سویی در اقتصاد به بار نمی‌آورد، و از این جهت بر اوراق قرضه برتری دارد که در خیلی از موارد منابع حاصل از فروش آنها صرف هزینه‌های جاری دولت، یا بازپرداخت اوراق قرضه سررسید شده قبلی می‌گردد. لکن به خلاف اوراق قرضه، شایستگی تجدید انتشار جهت بازپرداخت اوراق سررسید شده قبلی را ندارند، چون هر ورقه خرید نسبه‌ای بایستی حاکی از خرید کالای جدیدی باشد و گرنه سند، صوری می‌گردد و ماهیت ربوی پیدا می‌کند.

از نظر فقهی، معامله اول این اوراق هیچ مشکل شرعی ندارد و در حقیقت بیانگر فروش نسبه‌ای کالا از طرف بانک به دولت و گرفتن سند مالی در برابر آن است. اما معامله دوم، یعنی تنزیل اسناد نزد مردم یا بانک مرکزی را اگر به معنی استقراض و حواله بدانیم، به این معنی که بانک تجاری از بانک مرکزی یا مردم استقراض کرده و با دادن سند مالی دولت (اوراق خرید نسبه) بازپرداخت قرض را به دولت

نسبه کالاها، با قیمت نقد آن ناسانی و فرق دارد، سودی برای بانک طرف معامله دولت حاصل می‌شود و این انگیزه می‌شود تا بانکها و مؤسسات اعتباری داوطلبانه وارد چنین معامله‌ای با دولت شوند و با تغییرات نرخ نسبه (درصد اختلاف قیمت خرید نقد و نسبه کالاها) انگیزه بانکها و مؤسسات اعتباری کم و زیاد می‌شود. بانکها نیز وقتی اوراق یاد شده را به مردم می‌فروشند (پیش مردم تنزیل می‌کنند) از آن جایی که قیمت فروش اوراق پایین‌تر از مبلغ اسمی اوراق است و سودی از این سوی مردم حاصل می‌شود، مردم انگیزه برای خرید پیدا می‌کنند و هر چه مبلغ این سود (نرخ تنزیل) بیش‌تر باشد، تقاضای بیش‌تر شکل می‌گیرد. بانک مرکزی می‌تواند از این متغیر استفاده کرده، به مقداری که سیاست پولی اقتضا می‌کند، از مردم و بانکها اوراق خرید نسبه خریداری کرده، یا به آنان اوراق یاد شده را بفروشد.

چنانکه روشن است منابع حاصل از این اوراق، همیشه تبدیل به سرمایه‌گذاری

حواله می‌کند، در این صورت، تنزیل ماهیت قرض با بهره پیدا کرده و به اتفاق همه فقها حرام و باطل است. اما اگر تنزیل را از باب فروش دین بدانیم بین فقها محل خلاف است. شماری از بزرگان چون امام خمینی<sup>۸</sup> و آیت‌الله خامنه‌ای<sup>۹</sup> فروش سفته و برات و هر سند مالی را به شخص ثالث به کم‌تر از مبلغ اسمی جایز نمی‌دانند، برخی دیگر چون آیت‌الله گلپایگانی<sup>۱۰</sup> و اراکی<sup>۱۱</sup> فروش سفته را در صورتی که حاکی از بدهی حقیقی باشد (سند صوری نباشد) جایز می‌دانند.

نتیجه این که چنین ابزاری که تنها به نظر شماری از فقها جایز است، نمی‌تواند ملاک عمل نظام بانکی باشد، چون بانک مؤسسه‌ای است که با کل افراد جامعه پیوند دارد و بایستی عملیات آن به اتفاق همه مراجع صحیح باشد. افزون بر این که این ابزار با روح بانکداری اسلامی، که منادی مشارکت صاحبان سرمایه، با صاحبکاران اقتصادی در پی آمدهای طرحها و پروژه‌های مالی است، ناسازگاری دارد و در این مسأله بین دولت و بخش

### ۳. اوراق مضاربه دولتی

سومین پیشنهاد جهت جایگزینی اوراق قرضه دولتی، انتشار اوراق مضاربه دولتی است به این صورت که دولت اسناد مالی را زیر عنوان «اوراق مضاربه» منتشر می‌کند و در اختیار بانک مرکزی می‌گذارد و بانک مرکزی آنها را تا یک مقطع زمانی مشخصی به قیمت اسمی به بانکهای تجاری و مردم می‌فروشد و منابع حاصل از فروش (قیمت اسمی اوراق فروش رفته) را در

دروغین قیمت کالا یا کالاهای معینی مبارزه کرده، دو دیگر سرمایه‌های مالی مردم را به کار گرفته و از پدید آمدن جریان بورس بازی جلوگیری کرده است. در شکل دوم، دولت برای تأسیس فروشگاه‌هایی چون فروشگاه زنجیره‌ای رفاه اوراق مضاربه بلند مدت انتشار می‌دهد با فروش آنها در موضوع بازرگانی سرمایه‌گذاری می‌کند و در آخر هر سال مالی سود حاصل از فعالیت را محاسبه کرده بعد از کسر سهم عامل (دولت) باقی مانده را بین صاحبان اوراق تقسیم می‌کند. در این اوراق، دولت می‌تواند به صورت مرتب، سه ماهه یا شش ماهه، مبالغی (نسبتی از اصل سرمایه) را به عنوان سود علی الحساب پردازد و در پایان دوره مالی یک یا چند ساله تسویه حساب کند.

اوراق مضاربه (کوتاه مدت و بلند مدت) شایستگی خرید و فروش در بازار بورس اوراق بهادار را دارند، یعنی بعد از یک برهه زمانی که اوراق به قیمت اسمی فروخته شد، به قیمت بازار بین مردم و بانکهای تجاری خرید

اختیار دولت قرار می‌دهد، تا دولت با آن به امر تجارت و بازرگانی پردازد. به این ترتیب خریداران اوراق مضاربه (بانکهای تجاری و مردم) به عنوان مضارب و صاحب سرمایه و دولت به عنوان عامل مضاربه، قرارداد مضاربه می‌بندند. پس از پایان عملیات تجاری خاص یا در پایان هر سال مالی سود حاصل از تلاش یاد شده، محاسبه شده بین دولت به عنوان عامل و خریداران اوراق به عنوان مضارب تقسیم می‌گردد. این اوراق، به دو شکل کوتاه مدت و بلند مدت قابل طراحی است. در شکل اول دولت می‌تواند برای رویارویی با بحرانهای خاص و مقطعی و مبارزه با گرانی دروغین یک کالای خاص، به انتشار اوراق مضاربه کوتاه مدت (در مثل شش ماهه) پردازد، منابع حاصل از فروش آنها را به امر واردات و فروش آن کالا اختصاص دهد و بعد از فروش اصل سرمایه و سود حاصل از تلاشهای یاد شده را به دارندگان اوراق پردازد. به این ترتیب دولت بدون این که هزینه‌ای در بودجه عمومی بر دوشش بار شود، نخست آن که، با گرانی

کنترل حجم نقدینگی، به طور فعال استفاده کند و وارد عملیات بازار باز شود.

این اوراق، شایستگی انتشار دوباره را نیز دارند. دولت می تواند در سر رسید معین اقدام به انتشار و فروش اوراق مضاربه جدید کند، از محل درآمد آنها اصل سرمایه و سود صاحبان اوراق قبلی را بپردازد. در نتیجه خریداران جدید جایگزین صاحبان سرمایه قبلی می شوند و نقش مضارب را پیدا می کنند.

### ارزیابی اوراق مضاربه دولتی

اگر به شرایط عقد مضاربه عمل شود، این اوراق مشکل خاصی از نظر فقهی نخواهند داشت؛ در نتیجه دولت می تواند به عنوان تأمین سرمایه برای فعالیتهای بازرگانی و بانک مرکزی به عنوان ابزاری جهت عملیات بازار باز و تنظیم حجم نقدینگی از آن استفاده کنند. لکن از جهت اقتصادی و اعتماد مردم ابهامهایی دارد.

نخست آن که، به مقتضای عقد مضاربه هر نوع ضرر و زیان احتمالی

و فروش می شوند و روشن است قیمت بازار، افزون بر عرضه و تقاضا به عواملی چون: نرخ سود انتظاری، تغییرات متغیرهای اقتصادی بستگی خواهد داشت.

با پایان یافتن مدتی که این اوراق به قیمت اسمی فروخته می شود، بانک مرکزی می تواند سازوار با شرایط اقتصادی آنها را بخرد و بفروشد به این ترتیب که در روزگار کساد و ایستایی بازار، با خرید اوراق مضاربه از بانکهای تجاری و مردم قدرت اعطای تسهیلات بانکها و حجم پول در دست مردم را افزایش دهد و در شرایط تورمی

با فروش آنها به بانکهای تجاری و مردم قدرت اعطای تسهیلات بانکها و نقدینگی بخش خصوصی را کاهش دهد و از آن جایی که قیمت خرید و فروش این اوراق در بازار ثانوی به قیمت روز و بازار خواهد بود، بانک مرکزی می تواند با پیشنهاد قیمتهای جدید به مقدار دلخواه (سازوار با سیاست پولی) اوراق مضاربه خرید و فروش نماید. در نتیجه بانک مرکزی می تواند از این اوراق در ساماندهی و



بازرگانی توسط دولت، جز در مواقع بحرانی توجیه چندانی ندارد در نتیجه این اوراق نمی توانند برای برنامه ریزیهای بلندمدت توصیه شوند.

#### ۴. اوراق مشارکت دولتی

چهارمین پیشنهاد برای جایگزینی اوراق قرضه جهت عملیات بازار باز، استفاده از اوراق مشارکت در سرمایه گذاریهای دولتی است. به این صورت که دولت جهت تأمین مالی یک، یا چند طرح هم گروه یا غیر هم گروه، اوراق مشارکت در سرمایه گذاری منتشر کرده و توسط نظام بانکی به فروش می رساند، بانکهای تجاری و مردم با خرید این اوراق، در مالکیت طرح یا طرحهای مورد نظر با دولت شریک می شوند و به تبع آن در سود حاصل از فعالیت اقتصادی آن طرح نیز سهیم می گردند. اوراق مشارکت، افزون بر این که شامل تمام بخشهای اقتصادی: کشاورزی، صنعتی، خدمات و بازرگانی می شود، شایستگی آن را دارد که شامل گونه های فعالیتها و

متوجه صاحبان سرمایه است و عامل (دولت) سهمی از خسارت ندارد و اگر بخواهد اصل سرمایه را تضمین کند به اعتقاد خیلی از فقها شبهه ربا پیش می آید و جایز نیست و این نکته، بویژه برای تجربه های اولیه اثر منفی بر استقبال مردم می گذارد.

دو دیگر، موضوع قرارداد مضاربه جایی است که عامل از خود هیچ سرمایه نگذارد و تنها با استفاده از سرمایه مضارب به فعالیت بازرگانی پردازد و این نکته، افزون بر این که یک نوع محدودیتی در فعالیتهای تجاری بلندمدت به حساب می آید، عامل دیگری بر استقبال نکردن مردم خواهد بود.

سه دیگر، از آن جایی که قرارداد مضاربه و منابع مالی حاصل از فروش اوراق مضاربه، به طور نمایان به فعالیتهای بازرگانی ویژه است، تشویق و انگیزاندن بیش از حد آن، سبب جذب منابع به فعالیتهای بخش خاص شده و به گونه ای، ناهماهنگی بین بخشهای اقتصاد به وجود می آید.

چهار دیگر، سرپرستی فعالیتهای

را تعهد کند و بازپرداخت دست کم اصل سرمایه خریداران اوراق مشارکت را پایندان شود.

دولت می تواند در برهه های خاص مبالغی (نسبتی از اصل سرمایه) را به عنوان سود علی الحساب به صاحبان اوراق پردازد و در پایان دوره مالی و یا در پایان سال مالی از سهم سود آنان کسر کند، همان گونه که می تواند حتی در بین اجراء، طرح سهم شرکاء خود را سازوار با پیشرفت کار قیمت گذاری و خریداری کند؛ در نتیجه افزون بر اصل سرمایه صاحبان اوراق، سهم آنان از ارزش افزوده را به عنوان سود به آنان پردازد.

این اوراق همانند اوراق سهام، درخور انتقال به دیگری و درخور خرید و فروش ثانوی در بازار اوراق بهادار را دارند و قیمت آنها برای خرید و فروش ثانوی تابع میزان موفقیت انتظاری طرح مورد نظر و دیگر عوامل اثرگذار در عرضه و تقاضای اوراق خواهد بود.

برجستگی دیگر این اوراق در شایستگی تجدید انتشار آنهاست. دولت می تواند برای تجدید طرحهای کوتاه مدت، یا

طرحهای کوتاه مدت، میان مدت و بلندمدت شود. پس همان طور که دولت می تواند با انتشار اوراق مشارکت از سرمایه های مردم استفاده کند و یک فعالیت بازرگانی کوتاه مدت سه ماهه (مثل واردات و فروش عمده برنج یا روغن) انجام دهد، می تواند یک رشته فعالیتهایی در طول هم برای یک افق بیست ساله برنامه ریزی کند و با فروش اوراق مشارکت طرحی همانند ساختن بندر یا شهر صنعتی و یا راه آهن سراسری را تأمین مالی کند.

برتری دیگر اوراق مشارکت در این است که در این اوراق بخشی از سرمایه طرح توسط دولت تأمین می شود در نتیجه دولت شریک صاحبان اوراق خواهد بود و این نکته افزون بر این که خود ایجاد اعتماد برای خریداران اوراق می کند، زمینه را برای تضمین اصل سرمایه فراهم می آورد، چرا که در عقد شرکت یکی از شرکاء (در این جا دولت) می تواند متعهد شود که اگر فعالیت اقتصادی با ضرر روبه رو شد، ضرر را به تنهایی عهده دار شود در نتیجه دولت به عنوان شریک می تواند ضرر احتمالی

تسهیلات بانکها و حجم پول مردم را کاهش می دهد. و از آن جایی که قیمت ثانوی اوراق در بازار شکل می گیرد، بانک مرکزی می تواند با پیشنهاد قیمتهای جدید به میزان مورد نظر اوراق مشارکت فروخته یا خریداری کند و به هدفهای تعیین شده دست یابد.

### ارزیابی اوراق مشارکت دولتی

می توان گفت این اوراق بهترین پیشنهاد برای جایگزینی اوراق قرضه جهت سیاست پولی است؛ چرا که افزون بر برابری کامل با فقه اسلامی، با روح حاکم بر بانکداری اسلامی؛ یعنی مشارکت کار و سرمایه در تمام مراحل فعالیت اقتصادی نیز، برابر است و دولت نیز می تواند به کمک آن در تمام عرصه های اقتصادی با استفاده از سرمایه های مردم به اجرای طرحهای عمرانی و دفاعی حتی طرحهای محرومیت زدایی بپردازد، همان گونه که بانک مرکزی می تواند با استفاده از عنصر انگیزشی سود با خرید و فروش این اوراق به عملیات بازار باز و اعمال سیاست پولی بپردازد.

تمدید فعالیت طرحهای میان مدت و بلندمدت، سازوار با ارزش واقعی داراییهای سهامداران قبلی، اوراق مشارکت جدید منتشر کند، به فروش رساند و از طریق درآمد آنها اصل سرمایه و سود اوراق سابق را بپردازد و با این کار در حقیقت خریداران جدید را شریک خود کند.

حال با توجه به شرایط و ویژگیهای اوراق مشارکت، بانک مرکزی می تواند برای انجام عملیات بازار باز به خرید و فروش این اوراق بپردازد. به این صورت که وقتی دولت اوراق یاد شده را به بانکهای تجاری و مردم فروخت، بانک مرکزی می تواند سازوار با شرایط اقتصادی اقدام به خرید و فروش آنها کند. برای مثال اگر احساس کند شرایط رکودی بر جامعه حاکم است، با خرید اوراق مشارکت از بانکهای تجاری و مردم قدرت اعطای تسهیلات بانکها و حجم نقدینگی در دست مردم را افزایش می دهد و اگر احساس کند شرایط تورمی پدید می آید با فروش اوراق یاد شده به بانکها و مردم قدرت اعطای

موفق‌تر نیست و جز در مواردی که از مزیت انحصار برخوردار بوده، سوددهی بنگاه‌های دولتی، به طور معمول، کم‌تر از سوددهی بنگاه‌های خصوصی است؛ در نتیجه مردم و مؤسسات خصوصی ترجیح خواهند داد پس انداز و دارایی‌های خود را در غیراوراق مشارکت دولتی سرمایه‌گذاری کنند.

۵. گواهی‌های سپرده مشارکتی انتقال‌پذیر پیشنهادی که این مقاله در صدد معرفی آن بر آمده، استفاده از گواهی‌های سپرده مشارکتی انتقال‌پذیر است. به این صورت که بانک‌های تجاری و تخصصی در کنار سپرده‌های معمولی خود (سپرده‌های قرض‌الحسنه دیداری و پس‌انداز و سپرده‌های سرمایه‌گذاری و کالتی) گونه دیگری سپرده به صورت سپرده‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت مشارکتی داشته باشند و برای صاحبان آن حسابها، به جای دفترچه، گواهی‌های سپرده بی‌نام یا با نام قابل انتقال (قابل خرید و فروش) پردازند.

ولی با این حال وجود چند عامل، موفقیت این اوراق را در کشورهای مثل ایران که بی‌بهره از بازار متشکل اوراق بهادارند و تجربه زیادی در خرید و فروش ابزارهای مالی ندارند، با ابهام جدی روبه‌رو می‌سازد.

عوامل اول زیاد بودن دامنه دگرگونی‌های سود است. به این معنی که به جهت نبود تجربه کافی در زمینه اوراق یاد شده، اگرچه دولت برابر عقد شرکت ضررهای احتمالی را تعهد کرده و بازپرداخت اصل سرمایه را پایندان می‌شود، لکن دامنه تغییرات سود، بویژه در طرح‌های خاص و کوتاه‌مدت از صفر شروع شده تا چند برابر سود متوسط معمول در اقتصاد، انتظار می‌رود و این مطلب، افزون بر این که مانع اعتماد مردم به اوراق می‌شود، مانع شکل‌گیری قیمت‌های روشنی برای معاملات ثانوی اوراق می‌گردد؛ در نتیجه شکل‌گیری و توسعه بازار آنها با مشکل جدی روبه‌رو می‌گردد.

عامل دوم پایین بودن سوددهی بنگاه‌های دولتی است. تجربه اقتصادی نشان می‌دهد دولت، تاجر

حتی نسبت به سپرده های سرمایه گذاری معمولی خواهند داشت .

این اوراق (گواهی های سپرده مشارکتی) ماهیت حقوقی عقد شرکت را خواهند داشت و همانند صاحبان سهام در منابع بانک و به تبع آن در سود حاصل از معاملات بانکی شریک خواهند بود و بانک به عنوان شریک می تواند ضررها و خسارتهای احتمالی را تعهد کرده در نتیجه اصل سرمایه این نوع سپرده ها را پایندان شود .

بانک می تواند به طور مرتب و در سررسیدهای فصلی، شش ماهه یا سالانه سود علی الحساب به دارندگان گواهی پرداخت کرده و در پایان هر سال مالی، تسویه حساب سود کند . همین طور می تواند تعهد کند که اگر کسی نخواهد برای گرفتن اصل سرمایه تا پایان سر رسید نهایی گواهیها صبر کند، بانک با تبدیل آنها به سپرده های سرمایه گذاری مدت دار می تواند (متناسب با مدتی که صبر کرده) افزون بر پرداخت سود برابر آن حسابها اصل سرمایه را نیز بازگرداند .

بنابراین، این گواهیها، به جهت دارا

در نتیجه دارنده گواهی سپرده به مقدار درج شده در آن، در منابع بانک شریک خواهد بود و بانک با استفاده از منابع حاصله از این حسابها و دیگر منابع اقدام به سرمایه گذاری مستقیم و یا اعطای تسهیلات از طریق عقود مجاز بانکی می کند و در آخر هر دوره مالی سود حاصل از عملیات بانکی را بین منابع خود بانک، منابع حاصل از سپرده های سرمایه گذاری وکالتی و سپرده های سرمایه گذاری مشارکتی تقسیم می کند و از آن جایی که سپرده های انتقال پذیر برای مقاطع زمانی بلندمدت ۵، ۷ و ۱۰ ساله تنظیم می شوند و از طرف دیگر به جهت قابل انتقال بودنشان، خریداران آنها کم تر به بانک مراجعه می کنند در نتیجه منابع حاصل از فروش آنها منابع خیلی باثباتی برای بانکها محسوب می گردند و شایستگی بیش تر برای تأمین مالی طرحهای پرسود که به طور معمول، طرحهای بلندمدت ترند، خواهند داشت؛ در نتیجه در مقام تقسیم سود نیز دارای ضریب وزنی بالاتری بوده و نسبت سود بالاتری

آورد و اعتماد مردم را جلب نماید. حال بانک مرکزی می تواند با استفاده از منابع حاصل از ذخایر قانونی بانکها نزد خود دست به کار خرید و فروش این گواهیها از بانکهای تجاری و مردم شود؛ یعنی در شرایط ایستایی و کساد بازار، با پیشنهاد قیمت‌های مناسب به خرید گواهیها از بانکها و مردم پردازد در نتیجه قدرت اعطای تسهیلات بانکها و حجم پول در دست مردم را افزایش می دهد و در شرایط تورمی با پیشنهاد قیمتی پایین تر از قیمت بازار به مقدار لازم گواهیهای سپرده به مردم و بانکهای تجاری می فروشد و با این کار قدرت اعطای تسهیلات بانکها و حجم پول در دست مردم را کاهش می دهد، همان گونه که بانک مرکزی می تواند با استفاده از خرید و فروش این سپرده ها به کنترل کیفی اعتبارات پردازد. از بخش یا بخشهای خاصی حمایت کند، برای مثال وقتی تصمیم به حمایت از بخش کشاورزی می گیرد، می تواند با خرید گواهیهای سپرده بانکهای تخصصی فعال در امر کشاورزی قدرت اعطای تسهیلات آن بانکها را

بودن ویژگیهای زیر، می تواند اعتماد لازم برای شکل گیری بازار اوراق بهادار را در کشور به وجود آورند.

الف. اصل سرمایه اوراق توسط بانک، به عهده گرفته می شود.

ب. دارای کوبنهای سود علی الحساب فصلی یا شش ماهه خواهند بود.

ج. صاحب گواهی سپرده هر زمان بخواهد می تواند به بانک مراجعه کرده آن را تبدیل به حساب سپرده سرمایه گذاری مدت دار معمولی کند. بنابراین، سود سالانه ای به مقدار سود سالانه حسابهای سرمایه گذاری معمولی برای آنها قطعی است.

د. چون منابع حاصل از این اوراق، جزو با ثبات ترین منابع بانک به حساب می آیند، در تقسیم سود معاملات بانکی بالاترین ضریب و درصد سود را خواهند داشت.

پس به صورت طبیعی مبلغ اصل سرمایه و متوسط سوددهی بانک در طول چند سال برای سپرده های بلندمدت پنج ساله می تواند قیمت تقریباً روشنی برای خرید و فروش ثانوی اوراق در بازار بورس به وجود

- افزایش دهد و منابع بانکی زیادی جذب آن بخش شود.
- در این روش نیز می توان از این راه، برخی از طرحهای دولتی را از راه سرمایه های مردم تأمین مالی کرد. به این صورت که دولت نظام بانکی را مکلف می کند درصد خاصی از منابع حاصل از فروش گواهیهای سپرده را به سرمایه گذاری مشترک با دولت اختصاص دهد. این امر می تواند به عنوان ابزاری برای کنترل سوددهی گواهیهای یاد شده به حساب آید.
- شایان ذکر است که پیشنهاد اخیر (گواهیهای سپرده مشارکتی انتقال پذیر) هیچ ناسازگاری با پیشنهاد چهارم؛ یعنی اوراق مشارکت دولتی ندارد و هر دو می توانند به طور همزمان مطرح باشند، همان گونه که می توانند همراه اوراق قرضه بدون بهره به عنوان ابزارهای مالی متنوع در بازار مالی ظاهر شوند و بازار پررونقی به وجود آورند. لکن برای شروع کار در کشورهای مثل ایران که تجربه روشن و موفقی در بازارهای مالی ندارند گواهیهای سپرده مشارکتی بهترند.
- پی نوشتها:
۱. «سیاستهای پولی مناسب»، دکتر علی اکبر کمیجانی/ ۷۳.
  ۲. «قانون عملیات بانکداری بدون ربا»، فصل چهارم.
  ۳. «اقتصاد»، ساموئلسن، ترجمه نوروزی و جهان دوست، ج ۱/ ۴۷۴، نشر ترجمان.
  ۴. ر. ک: به قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه مصوب ۱۳۴۸ و اصلاحیه ۱۳۵۰.
  ۵. مطالبی که به گونه تاریخی ارائه گردیده است، خلاصه ای است از دستاوردهای پژوهشی که پاره ای از آنها عبارتند از: «سیاستهای پولی مناسب»، علی اکبر کمیجانی؛ «جایگزین سیاست انتشار خرید و فروش»، محمد رضا مقدسی؛ «بررسی سیاستهای پولی و اعتباری»، مسعود درخشان؛ «عملکرد ابزارهای سیاست پولی نظام بانکداری بدون ربا».
  ۶. «بررسی سیاستهای پولی و اعتباری»، درخشان/ ۱۱۷.
  ۷. «قرض الحسنه در اقتصاد اسلامی»، علی اصغر دوی نیا، پایان نامه دانشگاه مفید.
  ۸. «استفتاءات جدید»، امام خمینی، ج ۲/ ۱۷۵ - ۱۷۶.
  ۹. «دررالفوائد فی اجوبه القائد»، آیت الله خامنه ای/ ۸۵.
  ۱۰. «مجمع المسائل»، آیت الله گلپایگانی، ج ۲/ ۲۹.
  ۱۱. «توضیح المسائل»، آیت الله اراکی/ ۵۲۲.