دوفصلنامهٔ علمی ـ پژوهشی
جستارهای اقتصادی
س۷، ش۱۳، بهار و تابستان ۱۳۸۹
صفحات ۷۳ ـ ۱۰۱

Biquarterly Journal
of
Economic Essays
Vol.7, No.13, Spring & Summer 2010

بررسی مسائل گذار به ابزار غیر مستقیم پولی در کشورهای اسلامی (بررسی فقهی ـ اقتصادی)

دکتر سید هادی عربی*
محسن معارفی**

چکیده

امروزه مهم‌ترین ابزار کنترل نقدینگی در کشورهای توسعه یافته استفاده از «عملیات بازار باز» است که طی آن بانک مرکزی به خرید و فروش دارایی‌های خود (عمدتاً اوراق بهادار) در بازارهای ثانویه می‌پردازد. لیکن در برخی کشورهای در حال توسعه به علت عدم توسعه بازارهای ثانویه، بانک‌های مرکزی برای کنترل نقدینگی با استفاده از «علمیات شبه‌بازار باز» به خرید و فروش این اوراق در بازارهای اولیه اقدام نموده‌اند تا بعد از توسعه بازارهای مالی بتوانند عملیات بازار باز را در بازارهای ثانویه به‌کار گیرند. در این مقاله با روش توصیفی ـ تحلیلی ضمن بررسی مسائل گذار و ویژگی‌های این عملیات جدید، برای گذار به عملیات بازار باز و حل مشکل فقهی پرداخت سود اوراق، ابزاری پولی با استفاده از عقود اسلامی «جعاله»، «قرض‌الحسنه» و «خرید و فروش» معرفی و از منظر اقتصادی و فقهی و مورد بررسی قرار می‌گیرد. نتایج نشان می‌دهد که برای طراحی ابزار مذکور عقود مذکور قابلیت خوبی دارند.

واژه‌های کلیدی: عملیات بازار باز، عملیات شبه‌بازار باز، اوراق بانک مرکزی، ابزار سیاست پولی اسلامی

* عضو هیئت علمی پژوهشگاه حوزه و دانشگاه Email: hadiarabi@gmail.com
** کارشناسی ارشد اقتصاد دانشگاه مفید
تاریخ دریافت: ۸۸/۱۱/۲۸ تاریخ تأیید: ۸۹/۲/۵

مقدمه

در تحقیق‌هایی که عمدتاً توسط طرفداران مکتب اصالت پول پایه‌گذاری شده، حجم پول، عامل اصلی تعیین‌کنندهٔ سطح فعالیت و چرخه‌های اقتصادی معرفی شده است. همچنین تأثیر زیادی بر ثبات نرخ بهره، ثبات بازارهای مالی و ثبات در بازار ارز دارد. در چارچوب سیاست پولی غیر مستقیم، عملیات بازار باز (OMO)،[1] ابزار اصلی سیاست پولی بانک مرکزی است که به وسیله آن، بانک مرکزی از راه خرید و فروش دارایی‌های خود و عمدتاً اوراق بهادار در بازار ثانویه، ذخیرهٔ پول پرقدرت را تغییر می‌دهد. در سیستم مالی توسعه یافته، **دولت** برای **تأمین مالی** خود از **بازار اولیه** استفاده می‌کند و **بانک مرکزی** هم **عملیات بازار باز** خود را در **بازار ثانویه** انجام می‌دهد و به‌طور معمول از همان اوراق دولتی در بازار ثانویه استفاده می‌کند؛ بنابراین، برای «مدیریت بدهی»[2] و «مدیریت پولی»[3] از یک ابزار در دو بازار استفاده می‌شود و با توجه به جدایی دو بازار اولیه و ثانویه، نیاز به هماهنگی بین مقام‌های پولی و مالی به حداقل می‌رسد.

در کشورهای در حال توسعه که به‌طور معمول بازار مالی کامل و گسترده‌ای ندارند، بانک‌های مرکزی نمی‌توانند از بازار ثانویه و نیز از عملیات بازار باز استفاده کنند. از طرف دیگر، با توجه به اهمیت عملیات بازار باز، این کشورها نمی‌توانند از این ابزار مهم (و بلکه تنها ابزار قوی، سریع و کارآمد سیاست پولی) چشم‌پوشی کنند. بنابراین، برخی از این کشورها تلاش نموده‌اند تا این عملیات را به‌گونه‌ای بازسازی نمایند که با توجه به شرایط کشورشان قابل انجام و از نظر اقتصادی نیز کارآمد باشد. بانک مرکزی برای رهبری عملیات بازار باز، ابتدا به عنوان دوره‌گذار به فروش اوراق در بازارهای اولیه اقدام می‌نماید، تا بازارهای مالی به‌طور موفقیت‌آمیزی توسعه یابد و بتواند عملیات بازار باز را در بازارهای ثانویه انجام دهد. این‌گونه عملیات **در بازار اولیه** صرف نظر از نوع ابزار مالی که انتخاب می‌شود (اوراق بدهی دولتی یا اوراق بدهی بانک مرکزی) به **عملیات شبه‌بازار باز** (OMTO)[4] تعبیر شده است (کیونتین،[5] ۱۹۹۴، ص۳؛ بالینو و زامالو،[6] ۱۹۹۷، ص۲۰۲).

بنابراین، نخستین گام در استفاده صحیح از این عملیات، «آشنایی بیشتر با مسائل ناشناخته مربوط به این عملیات» است. در کشورهای اسلامی، مشکل ربوی بودن این

1. Open Market Operation
2. debt management
3. monetary management
4. Open Market-Type Operation
5. Quintyn
6. Baliño & Zamalloa

اوراق نیز وجود دارد است که اگر بخواهند از عملیات شبه‌بازار باز استفاده نمایند، باید ابزار جایگزینی طراحی کنند که علاوه بر کارآمدی اقتصادی، منطبق بر موازین اسلامی نیز باشد.

آنچه ضرورت تحقیق را آشکارتر می‌کند، این است که هر دو بُعد مسئله، یعنی کارآمدی و انطباق آن با موازین شرعی در جمهوری اسلامی ایران نیز مورد بحث و گفتگو قرار گرفته است. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران با وجود اینکه از سال ۱۳۸۰ به انتشار اوراقی با نام «اوراق مشارکت بانک مرکزی» اقدام نمود، همیشه توجیه شرعی اوراق برای اندیشمندان اسلامی جای بحث داشت؛ به‌طوری که سال ۱۳۸۴ به دلیل ابهام‌های شرعی موجود، انتشار اوراق با واکنش تند برخی نمایندگان مجلس شورای اسلامی روبه‌رو شد.[۱] به هر حال، با وجود اینکه در چند نوبت، مجلس به دلیل شرایط تورمی با انتشار مقادیر محدودی از این اوراق با شرایطی موافقت نمود، اما انتشار اوراق بانک مرکزی در سال ۱۳۸۷ متوقف شد. این مقاله، علاوه بر مرور مطالعه‌های قبلی و بیان ویژگی‌های اقتصادی عملیات شبه‌بازار باز، با استفاده از روش توصیفی ـ تحلیلی به این مسئله می‌پردازد که **آیا می‌توان اوراقی کارآمد و سازگار با موازین فقهی (بر اساس فقه امامیه) برای این عملیات طراحی نمود که بتواند به عنوان ابزار سیاست پولی در دوران گذار مورد استفاده قرار گیرد؟**

پیشینه موضوع تحقیق

پژوهش‌های مربوط به عملیات شبه‌بازار باز عمدتاً توسط صندوق بین‌المللی پول منتشر شده است. از جمله در مقاله‌ای با عنوان «گذار به عملیات بازار باز»، به تفصیل به علل روی آوردن برخی کشورهای در حال توسعه به عملیات شبه‌بازار باز اشاره شده است (آکسیل‌رود،[۲] ۱۹۹۶). همچنین در مقاله‌ای دیگر با عنوان «اوراق دولتی در برابر اوراق بانک مرکزی، در بازارهای در حال توسعه»، ویژگی‌های لازم برای موفقیت عملیات شبه‌بازار باز بررسی شده است (کیونتین، ۱۹۹۴).

---

۱. برای مثال، آقای احمد توکلی، نماینده مردم تهران و رئیس وقت مرکز پژوهش‌های مجلس در مخالفت با این لایحه گفت: این اوراق قرضه است، اوراق قرضه ربوی است و با نص قانون اساسی مغایر است و این اعلام جنگ با خدا و پیامبر است (مذاکره‌های مجلس شورای اسلامی، مورخه ۱۷ مهرماه ۸۴، در زمان طرح لایحه اصلاح بند ح ماده ۱۰ قانون برنامه چهارم).

2. Axilrod

دربارهٔ انطباق این اوراق با موازین شرعی، اگرچه پژوهش‌هایی، مانند طراحی «اوراق مضاربه دولتی»، «اوراق مشارکت دولتی»، «اوراق اجاره» و «اوراق خرید نسیه» در ایران (موسویان، ۱۳۷۹؛ فراهانی‌فرد، ۱۳۸۱) و دیگر کشورها (قحف، ۱۹۸۹) انجام شده است؛ اما ابزارهای جایگزین به OMO ناظر است. به عبارت دیگر، در این مطالعه‌ها، تمرکز بر طراحی اوراق جایگزین اوراق قرضه دولتی برای تأمین مالی مخارج دولت است و فرض شده که بعد از توسعه بازارهای ثانویه، بانک مرکزی با خرید و فروش این اوراق در بازارهای ثانویه، می‌تواند عملیات بازار باز خود را انجام دهد؛ در حالی که آنچه گریبان‌گیر بیشتر کشورهای در حال توسعه است، تورم و مازاد نقدینگی ناشی از کسری‌های دولت‌ها است. از طرف دیگر، بازارهای ثانویه اوراق بهادار وجود ندارد و بانک مرکزی هم اوراقی ندارد که بخواهد در آن بازارها بفروشد و نقدینگی جمع‌آوری کند.

این امر، به دلیل تفاوتی است که بین عملیات شبه‌بازار باز با ابزارهای تأمین مالی[1] وجود دارد. عملیات شبه‌بازار باز صرفاً ابزار سیاست پولی است و برگزیدن این سیاست، همانند عملیات بازار باز، به معنای جدایی کامل سیاست پولی از سیاست مالی است؛ در حالی که زمانی خرید و فروش اوراق قرضه، سیاست پولی و عملیات بازار باز تلقی می‌شود که پول‌های به دست آمده از فروش اوراق قرضه برای مخارج دولت و یا جای دیگری هزینه نشود و به تعبیری، پول بلوکه و مسدود شود. بهترین روش، این است که پول‌های به دست آمده در یک حساب مخصوص که صرفاً برای اهداف سیاست پولی ایجاد شده است، مانند یک حساب جهانی مطمئن نگهداری شود تا زمانی که سیاست تعدیل شود و به تزریق نقدینگی نیاز باشد. بنابراین، تأمین کسری بودجه دولت از راه افزایش اوراق قرضه، هیچ اثری بر پایهٔ پولی نخواهد داشت (دورنبوش و فیشر، ۱۳۷۸، ص۴۲۱) و یک ابزار مالی برای تأمین کسری بودجهٔ دولت است.

در یک الگوی ایستا و سنتی کلان بیان می‌شود که استفاده از اوراق قرضه برای تأمین کسری دولت به دو دلیل در کنترل نقدینگی و نرخ تورم مؤثر است: اول اینکه، تأمین مالی هزینه‌های دولت از راه فروش اوراق قرضه به مردم و بخش خصوصی، به جای قرض گرفتن از بانک مرکزی باعث افزایش پایهٔ پولی نشده و مشکل تورم را به دنبال نخواهد داشت. دوم اینکه، افزایش نسبی عرضهٔ اوراق قرضه باعث افزایش نرخ

1. finance

بهره اسمی شده و از راه اثرهای دفع[1] سرمایه‌گذاری، سبب کاهش تقاضای مصرفی و کنترل تورم می‌شود؛ اما در الگوهای پویا که اثرهای بین زمانی نحوه انتخاب تأمین مالی هزینه‌های دولت و قید بودجه دولت در آن لحاظ شده، تأثیر استفاده از این اوراق قرضه بر کنترل تورم تأیید نشده است. در این پژوهش‌ها که اولین‌بار توسط سارجنت، والاس و شولز در سال ۱۹۹۸ طرح گردید، بیان شد که جایگزین نمودن اوراق قرضه به جای قرض گرفتن از بانک مرکزی به عنوان ابزاری برای تأمین مالی کسری بودجه دولت، کارآیی لازم برای کنترل تورم در بلندمدت را نداشته و باعث افزایش نرخ تورم در دوره‌های بعد خواهد شد. حتی در شرایط خاص، به دلایل ناشی از حساسیت بالای تقاضای پول نسبت به نرخ تورم انتظاری، ممکن است که این سیاست، نرخ تورم جاری را نیز افزایش دهد. در این مدل‌ها، معین بودن پایهٔ پولی و وجود یک نرخ رشد ثابت برای آن در طول زمان، فرض شده است. همچنین اینکه سطح عمومی قیمت‌ها در هر لحظه از زمان، نسبتی از ذخایر پایهٔ پولی در همان زمان است؛ بنابراین، اگر نرخ رشد تأمین مالی کسری بودجه از راه فروش اوراق به مردم از طرف دولت بیشتر از نرخ رشد ذخایر پایهٔ پولی باشد، نرخ تورم متناظر با آن در آینده بیشتر خواهد بود؛ چرا که پس از تأمین مالی به صورت فروش اوراق قرضه، دولت برای بهره‌های این اوراق در دوره‌های بعدی، حق ضرب بیشتری را لازم دارد که این مسئله باعث افزایش پایهٔ پولی و نرخ بالاتر تورم در آینده می‌شود. حال اگر نرخ تورم انتظاری به عنوان یک متغیر تأثیرگذار بر تقاضای پول در نظر گرفته شود؛ پس سطح قیمت‌های جاری، به مقدار عرضهٔ پول پیش‌بینی شده در آینده بستگی پیدا خواهد کرد. بر این اساس، افزایش نرخ عرضهٔ پول پیش‌بینی شده در آینده نیز باعث افزایش نرخ تورم جاری خواهد شد؛ به عبارت دیگر، این سیاست، نه تنها قادر به کنترل تورم نیست؛ بلکه قدرت به تأخیر انداختن تورم به آینده را نیز نخواهد داشت (جلالی نایینی و حسن‌زاده، ۱۳۸۰).

برای طراحی اوراق جایگزین در عملیات شبه‌بازار باز، اوراق دیگری به نام «اوراق تبدیل» و مبتنی بر «حفظ ارزش پول» مطرح شده است (عیوضلو، ۱۳۸۳). اما این اوراق، به دو دلیل کارآیی اقتصادی ندارد: ۱. اختصاص خرید به افراد ریسک‌گریز که صرفاً برای حفظ ارزش پول خود اقدام به خرید می‌کنند؛ ۲. عدم امکان انتشار در سررسیدهای کوتاه‌مدت به دلیل جزئی بودن تغییرهای نرخ تورم. همچنین این اوراق،

1. crowding out

مشکل فقهی دارد؛ چرا که برای طراحی این اوراق باید کاهش ارزش پول در عقد قرض جبران شود و این کار، علاوه بر مشکلاتی که از نظر محاسبه و اجرا دارد، نکات دقیق و ابهام‌های متعدد فقهی نیز دارد؛ به‌طوری که آرای فقها درباره این مسئله بیش از پانزده نظر است و بسیاری از فقهای اسلام و حقوق‌دانان دنیا، مبنای عرفی و حقوقی را در مسئله پذیرفته‌اند و بر اساس اصل روشن «ثبات دیون»، هر نوع ضرری بر قرض‌دهنده را ناشی از ضرر در تحول‌های بازار می‌دانند (موسویان، ۱۳۷۸، ص۱۵۴). بنابراین، این اوراق، با توجه به تنوع زیاد آرا نمی‌تواند به عنوان مبنایی برای ابزار سیاست پولی که لازم است به گونه فراگیری مورد پذیرش باشد، استفاده شود.

در همین رابطه، پژوهش‌هایی در بانک‌های مرکزی سودان و جمهوری اسلامی ایران انجام گرفته است. در سودان بر اساس استفاده از عقد «مشارکت در منفعت»، دو نوع اوراق طراحی شده که بر آرای فقهی اهل سنت مبتنی است (نودهی، ۱۳۸۷). بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران نیز در سال ۱۳۸۰ به استناد ماده ۹۱ قانون برنامه سوم توسعه، عملیات شبه‌بازار باز را با انتشار اوراق بانک مرکزی و فروش در بازارهای اولیه شروع کرد. مبنای اولیه فقهی انتشار اوراق، استفاده از عقد مشارکت بود؛ اما به دلیل اینکه طرح بانک مرکزی مستلزم انتقال دارایی‌های دولت به بانک مرکزی بود، با مخالفت سازمان برنامه و بودجه روبه‌رو شد. بعد از آن، گرچه بانک مرکزی اصلاح‌هایی را برای راهکار فقهی اوراق پیشنهاد داد، ولی هیچ گاه مبنای فقهی مشخص و محکمی برای این اوراق تبیین نشد. در سال ۱۳۸۴ در بند ح. ماده ۱۰ قانون چهارم توسعه، انتشار اوراق که تا آن زمان توسط شورای پول و اعتبار انجام می‌گرفت، مشروط به تصویب مجلس شورای اسلامی شد. این امر، در تصمیم‌گیری، انتشار و کاهش توان بانک مرکزی در مدیریت نقدینگی، وقفه‌ای ایجاد کرد؛ بنابراین، انتقادهای زیادی، از جمله توسط صندوق بین‌المللی پول در گزارش سالانه از اقتصاد ایران مورخه ۱۳۸۵/۲/۹ بر این قانون جدید وارد شد. به دنبال این انتقادها، بانک مرکزی در سال‌های مختلفی، لایحه اصلاح این بند را به مجلس برد که به دلایلی، از جمله ابهام‌های شرعی این اوراق، به تصویب نرسید (نودهی، ۱۳۸۷). به هر حال، انتشار اوراق با مجوز مجلس شورای اسلامی تا سال ۱۳۸۶ ادامه یافت و در همین سال، انتشار اوراق متوقف شد.

بررسی عوامل مؤثر بر کارآیی عملیات شبه‌بازار باز

عملیات بازار باز (و شبه‌بازار باز) نسبت به سایر ابزارهای پولی، ویژگی‌های منحصربه‌فردی دارد، از جمله اینکه از انعطاف‌پذیری بالایی برخوردار است و به هنگام نیاز می‌تواند به‌طور مکرر و در ابعاد کوچک و بزرگ استفاده شود. از طرف دیگر، حتی همزمان با تصمیم‌گیری می‌توان آن را متوقف کرد و روند مخالفش را برگزید. در نتیجه، مدیریت صحیح این ابزار، توان رویارویی سریع با ادوار تجاری را افزایش می‌دهد. این خاصیت سبب می‌شود که بتوان با وقفه‌های گوناگون سیاست‌های مالی و پولی مقابله کرد. استفاده از این ابزار، نه تنها در مسیر عملکرد واسطه‌های مالی اختلال ایجاد نمی‌کند؛ بلکه باعث تخصیص غیر بهینه اعتبارها نیز نمی‌شود. همچنین به خاطر نقش فعال بانک مرکزی در اجرای سیاست، موفقیت عملیات به واکنش بانک‌ها و سایر مؤسسه‌های مالی بستگی چندانی ندارد و میزان تأثیرگذاری این سیاست تا حد زیادی قابل پیش‌بینی دقیق است. مهم‌ترین ویژگی خوب استفاده از این ابزار، نقش مهم آن در خنثی‌سازی[1] آثار کسری دولت بر پایهٔ پولی است؛ به‌ویژه آنکه کشورهای در حال توسعه با کسری بودجهٔ زیادی روبه‌رو هستند و به علت عدم توسعهٔ بازارهای سرمایه، دولت قادر به تأمین مالی از راه قرض گرفتن از مردم نیست و اقدام به تأمین مالی کسری بودجهٔ خود به وسیله قرض گرفتن از بانک مرکزی می‌کند؛ در این حالت، بانک مرکزی می‌تواند همزمان با اعطای وام به دولت، اوراق را بفروشد. به این صورت، رابطهٔ میان کسری دولت و ایجاد پول پرقدرت از هم جدا می‌شود و تغییر در ذخیرهٔ پول پرقدرت لزوماً با ابعاد کسری دولت ارتباط نمی‌یابد.

برای موفقیت این عملیات در کشورهای در حال توسعه، ابتدا باید جلوی رشد نقدینگی و تولید پول ناشی از کسری‌های پشت سر هم دولت را گرفت. یکی از راه‌های توصیه شده، ابزار حفاظتی قانونی است که بر اساس آن، تمام مخارج دولت که تأمین مالی نشده است، غیر قانونی اعلام می‌شود و یا برای تأمین کسری بودجه دولت از راه قرض گرفتن از بانک مرکزی، محدودیت‌هایی ایجاد می‌شود. در برخی کشورها (مانند شیلی و اندونزی)، شدیدترین محدودیت‌های قانونی در این‌باره وجود دارد و دولت نمی‌تواند برای تأمین کسری خود، از بانک مرکزی قرض کند (سونیبورن، ۱۳۷۲،

1. sterilization

ص۸۸). بدون این محدودیت قانونی، دولت کسری‌ها را به‌طور معمول به وسیله قرض گرفتن از بانک مرکزی تأمین می‌کند و مقام‌های پولی کنترلی بر پایهٔ پولی ندارد. علاوه بر اینکه به‌کارگیری عملیات شبه‌بازار باز، ارتباط پیچیده‌تر و محکم‌تری را بین دولت و بانک مرکزی نیاز دارد. در این‌باره باید استقلال عملیاتی بانک مرکزی برای دست یافتن به اهداف سیاستی و نیز خنثی‌سازی هر گونه حرکتی که به تداخل در اهداف بانک مرکزی می‌انجامد، به‌طور خاص در نظر گرفته شود. «ابزار مالی مورد استفاده» و «سطح هماهنگی بین مسئولان پولی و مالی»، دو عنصر مهم برای موفقیت این عملیات در هدایت بازار پول است. بنابراین، استفاده کارآمد از این عملیات، اولاً نیازمند طراحی یک ابزار کارآمد و ثانیاً نیازمند طراحی ترتیب‌های هماهنگ‌کننده مناسب است، تا علاوه بر محکم کردن استقلال عملیاتی بانک مرکزی، در نهایت به توسعهٔ بازار مالی بینجامد. بنابراین، دو مسئله را به‌طور خلاصه مورد بررسی قرار می‌دهیم:

۱. طراحی ابزاری کارآمد

برای انجام عملیات شبه‌بازار باز به‌طور معمول از دو نوع «اوراق بانک مرکزی»[1] و «اوراق دولتی»[2] استفاده می‌شود. در «اوراق دولتی»، دولت با هماهنگی بانک مرکزی، بخشی از اوراق بدهی خود را برای کنترل نقدینگی منتشر می‌کند و در بازارهای اولیه به فروش می‌رساند و در «اوراق بانک مرکزی»، بانک مرکزی مستقلاً به انتشار اوراق بدهی و فروش آن در بازار اولیه اقدام می‌کند. در برخی کشورها (مانند کاستاریکا، اندونزی، مالزی، کره، سودان، جمهوری اسلامی ایران و غیره) به دلایلی، از جمله کاهش اشتیاق دولت به استفاده از اوراق دولتی در مدیریت پولی (به خاطر تحمیل هزینهٔ زیاد بر دولت) و نیاز زیاد به هماهنگی بین مقام‌های پولی و مالی، به دلیل استفاده از یک ابزار و یک بازار برای مدیریت پولی و مدیریت بدهی، بانک مرکزی از اوراق خودش در این عملیات استفاده و مستقلاً به انتشار اوراق بدهی و فروش آن در بازار اولیه اقدام می‌کند. در برخی کشورها (مانند پاکستان، کنیا، گامبیا، مکزیک و غیره) نیز به دلیل جلوگیری از ضرر بانک مرکزی در پرداخت سود اوراق و احتمال بروز پدیده تقسیم بازار نوظهور مالی بین اوراق دولتی و اوراق بانک مرکزی، از «اوراق دولتی» در این عملیات استفاده می‌شود. در این صورت، دولت با هماهنگی بانک مرکزی بخشی از

1. central bank securities
2. government securities

اوراق خود را برای کنترل نقدینگی منتشر می‌کند و بانک مرکزی آن را در بازارهای اولیه به فروش می‌رساند.

صندوق بین‌المللی پول (IMF) در سال ۲۰۰۱ پیشنهاد کرد که کشورهایی که اوراق بدهی در آن رواج دارد؛ ولی دارای بازارهای مالی ضعیفی هستند، به جای اوراق بانک مرکزی از اوراق بدهی دولتی استفاده کنند؛ زیرا علاوه بر جلوگیری از تقسیم بازار، نقش پشتیبانی از اوراق دولتی به عنوان ابزاری برای گسترش بازارهای مالی به بانک مرکزی داده می‌شود (زلمر،[1] ۲۰۰۱، ص۴). البته نکته مهم نسبت به انتخاب اوراق، ویژگی‌هایی است که باید این ابزار داشته باشد تا انتقال از مرحلهٔ گذار به عملیات بازار باز سریع‌تر شود. بدون شک، این ابزار باید به‌گونه‌ای باشد که توسعهٔ بازارهای مالی را آسان و سریع نماید تا کسری مالی دولت از منابع داخلی با کمترین هزینه تأمین شود و دیگر نیازی به تأمین مالی از منابع بانکی و ذخایر بانک مرکزی نباشد؛ زیرا هزینه‌های پنهان زیادی دارد. به همین دلیل، آسانی در مدیریت بدهی بخش عمومی و ثبات مالی را می‌توان مهم‌ترین نتیجهٔ توسعهٔ بازارهای مالی دانست (کیونتین، ۱۹۹۴، ص۳). آزاد و بازاری بودن نرخ بهره اوراق، حجم بالای آنها (تا موجب رقابت و بهبود تنظیم نرخ بهره شود)، داشتن سررسیدهای متفاوت کوتاه و بلندمدت (تا برانگیزاننده مبادله‌ها باشد)، آسانی انتقال آنها، داشتن مالیات ساده و شفاف، ریسک کم و نقدینگی بالا، امکان تنزیل دوباره آن (برای آسانی توسعه بازارهای ثانویه)، سادگی مدیریت مقادیر زیاد آن، تأمین استقلال عملیاتی بانک مرکزی و ابزار مستقل سیاست پولی، از مهم‌ترین ویژگی‌های این اوراق است.

۲. طراحی مناسب ترتیب‌های هماهنگی[2] بین مقام‌های پولی و مالی

طراحی ترتیب‌های هماهنگی، نقطه بحرانی گذار موفق به سمت ابزار غیر مستقیم پولی است. ماهیت ناشناختهٔ این مسائل در گام‌های اولیه بازسازی مالی سبب می‌شود تا مقام‌های پولی و مالی، مسئله هماهنگی را با تأکید بیشتری مورد توجه قرار دهند. در سیستمی که بانک‌های مرکزی، جایگاه پایین‌تری نسبت به مقام‌های مالی دارند و کنترل‌های مستقیم سیاست پولی (مانند ذخایر، اعتبارها و غیره) به‌طور معمول توسط دولت طرح می‌شود، هماهنگی بین مقام‌های پولی و مالی، یک مفهوم توخالی به نظر

1. Zelmer
2. coordination arrangement

می‌رسد؛ پس در این وضعیت، نیاز به هماهنگی بین مقام‌های پولی و بانکی ـ اگر معنا داشته باشد ـ به کمترین حد می‌رسد. اما از زمانی که سیاست‌های پولی غیر مستقیم جایگزین کنترل‌های مستقیم شده است، هماهنگی بین مقام‌ها در سطح اول اهمیت قرار دارد؛ چرا که در این حالت، دو بازار اولیه و ثانویه وجود ندارد که مقام‌ها بتوانند به‌راحتی مدیریت پولی را از مدیریت بدهی جدا کنند.

در مواردی که بانک مرکزی برای مدیریت پولی خود به انتشار اوراق خودش در بازار اولیه اقدام می‌کند؛ در حالی که اوراق دولتی نیز همزمان وجود دارد، لازم است که هماهنگی در حد میانه‌ای ایجاد شود. ترتیب‌های هماهنگی باید به‌گونه‌ای طراحی شود که از یک طرف، باعث توسعه بازارهای مالی شود و از طرف دیگر، بازار این ابزار نیز به عنوان قسمتی از بازار پول توسعه یابد. تجربهٔ کشورها نشان می‌دهد که کشورهای بسیار کمی در طراحی صحیح این نوع ترتیب‌های هماهنگی موفق بوده‌اند؛ چرا که در بیشتر کشورها، کوتاهی و کم‌کاری مقام‌های مالی برای در اختیار قرار دادن انتشار اولیهٔ اوراق دولتی برای مدیریت پولی و بدهی، منشأ اصلی استفاده از اوراق بانک مرکزی بوده است. همچنین بعد از استفاده از اوراق بانک مرکزی، مقام‌های پولی و مالی یا در طراحی صحیح ترتیب‌های هماهنگی ناتوان بوده‌اند و یا این نظر نادرست را داشته‌اند که با جدایی دو ابزار دیگر، به هماهنگی نیازی نیست. در نتیجه، به خاطر نبود هماهنگی، رقابتی مخرب بین مقام‌های پولی و مالی شکل می‌گیرد؛ به این صورت که هر کدام به‌طور جداگانه سعی می‌کنند اوراق خود را بفروشند؛ پس بازارها در اولین گام‌های بازسازی تقسیم شده و رشد هر دو بازار مختل می‌شود.

در این حالت، اگر اوراق بانک مرکزی و اوراق دولتی از نظر نرخ بهرهٔ تعیین شده، سررسید و شرایط نگه‌دارنده‌های اوراق، ویژگی‌های کاملاً مشابهی داشته باشد، از تجزیهٔ بازار جلوگیری می‌شود و همگنی بازار[1] حفظ می‌شود. اما اگر در بازار نوظهور و ضعیفی که تشکیل شده است، دولت‌ها به خاطر احتیاج‌های مالی خود، پاداش بیشتری را نسبت به اوراق بانک مرکزی بپردازند ـ چنانچه در فیلیپین (۱۹۸۰) و در لهستان (۱۹۹۰) صورت گرفت ـ و یا بانک‌های مرکزی به خاطر اهداف فوری و ضروری خود، پاداش بیشتری برای اوراق خود در نظر بگیرند ـ چنانچه بانک مرکزی نپال به این کار تمایل نشان داد ـ باعث تقسیم بازار شده و توسعهٔ بازار مالی و رسیدن به عملیات بازار باز واقعی به تأخیر می‌افتد.

1. market homogeneity

در مواردی که بانک مرکزی برای عملیات خود از «اوراق دولتی» در بازار اولیه استفاده می‌کند، بیشترین درجهٔ هماهنگی لازم است؛ چرا که از یک ابزار و یک بازار برای مدیریت بدهی و مدیریت پولی استفاده می‌شود. در این صورت، برای اینکه بانک مرکزی برای مدیریت پولی، استقلال عملیاتی کافی داشته باشد، لازم است که ترتیب‌های هماهنگی به‌گونه‌ای طراحی شود که:

۱. ابزار مورد استفاده ویژگی‌های لازم بیان شده را داشته باشد، به‌خصوص اینکه دولت اجازه دهد تا نرخ بهره به‌گونه‌ای تعیین شود که سبب تسویه بازار شود؛
۲. سازوکار انتشار باید به‌گونه‌ای طراحی شود که حجم صدور با نیازهای مدیریت پولی همخوانی داشته باشد؛
۳. ترتیب‌ها باید به‌گونه‌ای طراحی شود که فرآیند خنثی‌سازی را آسان کند تا در زمانی که اوراق بدهی بیش از نیاز مدیریت بدهی فروخته شده است، عملیات خنثی‌سازی صورت گیرد.

عدم طراحی مناسب ابراز کارآمد و ترتیب‌های هماهنگی در عملیات شبه‌بازار باز در بسیاری کشورها سبب شده که اجرای این عملیات با انتقادهای زیادی همراه باشد، به‌خصوص با توجه به اینکه عملیات شبه‌بازار باز (OMTO)، هزینه‌های زیادی را به دولت یا بانک مرکزی تحمیل می‌کند، به خلاف عملیات بازار باز (OMO) که درآمد زیادی برای بانک مرکزی دارد.[۱] از بین تقریباً ۳۸ کشور در حال توسعه که از عملیات شبه‌بازار باز در سیاست‌های پولی خود استفاده کرده‌اند، کشورهای کمی توانسته‌اند به‌طور کامل مرحلهٔ گذار به ابزار غیر مستقیم پولی را با موفقیت بگذرانند، مانند بانک مرکزی مکزیک در سال ۱۹۳۸ـ۱۹۴۸ همزمان با استفاده از ابزار مستقیم سیاست پولی، شروع به صدور و عرضهٔ اوراق خزانه در بازار اولیه کرد. اما از سال ۱۹۸۹ بانک مرکزی، ابزارهای کنترل مستقیم پولی را رها کرد و از سال ۱۹۹۰ شروع به عملیات بازار باز حقیقی (OMO) در بازار ثانویه نمود (کیونتین، ۱۹۹۴، ص۱۵). بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۳۸۰ عملیات شبه‌بازار باز را با انتشار اوراق بانک مرکزی و فروش در بازارهای اولیه آغاز کرد. لیکن بعد از ۶ سال، انتشار اوراق متوقف

۱. درآمدزا بودن عملیات بازار باز به حدی مهم و قابل توجه بوده است که برخی اقتصادپژوهان (توما، ۱۹۸۲) با تجزیه و تحلیل سیاست‌های پولی بانک‌های مرکزی، درصدد اثبات این مطلب بودند که گاهی علت برگزیدن سیاست انبساطی پولی، بهره‌مند شدن خود بانک مرکزی و صرفاً ملاحظه‌های مربوط به خود بوده است (سونیبورن، ۱۳۷۲، ص۵۰).

شد که علت اصلی آن، عدم طراحی صحیح اوراق بود؛ از جمله اینکه، سود اوراق کمتر از نرخ تورم بود و بازخرید اوراق نیز توسط بانک‌ها تضمین شده بود؛ بنابراین، دارندگان اوراق تمایلی به نگه داشتن اوراق نداشتند و بیشتر اوراق نزد بانک‌ها نگهداری می‌شد. همچنین ابهام‌های شرعی (که مورد تأکید نمایندگان مجلس بود) و محدودیت‌های قانونی انتشار اوراق باعث کاهش توان بانک مرکزی در مدیریت نقدینگی شده بود.

راهکارهای شرعی برای انتشار اوراق جایگزین در عملیات شبه‌بازار باز (OMTO)

جوامع اسلامی که می‌خواهند در قالب OMTO، نقدینگی خود را کنترل کنند، لازم است که اوراقی طراحی نمایند تا علاوه بر عدم مشکل فقهی در مراحل مختلف عملیات، کارآیی اقتصادی نیز داشته باشد. مسئله فروش اوراقی که دارای عنصر انگیزشی سود باشد و در عین حال، به علت لزوم مسدود نمودن پول به دست آمده از فروش نتوان با آن پول، کار سودآوری انجام داد و سود را از محل آن پرداخت، دشواری طراحی این ابزار جایگزین منطبق با موازین شرعی را دوچندان می‌کند. علاوه بر این، باید تجدید انتشار آنها در سررسید و مبادله‌های ثانویه آنها مشروع باشد تا باعث توسعه بازارهای ثانویه شود. در ادامه، چند راهکار شرعی بیان می‌شود که می‌توان برای طراحی اوراق جایگزین در عملیات شبه‌بازار باز (OMTO) مورد استفاده قرار داد و سپس با توجه به ملاک‌های لازم، کارآیی آنها ارزیابی می‌شود.

الف. انتشار اوراق بر اساس «عقد جعاله»

تصویر راهکار به این صورت است که «بانک مرکزی اعلام می‌کند: هر کس پولش را ـ به منظور کنترل تورم ـ در مدت معینی از چرخهٔ اقتصاد خارج کند، به او جعل و پاداشی می‌دهم. آنگاه بانک مرکزی خود از طرف متقاضیان جعاله وکالت می‌کند که پول‌ها را گرفته و از چرخهٔ اقتصاد خارج کند و در مقابل، اوراقی که معادل پول دریافتی و جعل آن است، به آنها پرداخت می‌کند». از نظر اقتصادی، این اوراق، درجه جایگزینی بالایی برای عملیات شبه‌بازار باز دارد؛ چرا که این اوراق صرفاً برای سیاست‌های پولی است و بانک مرکزی به‌راحتی با استفاده از این اوراق می‌تواند پول به دست آمده را برای اهداف سیاست پولی‌اش مسدود کند. از آنجا که سود و پاداش

اوراق صرفاً با توجه به ملاحظه‌های اقتصادی تعیین می‌شود و هیچ‌گونه ارتباطی با بازدهی و بخش واقعی اقتصاد ندارد، بانک مرکزی بدون هیچ محدودیتی در انتشار انواع اوراق (کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت) و نیز در تجدید انتشار اوراق در سررسید و در تعیین نرخ سود برای تأثیر بر میزان تقاضای اوراق آزادی کامل خواهد داشت و می‌تواند متناسب با سیاست‌های پولی خود و در راستای توسعه بازارهای ثانویه، ویژگی‌های مختلف اوراق، مانند کیفیت بازپرداخت اوراق و سود آن را معین نماید. علاوه بر اینکه، نگهداری حجم زیادی از اوراق نیازمند مدیریت پیچیده‌ای نیست. بنابراین، در صورت عدم اشکال شرعی می‌تواند جایگزین بسیار مناسبی برای OMTO در نظام اسلامی باشد. مسئول پرداخت سود با توجه به اینکه جاعل، بانک مرکزی یا دولت است، بر عهده هر یک می‌تواند باشد.

از نظر فقهی، بر اساس فتوای مشهور فقهای امامیه، جعاله التزام به پرداخت عوضی معلوم در برابر عملی می‌باشد که حلال و مورد نظر جاعل است. بنابراین، عمل مطالبه شده باید حلال و عقلایی باشد و بر کار حرام و بیهوده‌ای که پرداخت پاداش در برابر آن سفیهانه است، جعاله تعلق نمی‌گیرد (امام خمینی، بی‌تا، ج۱، ص۵۸۶). عوض (جعل) می‌تواند حصه‌ای (درصد معینی) باشد، از آنچه که مورد جعاله قرار گرفته است. «عامل»، مستحق عوض است، هر چند که عملش را به قصدی که جاعل دارد، انجام نداده باشد. ویژگی مناسب جعاله برای طراحی اوراق این است که **عمل** مطالبه شده در جعاله می‌تواند **مردد** باشد؛ یعنی می‌تواند عمل برای یک روز یا یک ماه باشد و مقدار عوض نیز در این دو متفاوت باشد. از دیگر ویژگی‌های مهم جعاله ـ که مبادله‌های ثانویه اوراق را آسان می‌کند ـ اینکه در صورتی که شرط مباشرت نشده باشد، عامل می‌تواند عمل مورد نظر را به عنوان جاعل و با عوض متفاوتی از فرد دیگری مطالبه کند. اما برای طراحی اوراق بر اساس عقد جعاله لازم است که به اختصار به این مسئله و نکته فقهی پاسخ داده شود که آیا به این کار که شخص پولش را مسدود کند، «**عمل**» گفته می‌شود یا نه؟

شهید صدر، علاوه بر نقد استفاده از راهکار جعاله، به عنوان یکی از فریب‌های ربای قرضی، اشکال می‌کند که از نظر عرفی، جعاله در جایی معنا دارد که مالی را در برابر عمل و کاری بگذراند و نه در برابر مالی؛ در حالی که از نظر عرفی چنین مبلغ افزوده‌ای در برابر همان وام نهاده می‌شود و نه کار وام دادن. سپس بیان می‌کند که در

حقیقت، در جعاله دو پایه اساسی داریم: یکی، دستور انجام کاری و دیگری، مبلغی که در برابر آن کار قرار می‌دهیم. آنچه سبب ضمان می‌شود، همان پایه نخست است و ضمان در جعاله از نوع ضمان غرامت کار است و نه ضمان داد و ستدی. پایه دوم، چیزی جز معین کردن اندازه و مبلغ ضمان نیست؛ زیرا اگر آن را معین نمی‌کردیم، به ناچار باید دستمزد بازار را می‌پرداختیم (صدر، ۱۴۱۰ق، ص۱۶۶–۱۶۸).

فقها در کتاب *جعاله*، **عمل** مورد نظر در جعاله را به‌طور مستقل تعریف نکرده‌اند، اما پاره‌ای از سخنان فقها در دیگر ابواب فقهی می‌تواند نسبت به این مسئله راهگشا باشد. برخی فقها برای اینکه کسی بخواهد خانه‌اش را بدون بیان مدت خاصی اجاره دهد، راهکار «جعاله» را پیشنهاد نموده‌اند؛ به این صورت که مستأجر به صاحب‌خانه بگوید: در هر ماهی که من را در خانه‌ات اسکان دهی، یک درهم جعل قرار می‌دهم (نجفی، ۱۳۶۷، ج۲۷، ص۲۳۵). لیکن گروهی از فقها اشکال کرده‌اند که قوام جعاله به این است که پاداش در برابر عمل محترمی باشد، نه اینکه جعاله در مقابل منافع اموال باشد (طباطبایی یزدی، ۱۴۲۰ق، ج۵، ص۱۸)، مگر اینکه بگوییم در این مسئله، جعل در برابر اجازهٔ صاحب‌خانه است و اجازه، **عمل محترمی است** که از صاحب‌خانه صادر شده است (خویی، بی‌تا، ص۷۸).

مسئله دیگری که می‌تواند بیانگر آرای فقها نسبت به «عمل» معتبر در جعاله باشد، مسئله‌ای دربارهٔ ضمان است. بحث به این صورت است که یک کشتی با خطر غرق شدن روبه‌روست و شخصی به دیگری می‌گوید: «**الق متاعک فی البحر و علی ضمانه**؛ کالایت را در دریا بینداز و من ضمانت می‌کنم». مسئله دربارهٔ ضمان و به دلیل اینکه مصداق «**ضمان ما لم یجب**» است، مشکل دارد؛ اما بسیاری از فقها راه‌حل مسئله را جعاله دانسته و گفته‌اند: عمل بیرون انداختن کالا از کشتی، کاری محترم است که به لحاظ ارزش آن کالا، این کار ارزش دارد و **اجرت و ارزش این کار به میزان ارزش کالایی است که به دریا انداخته است** (بحرالعلوم، ۱۴۰۳ق، ج۲، ص۱۷۹). بنابراین می‌توان گفت که فقها دربارهٔ جعاله به توسعه مفهوم **عمل** قائل هستند؛ به‌گونه‌ای که دربارهٔ اجاره و دیگر ابواب قائل نیستند. از مطالب بیان شده، می‌توان نتیجه گرفت که مفهوم عمل در جعاله نزد تعداد زیادی از فقها قابل صدق به صرف «اذن در تصرف اموال عامل» می‌شود و ارزش این عمل هم متأثر از ارزش کالایی است که اجازه به تصرف آن داده شده است.

بنـابراین، در بحـث مـورد نظـر بعـد از اعـلام بانـک مرکـزی، همـین کـه مـردم اجازهٔ مسدود شدن اموالشان را می‌دهنـد، صـحیح اسـت کـه بتواننـد بـه عنـوان عامـل در قرارداد جعاله قرار گیرند، به‌خصوص اینکه در اینجا عمل مورد جعاله مسدود نمودن پـول بـرای کنتـرل نقـدینگی اسـت کـه از نظـر عـرف نیـز نـوعی مـشارکت در کـار تلقی می‌شود، به خلاف عمـل در قـرض دادن کـه بایـد کـار معـین را صـرفاً وام دادن معرفی نماییم که از نظر عرفی پذیرفته نیست؛ پس اشکال شـهید صـدر در اینجـا پـیش نمی‌آید. بنابراین، به نظر می‌رسـد کـه طراحـی ابـزار جـایگزین OMTO بـا اسـتفاده از جعاله، قابل طرح است و ظاهراً اشکال شرعی هم ندارد، هر چند بـرای اینکـه بـه‌طـور کلی مورد عمل قرار گیرد، به توافق نـسبی فقهـای معاصـر نیـاز دارد. آیـت الله گرامـی در پاسخ به سؤالی که نویسندگان از ایشان دربـارهٔ ایـن مـسئله نمـوده‌انـد، بیـان داشـته است: این طرح درست نیست، جعاله عقلایی، آن است کـه معاوضـه‌ای باشـد. اسـتفاده نکردن یا کردن از مال خود، عوضی حـساب نمـی‌شـود، هـر چنـد از اسـتفاده نکـردن صاحب مال، استفاده‌ای به طرف مقابل می‌رسـد. مثـال جُعـل مقابـل اذن صـاحب‌خانـه این‌گونه نیست. مثال القای متاع در دریا نیز به خاطر تضمین و تعهـد خـسارت صـحیح است، نه جعاله.

ب. انتشار اوراق بر اساس «عقد قرض‌الحسنه»

تصویر راهکار به این صورت است که «بانک مرکزی اوراقی با نام اوراق قـرض‌الحـسنه منتشر می‌کند و اعلام می‌کند که هر کس پولش را ـ به منظور کنترل تورم و خروج پول از چرخهٔ اقتصاد ـ مدت معینی به او قرض‌الحسنه دهد، علاوه بر سهیم شـدن در ثـواب قرض‌الحسنه و یاری رساندن به دولت اسلامی، از جـوایزی کـه بـر اسـاس قرعـه بـین سپرده‌گذاران توزیع می‌شود، بهره‌مند می‌شود».

اوراق قرض‌الحسنه بانک مرکزی می‌تواند در مبـالغ مختلـف و بـه صـورت بـا نـام و بی‌نام و با سررسیدهای متفاوت و نیـز بـدون سررسـید مـشخص صـادر شـود. ایـن اوراق، بهره ندارد و در سررسید به میـزان اصـل سـپرده بـه دارنـدگان اوراق پرداخـت می‌شود. بانک مرکزی برای تشویق مردم مسلمان به خرید اوراق می‌تواند از راه‌های زیر استفاده نماید:

۱. اطلاع‌رسانی نسبت به مزایای این اوراق

۱ـ۱. تأکید بر ثواب معنوی بسیار زیاد خرید این نوع اوراق قرض‌الحسنه که به جهت یاری رساندن به دولت اسلامی، ثواب بیشتری هم خواهد داشت. به‌ویژه اینکه دولت اسلامی برای رسیدن به اهداف اقتصادی خود ناچار از جمع‌آوری این پول‌ها است و مانند نیازمندی‌های دیگر دولت نیست که بتواند از دیگر منابع داخلی و خارجی تأمین اعتبار نماید.

۱ـ۲. تأکید بر اینکه این‌گونه قرض‌الحسنه (بر خلاف قرض‌الحسنه به افراد حقیقی) هیچ‌گونه ریسک عدم بازگشتی ندارد. همچنین به فاصله بعد از خرید اوراق، قرض‌الحسنه محقق شده است؛ بر خلاف قرض‌الحسنه به بانک‌ها که در واقع، نوعی وکالت دادن به بانک برای اعطای قرض‌الحسنه به نیازمندان است. بنابراین، در اینجا «عدم اعتماد به سیستم بانکی در تحقق قرض‌الحسنه» وجود ندارد.

۱ـ۳. تأکید بر اینکه هیچ‌گونه سود اقتصادی از فروش این اوراق به دست نمی‌آید و فروش اوراق صرفاً برای کنترل نقدینگی و مدیریت تورم است که همهٔ مردم و از جمله خود قرض‌دهندگان به نوعی از آن بهره‌مند می‌شوند.

۲. اعطای جایزه به قید قرعه برای برخی سپرده‌گذاران

بانک مرکزی به منظور تشویق مردم به افزایش سپرده‌گذاری در این امر می‌تواند در هر مرحله فروش اوراق، جوایزی را تعیین و اعلام کند تا به قید قرعه به برخی از خریدارها تعلق گیرد. با توجه به اینکه اطلاع‌رسانی شده است که بانک مرکزی هیچ سود اقتصادی از این اوراق نمی‌برد و هیچ‌گونه اوراق مشابهی نیز (که رقابت را به وجود آورد) توسط نهاد دیگری عرضه نمی‌شود، اثرهای مخرب رقابت منفی در تبلیغات، فریبکاری و بخت‌آزمایی به مراتب در این اوراق کمتر از سایر سپرده‌گذاری‌های قرض‌الحسنه کنونی خواهد بود.

۳. اعطای پاداش به تمامی خریداران در برخی مواقع

یکی از روش‌هایی که شرع مقدس برای تشویق قرض‌دهنده به قرض دادن در مراحل بعدی پیش‌بینی نموده و حتی به عنوان سپاس از قرض‌دهنده آن را مستحب دانسته، این است که هنگام بازپرداخت اصل قرض (بدون آنکه در ابتدا شرطی گذاشته باشد)، مبلغی زیاده بر اصل را به قرض‌گیرنده اهدا نماید. بانک مرکزی نیز می‌تواند از این روش

استفاده نماید و در برخی مواقع به خصوص هنگامی که به گونه محسوسی موفق به کنترل و مدیریت نقدینگی شده است، پاداشی را برای تمامی خریداران اوراق قرار دهد.

برخی ویژگی‌های اقتصادی این اوراق بسیار قابل توجه است. یکی از مهم‌ترین محدودیت‌های عملیات شبه‌بازار باز (OMTO) پرهزینه بودن انجام عملیات ناشی از بهره اوراق است. چنانچه در سال ۱۹۹۱ هزینه بهره اوراق مورد استفاده به یکی از چالش‌های مهم اقتصاد موریتانی تبدیل شد (کیونتین، ۱۹۹۴، ص۱۲). اما استفاده از اوراق قرض‌الحسنه بانک مرکزی تقریباً بدون هزینه است و بانک مرکزی بدون هیچ‌گونه زیان و خسارتی می‌تواند با استقلال کامل به برگزیدن سیاست‌های پولی خود اقدام نماید. از دیگر امتیازهای اوراق این است که با وجود اینکه استقلال بانک مرکزی را حفظ نموده و لزوم هماهنگی با مقام‌های پولی را به حداقل رسانده است، هیچ آسیبی به بازارهای نوظهور مالی نمی‌رساند تا پدیده تقسیم بازار به وجود آید؛ چرا که مشتریان این بازار با انگیزه‌هایی متفاوت از بازارهای مالی به خرید و فروش این اوراق اقدام می‌کنند.

اوراق قرض‌الحسنه بانک مرکزی به خاطر امکان انتشار در سررسیدهای متفاوت و آسان بودن مبادله‌های ثانویه، انعطاف‌پذیری قابل توجهی دارد، علاوه بر اینکه نگهداری حجم زیادی از اوراق نیازمند مدیریت پیچیده‌ای نیست و از آنجا که خریداران به صورت داوطلبانه، این اوراق را خرید و فروش می‌کنند، زیان خالصی را متوجه سیستم اقتصادی نمی‌کند.

با این حال، طراحی چنین اوراقی محدودیت‌هایی نیز دارد؛ از جمله اینکه:

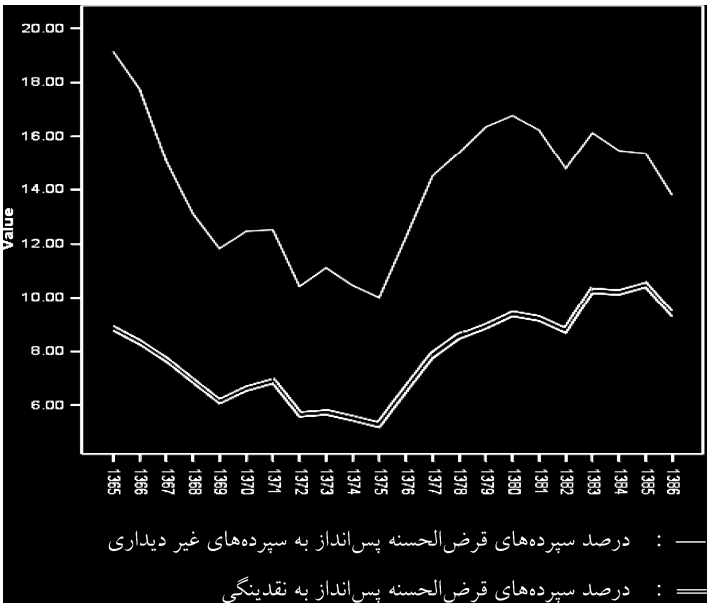
۱. به جهت بدون بهره بودن اوراق، بانک مرکزی ابزار مناسبی برای رشد تقاضا و نیز سیاست‌گذاری این اوراق ندارد. هر چند اگر اقتصاد کشور اسلامی توانایی خوبی برای جذب اوراق قرض‌الحسنه داشته باشد، با استفاده از تعیین سررسیدهای متفاوت تا حدی مدیریت و سیاست‌گذاری اوراق امکان‌پذیر است؛

۲. میزان انتشار این اوراق محدود به انگیزه‌های دینی و ارتباط و اطمینانی است که شهروندان مسلمان به حاکم و دولت اسلامی دارند؛

۳. بر اساس تحقیق‌های متعدد (امیری، ۱۳۸۵؛ خواجه‌زاده، ۱۳۸۳)، میزان سپرده حساب‌های قرض‌الحسنه، به‌شدت تحت تأثیر تبلیغات است و مانده این حساب‌ها بعد از انجام قرعه‌کشی جوایز، بسیار پایین می‌آید. در این اوراق نیز که مبتنی بر قرض‌الحسنه با جایزه است، احتمال رخ دادن این امر زیاد است؛ هر چند این امر

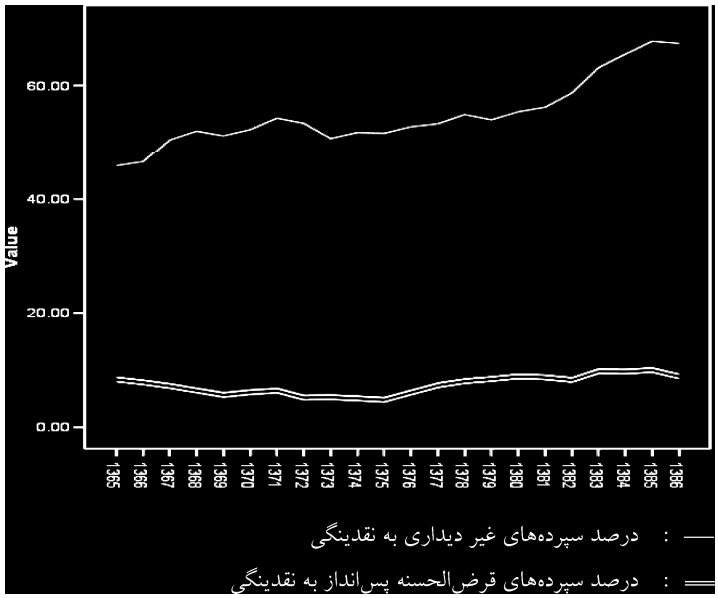
ممکن است ناشی از عملکرد بانک‌ها و تبلیغات افراطی آنها باشد که اصالت این عقد اسلامی در سیستم بانکی را مخدوش و باعث تغییر در انگیزه سپرده‌گذاری در این حساب‌ها شده است. بانک مرکزی با عملکرد صحیح می‌تواند انگیزه‌های الهی قرض‌الحسنه را در مسیر اصلی قرار دهد. علاوه بر اینکه با تعدد انجام قرعه‌کشی در فاصله‌های معین زمانی، امکان تعدیل این سیکل وجود دارد.

اگر توان اقتصاد دربارهٔ تجهیز منابع در قالب قرض‌الحسنه پایین باشد، بانک مرکزی نمی‌تواند از این اوراق در سیاست‌های پولی خود استفاده نماید. به عنوان راهنمایی اجمالی ظرفیت تجهیز منابع در این راهکار، از میزان سپرده‌های قرض‌الحسنه پس‌انداز بانک‌ها و نسبت آن به کل سپرده‌های غیر دیداری[1] و نقدینگی استفاده می‌کنیم. در نمودار شماره ۱، «درصد سپرده‌های قرض‌الحسنه پس‌انداز» به «کل سپرده‌های غیر دیداری» و «کل نقدینگی» در سال‌های ۱۳۶۵ تا ۱۳۸۶ نشان داده شده و در نمودار شماره ۲، درصد «سپرده‌های قرض‌الحسنه پس‌انداز به نقدینگی» با درصد کل سپرده‌های غیر دیداری به نقدینگی» مقایسه شده است.



نمودار ۱

۱. سپرده‌های غیر دیداری، شامل سپرده‌های کوتاه‌مدت، بلندمدت، قرض‌الحسنه پس‌انداز و دیگر سپرده‌ها نزد بانک‌ها و مؤسسه‌های اعتباری غیر بانکی است.



نمودار ۲

بر اساس نمودار شماره ۱، میزان سپرده‌های قرض‌الحسنه به‌طور میانگین ۷/۷۱۴۸ درصد کل نقدینگی و ۱۴/۱۴۸۶ درصد کل سپرده‌های غیر دیداری بوده است، هر چند گاهی تا ۱۰/۴۰ درصد کل نقدینگی و ۱۹/۱۵ درصد سپرده‌های غیر دیداری نیز رسیده است. نکته قابل توجه این است که به دلیل عدم سیاست‌گذاری مناسب، با وجود رشد سپرده‌های غیر دیداری نسبت به نقدینگی در این سال‌ها (از ۴۵/۸۱ درصد در سال ۱۳۶۵ به ۶۷/۳۴ درصد نقدینگی در سال ۱۳۸۶ ارتقا یافته است)، نسبت سپرده‌های قرض‌الحسنه پس‌انداز با نقدینگی رشد چندانی نداشته است (از۸/۷۷ درصد در سال ۱۳۶۵ به ۹/۲۹ درصد نقدینگی در سال ۱۳۸۶ رسیده است). نمودار شماره ۲، این نسبت‌ها را در سال‌های ۱۳۶۵ تا ۱۳۸۶ نشان می‌دهد.

با این همه، میزان حجم سپرده‌های قرض‌الحسنه در مقایسه با میزان اوراق مشارکت بانک مرکزی در سال‌های انتشار این اوراق قابل توجه است (ارقام به میلیارد ریال است):

سال	میزان اوراق مشارکت بانک مرکزی (فروخته‌شده)	سپرده قرض‌الحسنه
۱۳۸۰	۹۴۴۳/۶	۲۹۸۴۷/۵
۱۳۸۱	۱۷۰۵۱/۸	۳۸۱۰۸
۱۳۸۲	۱۶۶۴۷/۶	۴۵۷۰۶
۱۳۸۳	۲۰۲۳۷/۹	۶۹۸۰۶/۲
۱۳۸۴	۱۰۷۶۸/۳	۹۳۲۳۰/۱
۱۳۸۵	۲۲۱۸۷	۱۳۳۵۲۲/۴
۱۳۸۶	۲۲۷۶۳/۳	۱۵۲۳۰۵

این جدول نشان می‌دهد که در سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶، میزان اوراق مشارکت بانک مرکزی که فروخته شده، ۱۱۹۰۹۹/۵ میلیارد ریال و به‌طور متوسط سالانه ۱۷۰۱۴/۲۱ میلیارد ریال بوده است؛ در حالی که در همین سال‌ها، میزان سپرده‌های قرض‌الحسنه پس‌انداز ۵۶۲۵۲۵/۲ میلیارد ریال و به‌طور متوسط سالانه ۸۰۳۶۰/۷۴ میلیارد ریال است.

هر چند حجم میزان سپرده‌های قرض‌الحسنه تقریباً ۸ درصد نقدینگی بوده است؛ اما با سیاست‌گذاری و ایجاد انگیزه در سرمایه‌گذاران می‌توان آن را افزایش داد. بنابراین، با فرض اینکه از این ظرفیت در انتشار اوراق قرض‌الحسنه بانک مرکزی استفاده شود، تأثیر آن بر نقدینگی و در نتیجه، بر تورم قابل قبول به نظر می‌رسد و می‌توان از این اوراق در کنار ابزار دیگر سیاست پولی استفاده نمود، به‌خصوص با توجه به مزایای منحصربه‌فردی که برای این اوراق بیان شد.

ج. انتشار اوراق بر اساس «خرید و فروش اوراق اعتباری با اسکناس»

تصویر راهکار به این صورت است: «بانک مرکزی چنانچه منتشرکننده اسکناس است و به آن اعتبار می‌دهد، اوراق دیگری را نیز منتشر می‌کند که تفاوت‌هایی با اسکناس دارد، از جمله اینکه درجه نقدینگی کمتر و مدت اعتبار معینی دارد و در پایان مدت اعتبار، بانک مرکزی که خود اعتباردهنده به این اوراق است، ملزم است که این اوراق را به مبلغ مشخصی که از ابتدای انتشار مشخص است و بر روی ورقه نوشته شده، بازخرید

کند و در برابر آن، اسکناس ـ که آن هم اوراق اعتباری بانک مرکزی با نقدینگی بسیار بالاتر و بدون محدودیت است ـ بپردازد.

بانک مرکزی به هر کدام از این دو اوراق به انگیزه‌ای اعتبار می‌دهد. اوراق بدون محدودیت زمانی و با نقدینگی بسیار بالا (اسکناس) را به عنوان ابزاری ایجاد می‌کند که واسطه در مبادله باشد و اوراق اعتباری با محدودیت زمانی و با نقدینگی کمتر را به این دلیل ارائه می‌کند که اوراق قبلی، نقش معیار سنجش و ذخیره ارزش را در شرایط تورمی به خوبی بتواند ایفا کند. مردم انتظار دارند که معیار سنجش و ذخیره ارزش دچار تغییر قابل توجهی نشود تا بتواند سایر ارزش‌های اقتصادی خود را با آن سنجیده و ذخیره کنند. مردم با چنین انتظار و توافق ضمنی است که اسکناس را به عنوان پول پذیرفته‌اند؛ بنابراین انتظار دارند که دولت در مدیریت حجم پول و چاپ و انتشار اسکناس به‌گونه‌ای عمل نکند که به دارایی آنها ضربه قابل توجهی وارد آید. این اوراق به لحاظ کارآیی اقتصادی، مانند اوراق مبتنی بر جعاله است و درجه جایگزینی بالایی در عملیات شبه‌بازار باز دارد.

از نظر فقهی، این راهکار مبتنی بر معامله و خرید و فروش اسکناس با اوراق بانک مرکزی است. در بررسی فقهی این اوراق باید دو مسئله زیر را بررسی کنیم:

۱. آیا اسکناس و اوراق بانک مرکزی ارزش مالی و به تعبیری، مالیت دارد؟

۲. آیا شرایط ربای معاوضی در معامله اسکناس با اوراق بانک مرکزی وجود دارد؟

درباره اینکه آیا اسکناس مالیت دارد یا نه، بحث‌های مفصلی شده است؛ در اینجا به برخی از بحث‌های اشاره شده درباره اسکناس و ملاک‌های بیان شده در مالیت داشتن آن اشاره می‌کنیم تا احیاناً بتوانیم وضع ارزش مالی داشتن اوراق اعتباری را نیز مشخص نماییم. نظر بیشتر فقها این است که پول سند و حواله، مالی نیست؛ بلکه به‌خودی‌خود، مالیت اعتباری دارد؛ پس خرید و فروش آن اشکالی ندارد. لیکن فقها ملاک‌های مختلفی را نسبت به چگونگی مالیت داشتن این اوراق بیان نموده‌اند؛ برخی فقها مالیت اسکناس را به این خاطر می‌دانند که یک مرجع قانونی، مالیت و قیمتی را به عنوان قدرت خرید در آن اعتبار نموده است.[1] گروهی دیگر، خاستگاه مالیت اعتباری پول را این می‌دانند که عرف و عقلا پول را مال می‌دانند، زیرا مال جز آن چیزی که عرف و

۱. مرحوم خویی، امام خمینی، آیت الله مکارم شیرازی، آیت الله تبریزی، سید کاظم حائری و بسیاری از دیگر مراجع کنونی، نظرهایی شبیه این بیان را دارند.

عقلا گفته‌اند و در برابر آن مال دیگری می‌پردازند، معنا و مفهومی ندارد (شاهرودی، به نقل از یوسفی، ۱۳۷۷الف، ص۱۰۸).

برخی محققان، اعتبار دولت و پذیرش عرف عام را معیار مالیت اعتباری پول‌ها دانسته‌اند؛ چرا که تنها اعتبار مالیت آن از طرف دولت بدون اینکه خواست عرف عام با اعتبار دولت هماهنگ شود، فایده‌ای ندارد (یوسفی، ۱۳۷۷ب، ص۴۷). بنابراین، در اینکه اسکناس مالیت دارد، اشکالی وجود ندارد. همچنین هر سه ملاک مالیت اعتباری که برای اسکناس بیان شد (اعتبار دولت، پذیرش عرف عام و یا هر دو) در مورد اوراق بانک مرکزی نیز می‌تواند درست باشد. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که اوراق بانک مرکزی (همانند اسکناس) به‌خودی‌خود نیز می‌تواند مالیت اعتباری داشته باشد و خرید و فروش آنها اشکالی ندارد.

نسبت به مسئله دوم، لازم است بررسی کنیم که آیا معامله اسکناس با اوراق بانک مرکزی، معامله ربوی است یا نه؟ فقها دربارهٔ ملاک اتحاد جنس، ملاک‌های مختلفی بیان نموده‌اند، از جمله «اطلاق یک اسم نزد عرف بر دو جنس»، «برگشت دو جنس به یک اصل واحد»، «عرفاً از نوع واحدی باشد، هر چند کیفیت آنها متفاوت باشد»، «اینکه دو جنس از یک نوع و دارای یک حقیقت باشند» و یا اینکه «برگشت به یک اصل واحد داشته باشند، به شرطی که استحاله پیدا نکرده باشند» (بجنوردی، ۱۳۷۷، ج۵، ص۸۵).

با توجه به ملاک‌های بیان شده، برخی فقیهان اسکناس هر کشور را با کشور دیگر غیر همجنس می‌دانند (سیستانی، ۱۴۱۶ق، ج۲، ص۷۵). بر اساس این ملاک‌ها می‌توان گفت که اسکناس و اوراق بانک مرکزی نیز دو جنس مختلف است؛ چرا که دو نوع اعتبار می‌باشد که یکی، به عنوان وسیلهٔ مبادله و دیگری، به عنوان وسیله‌ای برای کنترل نقدینگی است و نزد عرف نیز اینها دو چیز است. البته با وجود اختلاف فقها در معرفی ملاک اتحاد در جنس، مسئله در مورد بحث ما آسان است؛ چرا که به تصریح فقهای بزرگوار، اسکناس مکیل و موزون نیست؛ بنابراین، شرط دوم تحقق ربای معاملی (مکیل و موزون بودن ثمن و مثمن) در اینجا درست نیست و این معامله ربوی نیست. آیت الله گرامی در پاسخ به سؤالی که از ایشان دربارهٔ مسئله تحقیق و استفاده از این راهکار شده، می‌نویسد: «به نظر این‌جانب این راهکار بهترین است که مراجعان به بانک هم همگی آن را می‌فهمند و در جلسه‌های متعددی روی این نظر همواره اصرار داشته‌ام. البته این اوراق معدود هم نیست، گرچه معدود هم از نظر ما مورد ربا نیست».

بنابراین، اوراق اعتباری بانک مرکزی ارزش مالی و مالیت دارد و شرایط ربای معاوضی نیز در معامله این اوراق با اسکناس وجود ندارد. پس این راهکار، علاوه بر اینکه از نظر جایگزینی در عملیات OMTO بسیار مناسب است، بدون هر گونه اشکال شرعی نیز می‌باشد.

جمع‌بندی و پیشنهادها

با توجه به ویژگی‌های منحصربه‌فردی که برای این عملیات بیان کردیم، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران نیز همانند بسیاری از کشورهای در حال توسعه مناسب است که استفاده از این ابزار را در دستور کار خویش قرار دهد و نسبت به توقف انتشار اوراق تجدید نظر نماید؛ اما با توجه به تجربه‌های گذشته لازم است که برای موفقیت گذار به ابزار غیر مستقیم پولی و دسترسی به عملیات بازار باز واقعی، اقدام‌های زیر را انجام دهد:

الف. بازبینی در طراحی ویژگی‌های اوراق؛

ب. تبیین راهکار شرعی برای اوراق یاد شده؛

ج. اصلاح فرآیند قانونی انتشار اوراق.

بنابراین:

۱. با توجه به اختلاف نظر مقام‌های پولی و مالی در سال‌های پی‌درپی بعد از انقلاب که باعث برگزیدن رویکرد افزایش استقلال عملیاتی بانک مرکزی در چارچوب برنامه پنج ساله چهارم و دیگر قوانین شده است، انتخاب «اوراق بانک مرکزی» که به‌طور عمده‌ای به واسطه جدا شدن مدیریت پولی از مدیریت بدهی، استقلال عملیاتی بیشتری برای بانک مرکزی در گام‌های نخست گذار به ارمغان می‌آورد، انتخابی مناسب و در راستای همان رویکرد است. اما برای جلوگیری از پدیده تقسیم بازار باید ترتیب‌های هماهنگی کاملی بین مقام‌های پولی و مالی لحاظ شود و مزایای یکسانی برای این اوراق و اوراق بدهی دولتی در نظر گرفت تا اختلالی در توسعهٔ بازارهای نوظهور مالی ایجاد نشود. حجم اوراق باید متناسب با نیازهای مدیریت پولی منتشر شود و ترتیب‌ها به‌گونه‌ای طراحی شود که فرآیند خنثی‌سازی را آسان کند تا در زمانی که اوراق بدهی بیش از نیاز مدیریت بدهی فروخته شده است، عملیات خنثی‌سازی صورت گیرد. علاوه بر اینکه برای جلوگیری از زیان بانک مرکزی باید دولت هزینه‌های «جذب

نقدینگی» در گام‌های اول OMTO را ـ عمدتاً پـاداش اوراق ـ تحمـل کنـد. البتـه بـرای جلوگیری از رشد نقدینگی و تولید پول بی‌رویه لازم است که در قالب محدودیت‌هـای شدیدی، برنامه‌های دولت که به‌طور معمول به وسیله تولید پول تأمین اعتبـار مـی‌شـود، غیر قانونی اعلام شود؛ به‌خصوص با توجه به اینکه تولید پول با هر گونه خرید دارایی، اعم از ارزهای دولت که از فروش نفت به دست آمده و یا سـند بـدهی دولتـی توسـط بانک مرکزی، باعث ایجاد پول پرقدرت می‌شود و تقریباً هیچ تفاوتی میان آثـار ایـن دو بر ترازنامهٔ بانک مرکزی وجود ندارد. پس قانون خرید ارز از دولت بـرای تـأمین منـابع ریالی بودجه دولت باید مورد بازنگری قرار گیرد و ریالی کردن ارز بـر اسـاس مـصالح سیاست‌های پولی انجام شود.

۲. در به‌کارگیری OMTO همیشه این نکته مورد توجه قرار گیـرد کـه ایـن عملیـات صرفاً برای مرحله گذار طراحی شده که از یک طرف، بانک مرکزی بـه علـت نقـدینگی بسیار بالا ناچار به جذب نقدینگی در سطح کلان است و از طرف دیگر، بازارهای مالی به اندازه کافی توسعه یافته نیست. بنابراین، اجرای ایـن عملیـات و ویژگـی‌هـای اوراق بانک مرکزی، اعم از پاداش اوراق، توجه به بازار در تعیین پاداش و زیان ناشی از تغییـر قیمـت، حجـم اوراق، تعـداد دارنـدگان اوراق، سررسـیدهای اوراق در کوتـاه‌مـدت و بلندمدت، آسانی مبادله‌هـا و انتقـال اوراق، مالیـات بـر اوراق، قـوانین تنزیـل دوبـاره و بازخرید، باید به‌گونه‌ای طراحی شود که برانگیزاننده مبادله‌ها و توسعه بازارهـای ثانویـه باشد و به این ترتیب، راه گذار به عملیات بازار باز واقعی بر اساس بازار هموار شود.

۳. با توجه به اینکه استفاده از OMTO در کشورهای اسلامی بـه دلیـل محـذور ربـا، امکان‌پذیر نیست، باید اوراقی کارآمد و سازگار با موازین فقهی بـرای مرحلـه گـذار بـه ابزار غیر مستقیم سیاست پولی در این کشورها طراحـی شـود. راهکارهـای «جعالـه» و «خرید و فروش اوراق اعتباری با اسکناس»، بیشترین درجه جـایگزینی را دارد. هـر دو با معیارهایی، مانند عدم محدودیت در انتشار، امکان انتشار با سررسیدهای کوتـاه‌مـدت و میـان‌مـدت، امکـان در نظـر گـرفتن پـاداش‌هـا بـر اسـاس شـرایط اقتـصادی، آزادی عملیاتی بانک مرکزی، عدم خسارت بانک مرکـزی و سـادگی شـکل حقـوقی، کـارآیی یکسانی دارند. اوراق مبتنی بر قرض‌الحسنه نیـز در تمـام مـوارد شـبیه آنهاسـت، فقـط ممکن است توان جذب نقدینگی از راه اوراق قرض‌الحسنه در برخـی شـرایط کمتـر از دو مورد دیگر باشد.

۴. سیاست‌های مالی و پولی با وقفه‌های درونی (شامل «وقفه تشخیص»، «وقفه در تصمیم‌گیری» و «وقفه در اقدام») و وقفه بیرونی بر اقتصاد تأثیر می‌گذارد. در سیاست‌های مالی، به دلیل تأثیر مستقیم بر تقاضا و درآمد کل وقفه‌های بیرونی، کوتاه و به دلیل اینکه به‌طور معمول اجرای آنها نیازمند فرآیند تصویب لایحه‌هایی در مجالس قانونگذاری است، وقفه‌های درونی طولانی است. سیاست‌های پولی نیز به خاطر تأثیر در تقاضای کل از راه سرمایه‌گذاری و مصرف، وقفه بیرونی بیشتری دارد؛[1] در حالی که به دلیل واگذاری عملیات به مقام‌های پولی، وقفه‌های درونی به مراتب کمتری نسبت به سیاست‌های مالی دارد. بنابراین، این قانون در بند ح. ماده ۱۰ قانون چهارم توسعه مبنی بر لزوم تصویب صدور اوراق مشارکت بانک مرکزی از سوی مجلس شورای اسلامی، بر خلاف این فرآیند، در برگزیدن سیاست‌های پولی و محدودکننده، فعالیت‌های بانک مرکزی در مدیریت نقدینگی داخلی انعطاف‌پذیرتر است؛ بنابراین، پیشنهاد می‌شود که برای کم کردن وقفه‌های بیرونی، راهکارهای قانونی استفاده از اوراق به‌گونه‌ای طرح شود که به بانک مرکزی استقلال بیشتری برای مدیریت نقدینگی بدهد. علاوه بر این، استفاده از قید «مشارکت» در اوراق بانک مرکزی لازم نیست، هر چند راهکار فقهی اوراق لازم است که در دستورالعمل جداگانه‌ای تدوین شده و مجوزهای لازم از مراجع صلاحیت‌دار را بگیرد. برای این کار ممکن است که از راهکارهای مختلف «خرید و فروش اوراق اعتباری با اسکناس»، «جعاله» یا «قرض‌الحسنه» استفاده شود.

۵. سخن آخر اینکه، این مقاله به دنبال باز کردن راه بررسی سیاست مستقل پولی در چارچوب اقتصاد اسلامی است و نیازمند گفتگوها و تلاش‌های بیشتر محققان اقتصاد اسلامی است. در کشور ما، به دلایل متعدد اقتصادی و غیر اقتصادی و عدم استقلال بانک مرکزی، تدابیر فقهی ممکن است فریبنده باشد و موجب استفاده نادرست دولت‌ها از این اوراق و بی‌انضباطی مالی در بخش دولتی شود؛ در نتیجه، بانک مرکزی توان لازم برای مدیریت پولی را از دست بدهد و در اثر بی‌انضباطی مالی در بخش دولتی، مهار تورم امکان‌پذیر نباشد و هزینه بی‌انضباطی‌ها نیز از جیب مردم تأمین شود. در واقع، جدا شدن این اوراق از بخش واقعی اقتصاد، مانند شمشیر دولبه است که خطرهایی را به همراه دارد؛ بنابراین، باید با راهکارهای قانونی، این خطرها را حذف و یا کاهش داد

۱. فریدمن بر پایه شواهد تجربی و نه نظری برآورد می‌کند که این وقفه‌ها امکان دارد در دامنه بین ۶ ماه تا ۲ سال برای سیاست‌های پولی باشد (دورنبوش و فیشر، ۱۳۷۸، ص۴۷۳).

تا استفاده از این راهکار به عدم مزیت تبدیل نشود. البته در صورتی که تدابیر فقهی در جهت تأمین مالی کسری‌ها و بی‌انضباطی‌های دولت قرار گیرد، ماهیت واقعی این ابزارها نیز عکس شده و غرض اصلی انتشار این اوراق محقق نمی‌شود؛ چرا که هدف از طراحی این اوراق، امکان کنترل نقدینگی است که به‌طور معمول در کشورهای توسعه نیافته مورد نیاز است. علاوه بر این، در کشور ما نیز متصل بودن درآمدهای نفت به بودجه دولت، باعث بی‌انضباطی‌های زیادی شده است که عدم استقلال بانک مرکزی نیز بر این مشکل می‌افزاید. بنابراین، به نظر می‌رسد که از این اوراق صرفاً برای مدیریت پولی استفاده شود و هرگز برای تأمین مالی کسری‌های مالی دولت به‌کار گرفته نشود.

منابع

آیت الله مؤمن (۱۳۷۹)، «جایگاه اوراق مشارکت در اسلام»، *معرفت*، ش۲۸، فروردین‌ماه.

اختر، حسین و انیس، چودری (۱۳۸۲)، *سیاست‌های پولی و مالی در کشورهای در حال توسعه*، ترجمه محمد آسیایی و مسعود باباخانی، چاپ اول، تهران: انتشارات پژوهشکدهٔ امور اقتصادی.

الاصفهانی، الشیخ محمد حسین (۱۴۰۹ق)، *الاجارة*، الطبعة الثانیة، قم: مؤسسة النشر الاسلامی.

الامام الخمینی، روح‌الله (بی‌تا)، *تحریر الوسیلة*، ج۱، قم: انتشارات قدس محمدی.

امیری، علی (۱۳۸۵)، *بررسی اثربخشی تبلیغات تلویزیونی بر جذب حساب‌های قرض‌الحسنه در بانک تجارت*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت بازرگانی، دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی.

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اداره بررسی‌های اقتصادی (۱۳۷۸)، «گزارش اوراق سهم‌الشرکة بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران».

البجنوردی، السید محمد حسن (۱۳۷۷)، *القواعد الفقیة*، ج۵، قم: نشر الهادی.

بحرالعلوم، السید محمد (۱۴۰۳ق)، *بلغة الفقیة*، ج۲، الطبعة الرابعة، تهران: مکتبة الصادق.

جلالی نایینی، احمدرضا و علی، حسن‌زاده (۱۳۸۰)، «ارزیابی انتشار اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای مالی سیاست پولی در کنترل نقدینگی و تورم»، *تازه‌های اقتصاد*، ش۹۹.

الحلی (بی‌تا)، *تذکرة الفقهاء*، قم: المکتبة المرتضویة الاحیاء الآثار الجعفریة.

خواجه‌زاده، سامان (۱۳۸۳)، *ارزیابی تأثیر تبلیغات تلویزیونی بانک کشاورزی بر سپرده‌گذاری در حساب‌های قرض‌الحسنه پس‌انداز*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت بازرگانی، دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی.

الخویی (بی‌تا)، کتاب *الاجارة*، قم: منشورات مدرسة دارالعلم.

ده مرجع (۱۳۸۴)، رساله *توضیح المسائل مراجع*، گردآورنده: طاهره مسلمی‌فر، مشهد: انتشارات هاتف.

دورنبوش، رودیگر و استانلی، فیشر (۱۳۷۸)، *اقتصاد کلان*، ترجمه محمدحسین تیزهوش تابان، چاپ سوم، تهران: انتشارات سروش.

سونیبورن، مارک (۱۳۷۲)، *پیرامون استقلال بانک مرکزی*، تهران: مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

السیستانی، السید علی الحسینی (۱۴۱۶ق)، *منهاج الصالحین*، ج۲، قم: مکتب آیت الله السید علی الحسینی السیستانی.

الصدر، محمدباقر (۱۴۱۰ق)، *البنک اللاربوی فی الاسلام*، بیروت: دارالتعارف للمطبوعات.

الطباطبایی الیزدی، السید محمدکاظم (۱۳۷۰)، *العروة الوثقی*، الطبعة الثالثة، قم: مؤسسهٔ مطبوعاتی اسماعیلیان.

ـــــــــــــــ (۱۴۰۹ق)، *العروة الوثقی*، الطبعة الثانیة، بیروت: مؤسسة الاعلمی.

ـــــــــــــــ (۱۴۲۰ق)، *العروة الوثقی*، ج۵، قم: مؤسسة النشر الاسلامی.

عیوضلو، حسین (۱۳۸۳)، *تحلیل فقهی و اقتصادی اوراق قرضه در بازارهای پول و سرمایه ایران*، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

فراهانی‌فرد، سعید (۱۳۸۱)، *سیاست‌های اقتصادی در اسلام*، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشهٔ اسلامی.

القوصی، عبدالمنعم (۲۰۰۴)، *تجربه السودان فی مجال السیاسة النقدیة*، سوریا: مرکز ابحاث فقه المعاملات الاسلامیة.

مغنیه، محمدجواد (۱۴۲۱ق)، *فقه الإمام الصادق(ع)*، الطبعة الثانیة، قم: مؤسسه انصاریان.

موسویان، سید عباس (۱۳۷۸)، «نظریه‌های بهره و ربا»، *نقد و نظر*، ش۱۷ و ۱۸، فروردین‌ماه.

ـــــــــــــــ (۱۳۷۹)، «بررسی فقهی اقتصادی ابزارهای جایگزین اوراق قرضه»، *فقه و حقوق*، ش۲۳، فروردین‌ماه .

النجفی، الشیخ محمدحسن (۱۳۶۷)، *جواهر الکلام*، ج۲۷، الطبعة الثالثة، قم: انتشارات دارالکتب الاسلامیه آخوندی.

نودهی، محسن (۱۳۸۷)، «بررسی امکان طراحی اوراق مناسب عملیات شبه‌بازار باز با استفاده از تجربه‌های بانک‌های مرکزی جمهوری اسلامی ایران و سودان»، *اقتصاد اسلامی*، ش۳۰، تابستان.

یوسفی، احمدعلی (۱۳۷۷الف)، «پول از نگاه اندیشمندان»، *فقه اهل‌بیت*، ش۱۶، دی‌ماه.
ـــــــــــــــ (۱۳۷۷ب)، *ماهیت پول و راهبردهای فقهی و اقتصادی آن*، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشهٔ اسلامی.

Baliño, Tomás J. T. & Lorena M. Zamalloa (1997), *Instruments of Monetary Management: Issues and Country Experiences*, International Monetary Fund.

Pollard, Patricia (2004), *Monetary Policy-Making Around the World: Different Approaches from Different Central Banks*, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Quintyn, Marc (1994), *Government Securities Versus Central Bank Securities in Developing Market* Operation, International Monetary Fund.

Stephen, Axilrod H. (1996), *Transformations to Open Market Operations*, Washington, International Monetary Fund.