

# بررسی فقهی - اقتصادی ابزارهای جایگزین عملیات بازار باز و معرفی ابزاری جدید

حجت الاسلام و المسلمین سید عباس موسویان

رئیس پژوهشکده نظامهای اسلامی

یکی از نقشهای مهم نظام بانکی و به اعتقاد برخی مهم‌ترین نقش آن کنترل و هدایت متغیرهای اساسی اقتصاد کلان از طریق اجرای سیاستهای پولی است. تجربه سالهای اخیر نشان می‌دهد کشورهایی که با اتخاذ سیاستهای معقول‌بیشترین توجه را به رفتار عرضه پول مبذول داشته‌اند کمترین عدم ثبات را در درآمد اسمی متحمل شده‌اند برعکس آنانی که کمترین توجه را به سیاست پولی معطوف داشته‌اند بیشترین نوسانها را در درآمد اسمی تجربه کرده‌اند.<sup>۱</sup> و بر همین اساس است که قانون بانکداری ایران نیز بر مسئولیت "تنظیم، کنترل و هدایت گردش پول و اعتبار" به عنوان یکی از وظایف نظام بانکی تصریح دارد.<sup>۲</sup>

بانکهای مرکزی برای دستیابی به اهداف سیاستهای پولی (رسیدن به رشد و اشتغال قابل قبول و تثبیت سطح عمومی قیمتها و ایجاد تعادل در موازنه پرداختهای خارجی) ابزارهای گوناگونی در اختیار دارند که در طول زمان دستخوش تغییراتی گردیده و روز به روز تکامل یافته‌اند. به طوری که برخی 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 اکثر کشورهای جهان مورد عمل واقع شده‌اند.

بعد از پیروزی انقلاب اسلامی هماهنگ با تغییرات قانون عملیات بانکی ایران، ابزارهای سیاست پولی نیز دگرگون گردید و در این راستا "عملیات بازار باز" که امروزه مهمترین ابزار سیاست پولی بحساب می‌آید با مشکل قانونی مواجه گردیده و از جریان خارج شد، به دنبال این تحول صاحب‌نظران پول و بانکداری و اقتصاددانان مسلمان به فکر طراحی ابزارهای جدیدی افتادند.

نوشتار حاضر بعد از تبیین 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 نهایت ابزار جدیدی معرفی می‌کند.

<sup>۱</sup> - سیاستهای پولی مناسب، دکتر علی اکبر کمیجانی، معاونت امور اقتصادی وزارت اقتصاد و دارایی ص ۷۳.

<sup>۲</sup> - قانون عملیات بانکداری بدون ربا، فصل چهارم.

## عملیات بازار باز

مقامات بانک مرکزی از عملیات بازار باز که عبارت است از خرید و فروش اوراق قرضه دولتی توسط بانک مرکزی، برای کنترل حجم نقدینگی استفاده می‌کنند. زمانی که اقتصاد به جهت عرضه کم پول با نرخ بهره بالا مواجه است و مؤسسات تولیدی و تجاری با کمبود نقدینگی مواجه‌اند، بانک مرکزی اقدام به خرید اوراق قرضه دولتی از مردم می‌کند و به این وسیله موجب افزایش پایه پولی (ذخایر بانکهای تجاری و اسکناس و مسکوکات در دست مردم) می‌گردد؛ در نتیجه عرضه پول افزایش یافته، نرخ بهره‌ها کاهش می‌یابد، به دنبال آن مشکل نقدینگی حل شده، سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی افزایش می‌یابد. در مقابل زمانی که اقتصاد به جهت بالا بودن حجم نقدینگی با تورم مواجه است، بانک مرکزی با فروش اوراق قرضه اقدام به جمع‌آوری نقدینگی و کاهش تقاضای کل و در نتیجه پایین آمدن سطح عمومی قیمت‌ها می‌کند.

## اهمیت عملیات بازار باز

تا چند دهه پیش از این، مقامات بانکهای مرکزی فکر می‌کردند سیاست تنزیل از همه مهمتر است. عقیده بر این بود که بانکها سفته‌های مشتریان خود را تنزیل کنند و سپس آنها را برای دریافت وجه نقد جدید به بانکهای مرکزی بپردازند با این هدف که بانکهای تجاری هیچ‌گاه در تأمین اعتبار برای تولیدکنندگان و تجار دچار بی‌پولی نشوند و سیاست‌گذاران نیز بتوانند با تغییرات نرخ تنزیل مجدد حجم اعتبارات بانکی و به دنبال آن حجم پول اقتصاد را کنترل و هدایت نمایند، لکن در عمل مشاهده گردید به ابزار روان و سریعتری احتیاج هست. سیاست تغییر نرخ تنزیل مجدد گرچه از جهت زمان تأثیرگذاری بر تغییر نرخ ذخیره قانونی رجحان دارد، لکن خود با تأخیر زمانی قابل توجهی اثر می‌گذارد در نتیجه توان مقابله سریع با ادوار تجاری را ندارد و این در حالی است که ابزار عملیات بازار باز به جهت سرعت و انعطاف فوق‌العاده می‌تواند هر زمان و به هر اندازه‌ای که لازم تشخیص داده شود مورد استفاده قرار گیرد. بانک مرکزی با فروش اوراق قرضه به بانکهای تجاری، ذخایر آنها و در نتیجه قدرت وام‌دهی آنها را به هر مقدار که بخواهد کاهش می‌دهد کما اینکه با فروش اوراق به مردم قدرت خرید آنان را مستقیماً کاهش می‌دهد و برعکس چنانچه بانک مرکزی در نظر داشته باشد قدرت وام‌دهی بانکها را افزایش دهد و یا قدرت خرید مردم را بالا ببرد نسبت به خرید اوراق قرضه اقدام می‌کند. به همین جهت عملیات بازار باز علاوه بر تنظیم سیاستهای پولی و اعتباری بلندمدت برای مقابله با بحرانهای تورمی کوتاهمدت و جبران کسری‌های بودجه مقطعی مورد استفاده قرار می‌گیرد.

و دقیقاً به این لحاظ است که از سال ۱۹۷۰ به بعد در کشورهایی چون آمریکا هیچ‌گونه استفاده مؤثری از نرخ تنزیل به عمل نیامده است. بلکه می‌گذارند نرخ تنزیل از نرخ بهره بازار پیروی کند، و به این معنی که بعد

از آنکه عملیات بازار باز نرخ بهره بازار را افزایش داد بانکهای تجاری می‌کوشند بیش از پیش از فدرال رزرو استقراض کنند و این امر باعث می‌شود فدرال رزرو نرخ تنزیل را افزایش داده تا با بازار هماهنگ شود.<sup>۱</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 اقدام به فروش اوراق قرضه کرده به این ترتیب از مردم و بانکهای تجاری قرض با بهره می‌گیرد و در شرایط رکودی با خریدن اوراق مذکور اسناد بدهی دولت را جمع‌آوری می‌کند. طبق قانون ورقه قرضه، برگه بهادار قابل معامله‌ای است که معرف مبلغی وام با بهره معین است که تمامی یا اجزای آن در موعد یا مواعد معین مسترد می‌گردد.<sup>۲</sup> و ناشر ورقه قرضه متعهد است در سررسید یا سررسیدهای معین علاوه بر اصل مبلغ اسمی، بهره آن را به دارنده اوراق بپردازد.

بنابراین وقتی دولت جهت تأمین اعتبار یک طرح تولیدی یا دفاعی اقدام به انتشار اوراق قرضه می‌کند 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 و مبلغ آن را همراه بهره متعلقه از دولت بگیرد به معنی استیفاء دین و بهره خواهد بود. اما اگر خریدار قبل از سررسید اقدام به فروش اوراق مذکور نماید این فروش به معنی فروش دین یا تنزیل می‌باشد. روشن است که این عملیات از اول تا آخرش از نظر فقه اسلامی حرام و باطل است، چون خرید و فروش ابتدایی اوراق مصداق واضح قرض با بهره و ریاست و خرید و فروش ثانوی نیز تنزیل دین ناشی از ریاست و هر دو حرام و باطل می‌باشند. بنابراین عملیات بازار باز به شکلی که در کشورهای سرمایه‌داری مورد عمل است، نمی‌تواند در کشورهای اسلامی از جمله جمهوری اسلامی ایران مورد عمل قرار گیرد.

## تجربه عملیات بازار باز در ایران

قبل 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 می‌دهد نظام بانکی تجربه موفقی در بکارگیری 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 چهار ماه منتشر شد، لکن به جهت عدم استقبال لغو گردید. در سال ۱۳۳۰ اوراق قرضه‌های یک صد ریالی جمعاً به

<sup>۱</sup> - اقتصاد، ساموئلسن، ج ۱ ص ۴۷۴ ترجمه نوروزی - جهاندوست، نشر ترجمان ۱۳۷۳.

<sup>۲</sup> - مراجعه شود به قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه مصوب ۱۳۴۸ و اصلاحیه ۱۳۵۰.

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.

در سال ۱۳۴۶ بانک کشاورزی اوراق قرضه با سررسید سه و پنج ساله با نرخ بهره ۶/۵ و ۷ درصدی به ارزش ۱/۵ میلیارد ریال منتشر کرد که 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 بنیة دفاعی ۱۰ میلیارد ریال اوراق قرضه منتشر نماید، ولی به علت عدم استقبال عمومی تماماً توسط بانک مرکزی خریداری گردید.

از سال ۱۳۴۷ به بعد دولت گاه جهت بازپرداخت اوراق سابق و گاه جهت تأمین مالی برخی طرحهای عمرانی و دفاعی مقادیری اوراق قرضه منتشر کرده است لکن اکثر آنها توسط 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 سپردههای دیداری و غیردیداری خود را در طول سال مزبور به شکل اوراق قرضه نگهداری کنند، در دهه ۱۳۵۰ حجم کل اوراق قرضه‌ای که سیستم بانکی می‌باید در قبال تغییرات کل سپرده‌ها خریداری نماید به دفعات تغییر نمود. در سال ۱۳۵۰ به دلیل افزایش درآمدهای نفتی خرید اوراق توسط بانکها متوقف گردید. ولی در سال ۱۳۵۲ به دلیل اتخاذ سیاستهای انقباضی بانکها مکلف گردیدند معادل ۵۰ درصد از افزایش سپرده‌های مدت‌دار را به صورت اسناد خزانه یا اوراق قرضه دولتی نزد بانک مرکزی تودیع نمایند.

در پایان سال ۱۳۵۳ و به دنبال افزایش درآمدهای نفتی نسبت خرید اوراق قرضه بابت افزایش سپرده‌های غیردیداری 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. طبق آخرین مصوبه شورای پول و اعتبار، بانکهای تجاری مکلف شده‌اند از ابتدای سال ۱۳۷۰ معادل ۳۶ درصد از منابع خود (مانده سپرده‌های قرض الحسنه، جاری و پس‌انداز) را به خرید اوراق قرضه دولتی اختصاص دهند.<sup>۱</sup>

<sup>۱</sup> - مطالبی که به صورت تاریخی ارائه گردیده است خلاصه‌ای از نتایج تحقیقاتی است که برخی از آنها عبارتند از:

- سیاستهای پولی مناسب، علی اکبر کمیجانی، معاونت امور اقتصادی وزارت اقتصاد و دارایی، ۱۳۷۳.
- جایگزین سیاست انتشار خرید و فروش، محمدرضا مقدسی، معاونت امور اقتصادی وزارت اقتصاد و دارایی، ۱۳۷۳.
- بررسی سیاستهای پولی و اعتباری، مسعود درخشان، معاونت امور اقتصادی وزارت اقتصاد و دارایی، ۱۳۷۵.

## علل عدم موفقیت عملیات بازار باز در ایران

شرط اصلی موفقیت بانک مرکزی در استفاده از عملیات بازار باز وجود بازار پیشرفته اوراق بهادار خصوصاً اوراق قرضه می‌باشد تا بانک مرکزی بتواند هر موقع که لازم بداند با پیشنهاد قیمت‌های جدید به مقدار دلخواه اقدام به خرید یا فروش اوراق قرضه نماید و این شرط به دلایل زیر هیچ‌وقت در ایران تحقق نیافت.

۱- ناسازگاری ماهیت اوراق قرضه با اعتقادات دینی، مردم ایران به جهت پایبندی به تعالیم اسلام، سعی می‌کنند تا جایی که می‌توانند از معاملات ربوی اجتناب نمایند و از طرق مجاز شرعی به سرمایه‌گذاری 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، ۱۰، ۱۰/۵ درصد بود.<sup>۱</sup> این نرخ در اکثر سالها پایین‌تر از نرخ تورم بود در نتیجه خریدار اوراق قرضه یا در واقع ضرر می‌کرد و یا سود ناچیزی بدست می‌آورد. در نتیجه سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه در مقابل معاملات دیگر چون بورس بازی روی زمین، مزیتی نداشت.

۳- نبود انگیزه از طرف سیاست‌گذاران، چنانچه گذشت اوراق قرضه ابتدا به عنوان ابزاری برای تأمین مالی طرح‌های بخصوص و تأمین کسری بودجه منتشر می‌گردد و سپس در مرحله بعد به عنوان ابزاری برای کنترل حجم نقدینگی در اختیار بانک مرکزی قرار می‌گیرد. از آنجایی 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 مواجه می‌شد به این سمت کشیده می‌شد و در اولین فرصت در صدد جمع‌آوری اوراق فروخته شده برمی‌آمد.

عوامل فوق و وجود عوامل سیاسی و اجتماعی دیگر مانع شکل‌گیری بازار متشکلی برای اوراق قرضه گردید و روشن است که با نبود چنین بازاری امکان بهره‌گیری از ابزار عملیات بازار باز نخواهد بود.

## ضرورت طراحی ابزار یا ابزارهای مناسب برای جایگزینی عملیات بازار باز

چنانچه گذشت عملیات بازار باز مهمترین ابزار سیاست پولی بحساب می‌آید یعنی دقیق‌ترین ابزار برای سیاست‌های بلندمدت و تنها ابزار مؤثر برای مقابله با بحرانهای کوتاه‌مدت و مقطعی می‌باشد، 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 عملاً مشکل قانونی پیدا کرد. در قانون جدید اگرچه ابزارهای دیگری برای بانک مرکزی در نظر گرفته

- عملکرد ابزارهای سیاست پولی نظام بانکداری بدون ربا،

<sup>۱</sup>- بررسی سیاست‌های پولی و اعتباری، درخشان، ص ۱۱۷.

شده است، لکن همه آنها خاصیت ابزارهای دیگر را دارند و هیچ‌یک قابلیت جایگزینی عملیات بازار باز و خرید و فروش اوراق قرضه را ندارند. این در حالی است که همه صاحب‌نظران مسائل بانکداری وجود چنین ابزاری را برای مقابله با بحرانهای مقطعی و بهره گرفتن از آن را برای سیاست‌گذاری و برنامه‌ریزی بلندمدت ضروری می‌دانند.

بر این اساس است که اقتصاددانان مسلمان و کارشناسان بانکداری به فکر طراحی ابزارهای مناسب جهت جایگزینی اوراق قرضه افتاده‌اند و تاکنون ابزارهایی ارائه کرده‌اند. در ادامه 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 مورد توجه قرار گیرد.

### اصول و معیارهایی که در طراحی ابزارهای جایگزین لازم است رعایت گردد

از آنجا که مسائل پولی خصوصاً ابزارهای مالی از حساسیت فوق‌العاده‌ای برخوردارند، لازم است در طراحی اوراق جایگزین اوراق قرضه دولتی جهت بکارگیری در عملیات بازار باز نهایت دقت انجام گیرد تا از پیش‌آمد هرگونه مشکلی و بروز هرگونه بن‌بستی حدالامکان جلوگیری شود. بر این اساس به نظر می‌رسد اوراق مذکور بایستی علاوه بر شرط غیرربوی بودن، واجد خصوصیات زیر باشند.

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

۲- قابلیت برای ابزار سیاست پولی، اوراق مذکور بایستی به گونه‌ای باشند که بانک مرکزی بتواند با خرید و فروش آنها اقدام به افزایش و کاهش حجم پول و نقدینگی در اقتصاد کند.

۳- قابلیت تشکیل بازار، اوراق بایستی چنان طراحی شوند که اعتماد مردم به آنها جلب شود به طوری که در عمل بازاری فعال برای خرید و فروش آنها شکل گیرد برای این منظور طراحان اوراق لازم است موارد زیر را مورد توجه قرار دهند.

الف - اوراق باید دارای عنصر انگیزشی برای مردم باشد تا مردم و مؤسسات بخش خصوصی اقدام به خرید و فروش آن بکنند. و این عنصر قابلیت تغییر داشته باشد تا بتوان با تغییر آن، مقدار خرید یا فروش مورد نظر را تأمین کرد.

ب - اوراق باید از جهت مسائل حقوقی مالی دارای ضوابطی روشن باشد یعنی مسائل مربوط به اصل مبلغ پرداختی، سود حاصله، زمان و مکان پرداخت، نحوه خرید و فروش اولی و ثانوی، نحوه رسیدگی به اختلافات احتمالی دقیقاً روشن باشد.

ج - اوراق بایستی قابلیت تجدید انتشار در سررسید داشته باشد تا بتوان در سررسید اوراق قبلی، اوراق جدیدی را منتشر و جایگزین آنها کرد.

د - منابع مالی حاصل از فروش اوراق از امنیت کافی ولو از طریق پوششهای مختلف بیمه برخوردار باشند. حال با توجه به اصول و معیارهای فوق به بررسی اوراق پیشنهاد شده می‌پردازیم.

## نقد و بررسی اوراق جایگزین اوراق قرضه دولتی

چند نوع ابزار مالی جهت جایگزینی اوراق قرضه دولتی از طرف اندیشمندان مسلمان ارائه شده که به بررسی یک یک آنها می‌پردازیم.

### ۱- اوراق قرضه بدون بهره دولتی

شاید اولین و ساده‌ترین 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 ابعاد ارزشی و معنوی هستند اقدام به انتشار اوراق قرضه بدون بهره نماید، در اختیار افراد خیر و نیکوکار قرار دهد و منابع حاصله را در طرحهای عام‌المنفعه چون ساختن بیمارستان در مناطق محروم، احداث جاده، پل و شبکه‌های آبرسانی و ... بکار گیرد سپس قیمت آنها (مبالغ اسمی اوراق قرضه بدون بهره) را به تدریج از طریق فروش طرحها یا از طریق بودجه عمومی دولت بازپرداخت کند.

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

### ارزیابی اوراق قرضه بدون بهره

این اوراق به آن ترتیب که ذکر شد از نظر فقهی مشکلی ندارد و در حقیقت خریداران اوراق تا سررسید معین مبلغی را به صورت قرض‌الحسنه در اختیار دولت می‌گذارند تا در طرحهای خیر و عام‌المنفعه بکار گرفته شود. لکن از جهت استقبال مردم، حد معینی دارد که از آن تجاوز نخواهد کرد به این معنی که در جوامع اسلامی بر اساس تعالیم اسلام، افراد می‌خواهند بخشی از اموال خود را برای کمک به محرومین و حمایت از طرحهای خیرخواهانه بکار برند و روشن است اگر دولت بتواند اعتماد مردم را جلب کند، مردم از خرید اوراق مذکور استقبال خواهند کرد و وجود سازمانها و نهادهایی چون صندوقهای قرض‌الحسنه، حسابهای قرض‌الحسنه بانکها، کمیته امداد امام خمینی و مراسم‌هایی چون جشن نیکوکاری و جشن عاطفه‌ها شاهد این ادعاست. لکن باید توجه داشت که حداکثر استقبال مردم در همین حدود خواهد بود.

مسئله‌ای که خیلی حائز اهمیت است این است که این اوراق قابلیت برای ابزار سیاست پولی ندارند، چرا که در این اوراق عنصر انگیزشی حس خیرخواهی و معنوی انسانهاست که تغییر دادن آن اولاً خیلی بلندمدت و ثانیاً خارج از کنترل بانک مرکزی است، در نتیجه اگر بانک مرکزی بخواهد در شرایط تورمی بیشتر از مقدار معمول اوراق قرضه بدون بهره بفروشد تا نقدینگی را جذب کند راهی برای تحریک انگیزه 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 بادوام نگهداری کنند کم‌اینکه 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 اینکه اوراق قرضه بدون بهره نه تنها قابلیت 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 محققین پیشنهاد داده‌اند<sup>۱</sup> این اوراق همانند بیمه بیکاری برای تثبیت تابع تقاضای کل و به عنوان ابزاری برای سیاست مالی بکار رود. همان طور که در شرایط رکودی بیمه بیکاری (اعطای دستمزد برای اشخاصی که شغلشان 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 اقدام به خرید این اوراق جهت حمایت از محرومین و نیازمندان خواهند کرد در نتیجه یک نوع توزیع مجددی 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 مجدد کمتر صورت می‌گیرد و این مانع افزایش بی‌رویه تابع تقاضای کل می‌گردد.

## ۲- اوراق خرید نسبه دولتی

دومین پیشنهادی که از جهات زیادی شبیه اوراق قرضه است اوراق خرید نسبه دولتی است به این صورت که بانکهای تجاری و تخصصی، همچنین سایر مؤسسات پولی و اعتباری می‌توانند کالاهای سرمایه‌ای مورد نیاز برای طرحهای عمرانی یا دفاعی دولت را خریداری و به صورت مدت‌دار (نسبه) به دولت بفروشند و دولت در مقابل خرید آنها به جای پول نقد اسنادی که حاکی از بدهی مدت‌دار دولت به فروشنده است در اختیار بانک قرار می‌دهد، سپس دولت از طریق فروش آن طرحها یا از طریق بودجه عمومی قیمت کالاهای خریداری شده را به تدریج می‌پردازد و اسناد بدهی خود را جمع‌آوری می‌کند. بانکها و مؤسسات اعتباری طرف قرارداد دولت

<sup>۱</sup> - قرض الحسنه در اقتصاد اسلامی، پایان‌نامه دانشگاه مفید، علی اصغر دوی‌نیا.



می‌توانند تا سررسید اسناد صبر کنند و می‌توانند کل یا بخشی از آنها را به مردم بفروشند (تنزیل کنند)، حال بانک مرکزی می‌تواند برای اجرای سیاست پولی اقدام به عملیات بازار باز از طریق خرید و فروش این اسناد و اوراق خرید نسبه 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 اقدام به خرید اوراق مذکور از بانکهای تجاری و مردم می‌کند در نتیجه قدرت اعطای تسهیلات بانکها و حجم نقدینگی مردم بالا می‌رود و برعکس در شرایط تورمی با فروش این اوراق به بانکها و مردم قدرت اعطای تسهیلات بانکها و حجم نقدینگی بخش خصوصی را کاهش می‌دهد.

### ارزیابی اوراق خرید نسبه دولتی

این اوراق از جهات مختلف قابل بررسی است. از جهت کارایی قابلیت زیادی برای جایگزینی اوراق قرضه دارد چرا که دولت می‌تواند اقلام عمده‌ای از هزینه‌های عمرانی یا دفاعی خود را که در نظام سرمایه‌داری از طریق فروش اوراق قرضه تأمین مالی می‌کرد حال از طریق خرید نسبه و دادن اوراق خرید نسبه تأمین کند و از آنجایی که قیمت نسبه کالاها با قیمت نقد آن متفاوت است 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 مذکور را به مردم می‌فروشند (پیش مردم تنزیل می‌کنند) از آنجایی که قیمت فروش اوراق پایین‌تر از مبلغ اسمی اوراق است و سودی از این ناحیه برای مردم حاصل می‌شود مردم انگیزه برای خرید پیدا می‌کنند و هرچه مبلغ این سود (نرخ تنزیل) بیشتر باشد تقاضای بیشتری 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 مذکور را بفروشد.

چنانکه روشن است منابع حاصل از این اوراق همیشه تبدیل به سرمایه‌گذاری در بخش حقیقی اقتصاد می‌گردد در نتیجه هیچ اثر سوئی در اقتصاد به بار نمی‌آورد، و از این جهت بر اوراق قرضه ترجیح 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 قابلیت تجدید انتشار جهت بازپرداخت اوراق سررسید شده قبلی را ندارند، چون هر ورقه خرید نسبه‌ای بایستی حاکی از خرید کالای جدیدی باشد و الا 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 مقابل 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 نسیه) بازپرداخت قرض را به دولت 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. برخی بزرگان چون امام خمینی (ره)<sup>۱</sup> و آیت‌الله خامنه‌ای<sup>۲</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>۳</sup> و اراکی<sup>۴</sup> فروش سفته را در صورتی که حاکی از بدهی حقیقی باشد (سند صوری نباشد) جایز می‌دانند.

نتیجه اینکه چنین ابزاری که تنها به نظر برخی از فقها جایز است نمی‌تواند ملاک عمل نظام بانکی باشد چون بانک مؤسسه‌ای است که با کل افراد جامعه ارتباط دارد و بایستی عملیات آن به اتفاق همه مراجع صحیح باشد. علاوه بر اینکه این ابزار با روح بانکداری اسلامی که منادی مشارکت صاحبان سرمایه با صاحبکاران اقتصادی در پی آمدهای طرحها و پروژه‌های مالی است منافات دارد و در این مسئله بین دولت و بخش خصوصی فرقی نیست. پس همان طور که نسبت به کارفرمای خصوصی بهترین راه تأمین سرمایه مالی این است که بانک و صاحبان سرمایه با او مشارکت کنند و نتایج اقتصادی و سود انتظاری را بین خود تقسیم کنند نسبت به دولت نیز مسئله همین‌طور است در حالی که در سیستم خرید نسیه، همانند نظام بهره، بانک و صاحبان سرمایه سود ثابت و قطعی از قبل تعیین شده‌ای را دریافت می‌کنند و تمام تحولات اقتصادی متوجه کارفرما و دولت است.

### ۳- اوراق مضاربه دولتی

سومین پیشنهاد جهت جایگزینی اوراق قرضه دولتی، انتشار اوراق مضاربه دولتی است به این صورت که دولت اسناد مالی را تحت 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 اختیار دولت قرار می‌دهد تا دولت با آن به امر تجارت و بازرگانی بپردازد. به این ترتیب خریداران اوراق مضاربه (بانکهای تجاری و مردم) به عنوان مضارب و صاحب سرمایه و دولت به عنوان عامل مضاربه قرارداد مضاربه منعقد می‌کنند. بعد از پایان عملیات تجاری خاص یا در پایان هر سال مالی سود حاصل از فعالیت مذکور محاسبه شده بین دولت به عنوان عامل و خریداران اوراق به عنوان مضارب تقسیم می‌گردد. این اوراق به دو شکل کوتاه‌مدت و بلندمدت قابل طراحی است. در شکل اول

<sup>۱</sup> - استفتانات جدید، امام خمینی، ج ۲، ص ۱۷۵ و ۱۷۶.

<sup>۲</sup> - در الفوائد فی اجوبه القائد، آیت‌الله خامنه‌ای، ص ۸۵.

<sup>۳</sup> - مجمع المسائل، آیت‌الله گلپایگانی، ج ۲، ص ۲۹.

<sup>۴</sup> - توضیح المسائل، آیت‌الله اراکی، ص ۵۲۲.

دولت می‌تواند برای مقابله با بحرانهای خاص و مقطعی و مبارزه با گرانی کاذب یک کالای خاص اقدام به انتشار اوراق مضاربه کوتاه‌مدت (مثلاً شش ماهه) کرده، 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 فعالیت مذکور را به دارندگان اوراق بپردازد. به این ترتیب دولت بدون اینکه متحمل هزینه‌ای در بودجه عمومی شود اولاً با گرانی کاذب قیمت کالا یا کالاهای معینی مبارزه کرده ثانیاً سرمایه‌های مالی مردم را بکار گرفته و از پدید آمدن جریان بورس بازی جلوگیری نموده است. در شکل دوم دولت برای تأسیس فروشگاههایی چون فروشگاه زنجیره‌ای رفاه اقدام به انتشار اوراق مضاربه بلندمدت کرده 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) باقی‌مانده 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 علی‌الحساب بپردازد و در پایان دوره مالی یک یا چند ساله تسویه حساب نماید.

اوراق مضاربه (کوتاه‌مدت و بلندمدت) قابلیت 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 و فروش می‌شوند و روشن است قیمت بازار، علاوه بر عرضه و تقاضا به عواملی چون نرخ سود انتظاری، تغییرات متغیرهای اقتصادی بستگی خواهد داشت.

با پایان یافتن مدتی که اوراق مذکور به قیمت اسمی فروخته می‌شوند بانک مرکزی می‌تواند متناسب با شرایط اقتصادی اقدام به خرید و فروش آنها نماید به این ترتیب که در شرایط رکودی 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 آنجایی که قیمت خرید و فروش این اوراق در بازار ثانوی به قیمت روز و بازار خواهد بود، بانک مرکزی می‌تواند با پیشنهاد قیمت‌های جدید به مقدار دلخواه (متناسب با سیاست پولی) اوراق مضاربه خرید و فروش نماید. در نتیجه بانک مرکزی می‌تواند از این اوراق در تنظیم و کنترل حجم نقدینگی به طور فعال استفاده کند و وارد عملیات بازار باز شود.

این اوراق قابلیت تجدید انتشار نیز دارند دولت می‌تواند در سررسید 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 می‌شوند و نقش مضارب را پیدا می‌کنند.

## ارزیابی اوراق مضاربه دولتی

اگر به شرایط عقد مضاربه عمل شود، این اوراق مشکل خاصی از نظر فقهی نخواهند داشت؛ در نتیجه دولت می‌تواند 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 دارای ابهاماتی است.

اولاً: به مقتضای عقد مضاربه هر نوع ضرر و زیان احتمالی 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 می‌آید و جایز نیست و این نکته خصوصاً برای تجربه‌های اولیه اثر منفی بر استقبال مردم می‌گذارد.

ثانیاً: موضوع قرارداد مضاربه جایی است که عامل از خود هیچ سرمایه نگذارد و تنها با استفاده از سرمایه مضارب به فعالیت بازرگانی بپردازد و این نکته علاوه بر اینکه یک نوع محدودیتی در فعالیتهای تجاری بلندمدت بحساب می‌آید عامل دیگری بر عدم استقبال مردم خواهد بود.

ثالثاً: از آنجایی که قرارداد مضاربه و منابع مالی حاصل از فروش اوراق مضاربه مشخصاً به فعالیتهای بازرگانی اختصاص دارد، تشویق و ترغیب بیش از حد آن موجب جذب منابع به فعالیتهای بخش خاص شده و یک نوع عدم تعادلی بین بخشهای اقتصاد بوجود می‌آید.

رابعاً: تصدی فعالیتهای بازرگانی توسط دولت جز در مواقع بحرانی توجیه چندانی ندارد در نتیجه این اوراق نمی‌توانند برای برنامه‌ریزیهای بلندمدت توصیه شوند.

## ۴- اوراق مشارکت دولتی

چهارمین پیشنهاد برای جایگزینی اوراق قرضه جهت عملیات بازار باز استفاده از اوراق مشارکت در سرمایه‌گذاریهای دولتی است به این صورت که دولت جهت تأمین مالی یک یا چند طرح هم‌گروه یا غیر هم‌گروه اوراق مشارکت در سرمایه‌گذاری منتشر کرده و توسط نظام بانکی به فروش می‌رساند، بانکهای تجاری و مردم با خرید اوراق مذکور در مالکیت طرح یا طرحهای مورد نظر با دولت شریک می‌شوند و به تبع آن در سود حاصل از فعالیت اقتصادی آن طرح نیز سهیم می‌گردند.

اوراق مشارکت علاوه بر اینکه شامل تمام بخشهای اقتصادی اعم از کشاورزی، صنعتی، خدمات و بازرگانی می‌شود قابلیت بر انواع فعالیتهای کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت را دارد. پس همان طور که دولت می‌تواند با انتشار اوراق مشارکت از سرمایه‌های مردم استفاده کند و یک فعالیت بازرگانی کوتاه‌مدت سه ماهه (مثل واردات و فروش عمده برنج یا روغن) انجام دهد می‌تواند یک رشته فعالیتهایی در طول هم برای یک افق بیست ساله برنامه‌ریزی کند و با فروش اوراق مشارکت طرحی همانند احداث یک بندر یا شهر صنعتی و یا راه‌آهن سراسری را تأمین مالی نماید.

برتری دیگر اوراق مشارکت در این است که در این اوراق بخشی از سرمایه طرح توسط دولت تأمین می‌شود در نتیجه دولت شریک صاحبان اوراق خواهد بود و این نکته علاوه بر اینکه خود ایجاد اعتماد برای خریداران اوراق می‌کند زمینه را برای تضمین اصل سرمایه فراهم می‌آورد، چرا که در عقد شرکت یکی از شرکاء (در اینجا دولت) می‌تواند متعهد شود که اگر فعالیت اقتصادی با ضرر مواجه شد ضرر را به تنهایی عهده‌دار شود در نتیجه دولت به عنوان شریک می‌تواند ضرر احتمالی را تعهد کند و بازپرداخت حداقل اصل سرمایه خریداران اوراق مشارکت را تضمین نماید.

دولت می‌تواند در مقاطع خاص مبالغی (نسبتی از اصل سرمایه) را به عنوان سود علی‌الحساب به صاحبان اوراق بپردازد و در پایان دوره مالی و یا در پایان سال مالی از سهم سود آنان کسر کند کماینکه می‌تواند حتی در اثناء اجرا طرح سهم شرکاء خود را متناسب با پیشرفت کار قیمت‌گذاری و خریداری نماید؛ در نتیجه علاوه بر اصل سرمایه صاحبان اوراق، سهم آنان از ارزش افزوده را به عنوان سود به آنان بپردازد.

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

مزیت دیگر این اوراق در قابلیت تجدید انتشار آنهاست. دولت می‌تواند برای تجدید طرح‌های کوتاه‌مدت یا تمدید فعالیت طرح‌های میان‌مدت و بلندمدت، متناسب 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 می‌تواند برای انجام عملیات بازار باز به خرید و فروش این اوراق بپردازد به این صورت که وقتی دولت اوراق مذکور را به بانک‌های تجاری و مردم فروخت، بانک مرکزی می‌تواند متناسب 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 بانکی و حجم نقدینگی در دست مردم را افزایش می‌دهد و اگر احساس کند شرایط تورمی پدید می‌آید با فروش اوراق مذکور به بانکها و مردم قدرت اعطای تسهیلات بانکی و حجم پول مردم را کاهش می‌دهد. و از آنجایی که قیمت ثانوی اوراق در بازار شکل می‌گیرد بانک مرکزی می‌تواند با پیشنهاد قیمت‌های جدید به میزان مورد نظر اوراق مشارکت فروخته یا خریداری کند و به اهداف تعیین شده دست یابد.

## ارزیابی اوراق مشارکت دولتی

می‌توان گفت این اوراق بهترین پیشنهاد برای جایگزینی اوراق قرضه جهت سیاست پولی است چرا که علاوه بر انطباق کامل با فقه اسلامی با روح حاکم بر بانکداری اسلامی یعنی مشارکت کار و سرمایه در تمام

مراحل فعالیت اقتصادی، نیز مطابق است و دولت نیز می‌تواند به کمک آن در تمام عرصه‌های اقتصادی با استفاده از سرمایه‌های مردم به اجرای طرح‌های عمرانی و دفاعی حتی طرح‌های محرومیت‌زدایی بپردازد کما اینکه بانک مرکزی می‌تواند با استفاده از عنصر انگیزشی سود با خرید و فروش این اوراق به عملیات بازار باز و اعمال سیاست پولی بپردازد.

ولی در عین حال وجود چند عامل، موفقیت این اوراق را در کشورهایی مثل ایران که فاقد بازار متشکل اوراق بهادار هستند و تجربه زیادی در خرید و فروش ابزارهای مالی ندارند، با ابهام جدی مواجه می‌سازد. عامل اول زیاد بودن دامنه تغییرات سود است به این معنی که به جهت نبود تجربه کافی در زمینه اوراق مذکور، اگرچه دولت مطابق عقد شرکت ضررهای احتمالی را تعهد کرده و بازپرداخت اصل سرمایه را تضمین می‌کند لکن دامنه تغییرات سود خصوصاً در طرح‌های خاص و کوتاه‌مدت از صفر شروع شده تا چند برابر سود متوسط معمول در اقتصاد، انتظار می‌رود و این مطلب علاوه بر اینکه 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 مواجه می‌گردد.

عامل دوم پایین بودن سوددهی بنگاه‌های دولتی است. تجربه اقتصادی نشان می‌دهد دولت، تاجر موفقی نیست و جز در مواردی که از مزیت انحصار برخوردار بوده سوددهی بنگاه‌های دولتی معمولاً کمتر از سوددهی بنگاه‌های خصوصی است؛ در نتیجه مردم و مؤسسات خصوصی ترجیح خواهند داد پس‌انداز و دارایی‌های خود را در غیر اوراق مشارکت دولتی سرمایه‌گذاری کنند.

## ۵- گواهی‌های سپرده مشارکتی انتقال‌پذیر

پیشنهادی که این مقاله در صدد معرفی آن است استفاده از گواهی‌های سپرده مشارکتی انتقال‌پذیر می‌باشد. به این صورت که بانک‌های تجاری و تخصصی در کنار سپرده‌های معمولی خود (سپرده‌های قرض‌الحسنه دیداری و پس‌انداز و سپرده‌های سرمایه‌گذاری وکالتی) نوع 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) بپردازند، در نتیجه دارنده گواهی سپرده به مقدار مندرج در آن در منابع بانک شریک خواهد بود و بانک با استفاده از منابع حاصله از این حسابها و دیگر منابع اقدام به سرمایه‌گذاری مستقیم و یا اعطای تسهیلات از طریق عقود مجاز بانکی می‌کند و در آخر هر دوره مالی سود حاصل از عملیات بانکی را بین منابع خود بانک، منابع حاصل از سپرده‌های سرمایه‌گذاری وکالتی و سپرده‌های سرمایه‌گذاری مشارکتی تقسیم می‌کند و از آنجایی که سپرده‌های انتقال‌پذیر برای مقاطع زمانی بلندمدت ۵، ۷ و ۱۰ ساله تنظیم می‌شوند و از طرف دیگر به جهت قابل انتقال بودنشان خریداران آنها کمتر به بانک مراجعه می‌کنند در نتیجه منابع حاصل از فروش آنها منابع خیلی باثباتی برای بانکها محسوب می‌گردند و قابلیت بیشتری برای تأمین مالی طرح‌های پرسود که معمولاً طرح‌های بلندمدت‌ترند خواهند داشت؛ در نتیجه

در مقام تقسیم سود نیز دارای ضریب وزنی بالاتری بوده و نسبت سود بالاتری حتی نسبت به سپرده‌های سرمایه‌گذاری معمولی خواهند داشت.

این اوراق (گواهی‌های 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 می‌تواند ضررها و خسارتهای احتمالی را تعهد کرده در نتیجه اصل سرمایه این نوع سپرده‌ها را تضمین نماید. بانک می‌تواند به طور مرتب و در سررسیدهای فصلی، شش ماهه یا سالانه سود علی‌الحساب به دارندگان گواهی پرداخت کرده و در پایان هر سال مالی تسویه حساب سود کند. همین‌طور می‌تواند تعهد کند که اگر کسی نخواهد برای گرفتن اصل سرمایه تا پایان سررسید نهایی گواهی‌ها صبر کند، بانک با تبدیل آنها به سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار می‌تواند (متناسب با مدتی که صبر کرده) علاوه بر پرداخت سود مطابق آن حسابها اصل سرمایه را نیز بازگرداند.

بنابراین این گواهی‌ها به جهت دارا بودن ویژگیهای زیر می‌توانند اعتماد لازم برای شکل‌گیری بازار اوراق بهادار را در کشور بوجود آورند.

الف - اصل سرمایه اوراق توسط بانک تضمین می‌گردد.

ب - دارای کوپن‌های سود علی‌الحساب فصلی یا شش ماهه خواهند بود.

ج - صاحب گواهی سپرده هر زمان بخواهد می‌تواند به بانک مراجعه کرده آن را تبدیل بحساب سپرده سرمایه‌گذاری مدت‌دار معمولی کند، بنابراین سود سالانه‌ای به مقدار سود سالانه حسابهای سرمایه‌گذاری معمولی برای آنها قطعی است.

د - چون منابع حاصل از این اوراق جزو باثبات‌ترین منابع بانک بحساب می‌آیند 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 سپرده‌های بلندمدت پنج ساله می‌تواند قیمت تقریباً روشنی برای خرید و فروش ثانوی اوراق در بازار بورس بوجود آورد و اعتماد مردم را جلب نماید. حال بانک مرکزی می‌تواند با استفاده از منابع حاصل از ذخایر قانونی بانکها نزد خود اقدام به خرید و فروش این گواهی‌ها از بانکهای تجاری و مردم کند یعنی در شرایط رکود با پیشنهاد قیمت‌های مناسب اقدام به خرید گواهی‌ها از بانکها و مردم کرده در نتیجه قدرت اعطای تسهیلات بانکها و حجم پول در دست مردم را افزایش می‌دهد و در شرایط تورمی با پیشنهاد قیمتی پایین‌تر از قیمت بازار به مقدار لازم گواهی‌های سپرده به مردم و بانکهای تجاری می‌فروشد و با این کار قدرت اعطای تسهیلات بانکها و حجم پول در دست مردم را کاهش می‌دهد. کماینکه بانک مرکزی می‌تواند با استفاده از خرید و فروش این سپرده‌ها اقدام به کنترل کیفی اعتبارات کرده از بخش یا بخشهای خاصی حمایت کند، برای مثال وقتی تصمیم به حمایت از بخش کشاورزی می‌گیرد می‌تواند با خرید گواهی‌های سپرده بانکهای تخصصی فعال در امر کشاورزی قدرت اعطای تسهیلات آن بانکها را افزایش دهد و منابع بانکی زیادی جذب آن بخش شود.

در این روش نیز می‌توان از این طریق برخی از طرحهای دولتی را از طریق سرمایه‌های مردم تأمین مالی کرد به این صورت که دولت نظام بانکی را مکلف می‌کند درصد خاصی از منابع حاصل از فروش گواهی‌های سپرده را به سرمایه‌گذاری مشترک با دولت اختصاص دهد. این امر می‌تواند به عنوان ابزاری برای کنترل سوددهی گواهی‌های مذکور بحساب آید.

شایان ذکر است که پیشنهاد اخیر (گواهی‌های سپرده مشارکتی انتقال‌پذیر) هیچ منافاتی با پیشنهاد چهارم یعنی اوراق مشارکت دولتی ندارد و هر دو می‌توانند به طور همزمان مطرح باشند کماینکه می‌توانند همراه اوراق قرضه بدون بهره به عنوان ابزارهای مالی متنوع در بازار مالی ظاهر شوند و بازار پررونقی بوجود آورند. لکن برای شروع کار در کشورهایی مثل ایران که تجربه روشن و موفقی در بازارهای مالی ندارند گواهی‌های سپرده مشارکتی بهتر می‌باشند.

