

بررسی امکان طراحی اوراق مناسب عملیات شبه بازار باز

با استفاده از تجربه‌های بانک‌های مرکزی ج.ا.ایران و سودان

تاریخ دریافت: ۸۷/۴/۳۱

تاریخ تأیید: ۸۷/۷/۲۱

۱۷۳

محسن نودهی *

چکیده

امروزه مهمترین ابزار کنترل و افزایش نقدینگی در کشورهای توسعه یافته استفاده از «عملیات بازار باز» است که طی آن، بانک مرکزی به خرید و فروش دارایی‌های خود (به‌طور عمد اوراق بهادار) در بازارهای ثانویه می‌پردازد. اما در بسیاری از کشورهای در حال توسعه به علت عدم توسعه بازارهای سرمایه بانک‌های مرکزی نمی‌توانند در بازارهای ثانویه به خرید و فروش اوراق اقدام کنند؛ بنابراین، برخی از این کشورها برای کنترل نقدینگی به خرید و فروش این اوراق در بازارهای اولیه اقدام کرده‌اند که در برخی نوشته‌های اخیر به آن «عملیات شبه بازار باز» گفته می‌شود. از آنجا که این عملیات مستلزم محذور «ربای قرضی» است، بانک‌های مرکزی سودان و ایران، اوراق جایگزینی را مبتنی بر مشارکت و تنزیل ارایه و آزموده‌اند که با بررسی و تحلیل کارآمدی آنها می‌توان از برخی از آنها در این عملیات بهره جست.

واژگان کلیدی: عملیات بازار باز، عملیات شبه بازار باز، اوراق بانک مرکزی، اوراق مشارکت

بانک مرکزی.

طبقه‌بندی JEL: E52, E58, E61, H63

امروزه مورد پذیرش همه است که تغییرهای کمی پول به تغییرهای کل فعالیت‌های اقتصادی و سطح قیمت‌ها می‌انجامد. در تحقیق‌هایی که به‌طور عمده به‌وسیله طرفداران مکتب اصالت پول پایه‌گذاری شده است حجم پول عامل اصلی تعیین‌کننده سطح فعالیت و چرخه‌های اقتصادی معرفی شده است. پیروان مکتب اصالت پول بر این نکته پافشاری دارند که تغییر در میزان رشد پول سبب تغییر در فعالیت‌های واقعی می‌شود و بی‌ثباتی رشد پول هم به همان صورت در فعالیت‌های اقتصادی بازتاب دارد. هر چند یافته‌های پیروان مکتب اصالت پول به‌وسیله پیروان مکتب انتظارات عقلایی (Rational Expectation) بازبینی شد و تأکید شد که فقط تغییرهای غیرقابل انتظار در حجم پول بر سطح تولید کل اثر می‌گذارد، اما پژوهش‌های بعدی از جمله پژوهش‌های پروفیسور فردریک میشکین (Fredrick Mishkin) و رابرت گلدن (Robert Golden) مجدداً تأکید کرد که تغییرهای مورد انتظار و خلاف انتظار در میزان حجم پول، هر دو بر سطح تولید کل تأثیر می‌گذارد (دورنبوش، فیشر، ۱۳۷۸: ۷۸۷). داده‌های اقتصادی کشورهای گوناگون نیز بیان‌گر این مطلب است که افزایش مداوم پول می‌تواند به‌صورت یک عامل مهم در افزایش سطح قیمت‌ها (تورم) شمرده می‌شود. اسناد و مدارک موجود در این‌باره باعث شد که میلتون فریدمن نظریه بسیار مشهور خود درباره تورم را مطرح کند که «همیشه و در همه جا تورم به‌صورت یک پدیده پولی است» به این معنا که حجم پول است که میزان تورم را معین می‌کند. در واقع اقتصاد امروز، اقتصاد اصالت پول است و چنانکه فرانکو مودیگلیانی (Franco Modigliani) یادآوری کرده است «اکنون ما همگی پیرو مکتب اصالت پولیم» (همان: ۷۸۹). حجم پول همچنین بر ثبات نرخ بهره، ثبات بازارهای مالی و ثبات در بازار ارز اثر فراوانی دارد که به‌طور عمده از همان دو اثر پیشین (تأثیر بر چرخه‌های تجاری و سطح عمومی قیمت‌ها) ناشی است.

با قبول این تحلیل‌ها از دهه هشتاد به بعد، بانک‌های مرکزی روز به روز قدرت بیشتری یافته و اهدافی مانند «رسیدن به رشد و اشتغال قابل قبول»، «تثبیت سطح عمومی قیمت‌ها» و «پدید آوردن تعادل در موازنه پرداخت‌های خارجی» بر عهده بانک‌های مرکزی نهاده شده است. بانک مرکزی برای کنترل میزان عرضه پول از ابزارهای گوناگونی مانند «تغییر نرخ

تنزیل مجدد»، «تغییر نرخ ذخیره قانونی»، «کنترل کمی و کیفی اعتبارات» و «عملیات بازار باز» استفاده می‌کند که در حال حاضر عملیات بازار باز (OMO) (Open Market Operation) به جهت سرعت و انعطاف فوق‌العاده‌ای که دارد در جایگاه مهم‌ترین و مؤثرترین ابزار مورد توجه است که طی آن بانک مرکزی از طریق خرید و فروش دارایی‌های خود و به‌طور عمده اوراق بهادار، در بازار ثانویه ذخیره پول پر قدرت را تغییر می‌دهد.

امروزه در اقتصادهای پیشرفته عملیات بازار باز تعیین‌کننده تغییرها در پایه پولی و اصلی‌ترین منبع نوسان‌ها در عرضه پول است و به این ترتیب تمام آثاری که بر حجم پول مترتب است در حقیقت متوجه نحوه اجرای عملیات بازار باز است. هم‌اکنون در بسیاری از کشورهای پیشرفته دنیا از عملیات بازار باز به‌طور مکرر استفاده می‌شود. به‌طور مثال، این عملیات در بانک انگلیس چندین مرتبه در روز، در بانک ژاپن دو تا سه بار در روز، در فدرال رزرو آمریکا یک بار در روز و در بانک کانادا چنانکه نرخ‌های بهره از دامنه هدف منحرف شوند، یک بار در روز این عملیات انجام می‌شوند (Pollard, 2004: 18 - 21).

اجرای موفق عملیات بازار باز نیازمند تأمین برخی شرایط است؛ که «حجم بالای اوراق بهادار» و «وجود بازار ثانویه فعال اوراق بهادار»، مهمترین شرط کامیابی این عملیات است و فقدان این شرایط در کشورهای در حال توسعه مانع مهمی برای استفاده از عملیات بازار باز در این کشورهاست. از طرفی با توجه به اهمیتی که برای عملیات بازار باز شمردیم این کشورها نمی‌توانند از این ابزار مهم (و بلکه فقط ابزار کارآمد سیاست پولی) چشم‌پوشی کنند. بنابراین، برخی از این کشورها کوشیده‌اند عملیات پیش‌گفته را به‌گونه‌ای بازسازی کنند که با توجه به شرایط کشورشان قابل انجام باشد و از نظر اقتصادی نیز کارآمد باشد. برخی از کشورهای اسلامی نیز ضمن کوشش برای بازسازی عملیات بازار باز بر این نکته تأکید کرده‌اند که اوراق مورد استفاده در این عملیات باید به‌گونه‌ای طراحی شود که بر «ربای قرضی» مبتنی نباشد و ماهیت این عملیات با باورهای دینی مسلمانان سازگار باشد تا ضمن کارآمدی اقتصادی، مورد قبول عموم مردم مسلمان نیز قرار گیرد. با توجه به مطالب پیش‌گفته پرسش‌های تحقیق را به‌صورت ذیل بیان می‌کنیم:

۱. آیا می‌توان اوراقی کارآمد و فاقد محذور شرعی برای این عملیات طراحی کرد که طی آن بانک مرکزی ضمن مسدود کردن وجوه حاصل از فروش اوراق، بتواند به پرداخت

سود مبادرت کند؟

۲. اندیشه‌وران کشورهای اسلامی تا کنون چه اقدامی درباره طراحی این اوراق کرده‌اند؟

۳. آیا اوراق طراحی شده کشورهای اسلامی از نظر اقتصادی کارآمد و از نظر شرعی فاقد اشکال است؟

بنا بر پرسش‌های پیش گفته، فرضیه این پژوهش را به این صورت بیان می‌کنیم:

«با استفاده از تجربه‌های کشورهای اسلامی می‌توان از چند اوراق کارآمد و فاقد محذور شرعی در کنترل نقدینگی بهره برد.»

در این مقاله ضمن مروری به تجربه‌های کشورهای در حال توسعه، تجربیات بانک‌های مرکزی سودان و ج.ا.ایران را به جهت کارایی اقتصادی و مطابقت با فتوای مشهور فقه امامیه بررسی کرده و فرضیه پژوهش را مورد ارزیابی قرار می‌دهیم.

اقدام‌های برخی کشورهای در حال توسعه برای بازسازی عملیات بازار باز (OMO)

بسیاری از کشورهای در حال توسعه برای استفاده از عملیات بازار باز با موانعی روبه‌رو هستند که مهمترین آنها «حجم بالای نقدینگی ناشی از فشار روز به روز کسری دولت بر پایه پول پر قدرت در شروع عملیات» و «عدم توسعه بازارهای سرمایه در این کشورها» است. توضیح مطلب اینکه مهمترین منبع تغییر ذخیره پول در بسیاری از کشورهای در حال توسعه کسری بودجه دولت است؛ از طرفی به علت عدم توسعه بازارهای سرمایه، دولت قادر به تأمین مالی از راه استقراض از مردم نیست. در نتیجه، این کسری‌ها به‌طور معمول از راه استقراض از بانک مرکزی تأمین می‌شود. بنابراین، مهمترین منبع تغییرات حجم پول در کشورهای در حال توسعه، استقراض دولت است و بانک مرکزی هم به علت فقدان بازار سرمایه پیشرفته نمی‌تواند از راه عملیات بازار باز خنثاسازی (Sterilization) کند و رابطه میان کسری دولت و خلق پول پر قدرت از هم بگسلد. اما در کشورهایی که بازار توسعه‌یافته مالی دارند، دولت برای تأمین مالی خود از بازار اولیه استفاده می‌کند و بانک مرکزی هم از همان اوراق دولتی در بازار ثانویه استفاده می‌کند. بنابراین برای «مدیریت بدهی» (Debt Management) و «مدیریت پولی» (Monetary Management) 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. اما در کشورهای در حال توسعه که به‌طور

معمول بازار مالی عمیق و گسترده‌ای ندارند، بانک‌های مرکزی نمی‌توانند از بازار ثانویه استفاده کنند. بنابراین، در برخی از این کشورها دست‌کم در گام‌های اولیه، بانک‌های مرکزی برای انجام عملیات بازار باز از بازارهای اولیه استفاده می‌کنند تا به تدریج بازارهای مالی توسعه یابد و بتوانند عملیات بازار باز اصلی را به کار گیرند.

در برخی کتاب‌ها (Baliño, Zamalloa, 1997: 202) و مقاله‌ها (Quintyn, 1994: 3) این‌گونه عملیات در بازار اولیه صرف‌نظر از نوع ابزار مالی که انتخاب می‌شود (اوراق بدهی دولتی یا اوراق بدهی بانک مرکزی) به صورت عملیات شبه بازار باز (OMTO) (Open Market – Type Operation) معرفی شده است.

برای عملیات شبه بازار باز معمولاً از دو نوع اوراق دولتی (Government Securities) و اوراق بانک مرکزی (Central Bank Securities) استفاده می‌شود. در جایی که از اوراق دولتی در عملیات شبه بازار باز استفاده می‌شود، دولت با هماهنگی بانک مرکزی بخشی از اوراق بدهی خود را برای هدف‌های کنترل نقدینگی منتشر می‌کند و آن را (خودش یا بانک مرکزی) در بازارهای اولیه به فروش می‌رساند و در جایی که بانک مرکزی از اوراق بدهی خودش در این عملیات استفاده کند، بانک مرکزی به‌طور مستقل به انتشار اوراق بدهی و فروش آن در بازار اولیه اقدام می‌کند. مهمترین امتیاز استفاده از اوراق بانک مرکزی در OMTO تأمین استقلال عملیاتی بانک مرکزی با توجه به تفکیک مدیریت بدهی از مدیریت پولی است؛ در برابر محدودیت‌های استفاده از این ابزار عبارتند از خطر زیان‌دیدن بانک مرکزی و احتمال بروز پدیده تقسیم بازار (Market Segmentation) نوظهور مالی. درباره اوراق دولتی نیز مهمترین امتیاز استفاده از آن پرداخت سود اوراق به‌وسیله دولت و جلوگیری از زیان بانک مرکزی و توسعه بازارهای مالی است و محدودیت‌های استفاده از این اوراق عبارتند از: کاهش اشتیاق دولت به استفاده از اوراق دولتی در مدیریت پولی و نیاز فراوان به هماهنگی در گام‌های اولیه گذار به ابزار غیرمستقیم پولی؛ البته هیچ‌کدام از این امتیازها و محدودیت‌ها جزو ضرور این اوراق نیست و می‌توان با هماهنگی درست بین مقام‌های پولی و مالی طراحی هر یک از اوراق را به‌گونه‌ای انجام داد که باعث تسریع در عبور از مرحله گذار به ابزار غیرمستقیم پولی شود. بنابراین این کشورها به عملیات شبه بازار باز به صورت واسطه‌ای برای دستیابی به عملیات بازار باز (OMO) نگاه می‌کنند. از

جمله کشورهای در حال توسعه که از اوراق دولتی در عملیات OMTO استفاده کرده‌اند می‌توان از کشورهای پاکستان، کنیا، گامبیا و مکزیک نام برد و از جمله کشورهایی که از «اوراق بانک مرکزی» در عملیات OMTO بهره برده‌اند می‌توان به کشورهای کاستاریکا، اندونزی، مالزی، کره، سودان و جمهوری اسلامی ایران نام برد و کشورهایی نیز تجربه استفاده از هر دو نوع اوراق را در عملیات شبه بازار خود دارند که کشورهای فیلیپین، سریلانکا، لهستان، نپال، موریتانی، غنا، شیلی و نیوزلند از آن جمله‌اند (Quintyn, 1944: 27 - 30).

چنانکه مشاهده می‌شود در بین این کشورها، برخی کشورهای مسلمان نیز هستند که از عملیات شبه بازار باز برای کنترل نقدینگی خود استفاده می‌کنند. از آنجا که در این کشورها مهم‌ترین محدودیت ابزار مورد استفاده (اوراق دولتی یا اوراق بانک مرکزی) مبتنی بودن آن بر ربای قرضی است لازم است به تجربه‌ها و مطالعه‌هایی که درباره جایگزینی این ابزار انجام شده اشاره کنیم.

مطالعه‌های انجام شده برای طراحی ابزارهای جایگزین برای OMTO

تاکنون اوراق متعددی مانند طراحی «اوراق مضاربه دولتی»، «اوراق مشارکت دولتی»، «اوراق اجاره» و «اوراق خرید نسبه» درباره طراحی اوراق منطبق با اسلام برای عملیات بازار باز در ایران (موسویان، ۱۳۷۹؛ فراهانی فرد، ۱۳۸۱) و دیگر کشورها (قحف، ۱۹۸۹) انجام شده است؛ اما از آنجا که در اکثر این مطالعه‌های بین OMO و OMTO تفکیکی صورت نگرفته است، بیشتر ابزارهای جایگزین ناظر به OMO هست. یعنی در این مطالعات تمرکز بر طراحی اوراق جایگزین اوراق قرضه دولتی برای تامین مالی مخارج دولت (Finance) است و فرض شده است که با خرید و فروش این اوراق در بازارهای ثانویه، بانک مرکزی هم می‌تواند عملیات بازار باز خود را انجام دهد؛ در واقع در این مطالعه‌ها برای تحقق عملیات بازار باز مراحل چهارگانه ذیل (که در طول زمان در کشورهای توسعه‌یافته طی شده است) ترسیم شده است:

۱. طراحی اوراق جایگزین اوراق قرضه دولتی برای تامین مالی مخارج دولت و فروش این

اوراق به مردم؛

۲. شکل‌گیری بازار ثانویه توسعه‌یافته؛

۳. خرید مقدار قابل توجهی از اوراق به‌وسیله بانک مرکزی؛

۴. انجام عملیات بازار باز در بازارهای ثانویه.

به این معنا که بعد از تحقق دو مرحله نخست و به‌ویژه شکل‌گیری بازارهای ثانویه توسعه‌یافته - که پروسه‌ای بسیار زمان‌بر است - بانک مرکزی ابتدا باید در مقیاس وسیعی درباره خرید این اوراق در جریان و سیاست انبساطی اقدام کند و مقدار فراوانی پول به جامعه تزریق کند و سرانجام در مرحله چهارم حداکثر به همان میزانی که اوراق خریده است، می‌تواند سیاست انقباضی اجرا کند. در حالی که آنچه گریبان‌گیر اکثر کشورهای در حال توسعه است تورم و مازاد بسیار فراوان نقدینگی ناشی از کسری‌های متعدد دولت‌هاست؛ از طرفی بازارهای ثانویه اوراق بهادار نیز وجود ندارد و بانک مرکزی هم اوراقی ندارد که بخواهد در آن بازارها بفروشد و به جمع‌آوری نقدینگی اقدام کند. بنابراین لازم است اوراقی طراحی شود که در همان بازارهای اولیه با هدف جمع‌آوری نقدینگی اضافی به فروش برسد و وجوه حاصل از فروش اوراق بلوکه شود و از این راه نقدینگی و به تبع تورم مهار شود. به عبارتی آنچه مقدر کشورهای در حال توسعه و مورد نیاز این کشورها است OMTO است نه OMO. با این حال مطالعه‌های صورت‌گرفته درباره ابزارهای جایگزین برای عملیات شبه بازار باز در کشورهای مسلمان بسیار محدود است. از بین تمام کشورهای مسلمان فقط ایران، سودان و به تازگی پاکستان است که نظام بانکی آنها براساس قانون، موظف است صددرد اسلامی باشد و تمام عملیات‌های بانکی و مالی در چارچوب عقدهای اسلامی باشد و دیگر کشورهای اسلامی دو نظام بانکی دارند. یک نظام بانکی اسلامی و یک نظام بانکی ربوی. بنابراین، به جز در این سه کشور پیش‌گفته نیاز شدیدی به طراحی ابزاری منطبق بر شریعت اسلامی و مناسب برای OMTO احساس نشده است، به‌طور مثال در مالزی برای OMTO از اوراق بانک مرکزی با نام bank Negara bills استفاده می‌شود و نیز در اندونزی از اوراق بانک مرکزی SBI و SBPU برای عملیات OMTO استفاده می‌شود که بر نظام ربوی مبتنی هستند (Hawkins, 2004: 9).

در پاکستان به‌رغم اینکه از سال ۱۹۹۱ که هنوز قانون صددرد شدن نظام بانکی پاکستان تصویب نشده بود، بانک مرکزی کوشید دولت را مجاب کند اوراق دولتی را در بازارهای اولیه بفروشد و وجوه حاصله را برای مسدود کردن و کنترل نقدینگی در اختیار

بانک مرکزی قرار دهد اما از آنجا که بانک مرکزی پاکستان در گذار به ابزار غیرمستقیم پولی کامیاب نبود، مجبور شد همچنان برای اجرای سیاست‌های پولی‌اش بر ابزار مستقیم پولی تکیه کند. بعد از قانون اسلامی شدن بانک‌های پاکستان نیز تاکنون ابزاری مناسب برای OMTO به وسیله بانک مرکزی پاکستان طراحی نشده است. اما در سودان برای نخستین بار کوشش‌های در خور توجه‌ای درباره طراحی ابزار جایگزین برای OMTO صورت گرفت که به باور بسیاری از کارشناسان اقتصادی با کامیابی چشمگیری روبه‌رو شد و تحسین برخی کارشناسان IMF را نیز به دنبال داشت (6: IMF Survey, 2005).

در بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران نیز مطالعه‌های متعدد و درخور تقدیری برای طراحی این اوراق صورت گرفته است که از برخی از آنها می‌توان در طراحی ابزاری کارآمد برای عملیات شبه بازار باز استفاده کرد. برای ارزیابی تجربه‌های بانک‌های مرکزی سودان و ایران، ابتدا لازم است ملاک‌های لازم در طراحی این اوراق را بیان کرده و سپس تجربه‌های این دو کشور اسلامی را مورد بررسی نقد و بررسی قرار دهیم.

ملاک‌های لازم در طراحی اوراق عملیات شبه بازار باز

با توجه به بحث‌های پیشین، جامعه‌های اسلامی که می‌خواهند در قالب OMTO به کنترل نقدینگی مبادرت ورزند لازم است اوراقی طراحی کنند که افزون بر عدم مشکل فقهی در مراحل گوناگون عملیات از کارایی اقتصادی نیز برخوردار باشند. بنابراین لازم است در طراحی اوراق، ملاک‌های ذیل مدنظر قرار گیرد:

أ. ملاک‌های شرعی

۱. وجوه حاصل از فروش اوراق را بدون هیچ محذور شرعی بتوان مسدود کرد؛
۲. اوراق عنصر انگیزشی (سود مشروع) داشته باشند؛
۳. مبادله‌های ثانویه اوراق، شرعاً بدون اشکال باشد تا به توسعه بازارهای ثانویه بینجامد؛
۴. تجدید انتشار اوراق در سررسید شرعاً مجاز باشد.

ب. ملاک‌های کارایی اقتصادی

۱. بانک مرکزی برای اجرای سیاست‌های پولی آزادی عمل داشته باشد؛

۲. محدودیتی در میزان انتشار اوراق نباشد؛

۳. بانک مرکزی به جهت اجرای عملیات متحمل خسارت نشود و حتی المقدور به لحاظ حقوقی دولت مسؤل پرداخت سود اوراق باشد؛ چرا که نوعاً این عملیات برای ختناسازی سیاست‌های انبساطی دولت انجام می‌شود؛

۴. اوراق به دو صورت کوتاه‌مدت و بلندمدت قابل انتشار باشد؛

۵. بانک مرکزی بتواند برای تغییر در تقاضای اوراق مورد نظر، سود آنها را تغییر دهد؛

۶. از جهت مسایل حقوقی و مالی براساس قواعد ساده‌ای طراحی شده باشد.

مهمترین نکته‌ای که در طراحی این اوراق باید مورد توجه باشد (ملاک نخست) این است که خرید و فروش اوراق زمانی سیاست پولی و عملیات بازار باز (یا شبه بازار باز) تلقی می‌شود که وجوه حاصله از فروش اوراق برای مخارج دولت یا جای دیگری هزینه نشود و به تعبیری وجوه بلوکه شود. واضح‌ترین روش این است که وجوه حاصله در یک حساب ویژه که صرفاً برای هدف‌های سیاست پولی پدید آمده است، مانند یک حساب جهانی مطمئن نگهداری شود تا زمانی که سیاست تعدیل شود و نیاز به تزریق نقدینگی باشد (Axilrod, 1996: 16). بنابراین باید بین فروش اوراق برای تأمین مخارج دولت یا مؤسسه‌ها (Finance) و فروش اوراق برای اجرای سیاست پولی تفکیک قایل شویم؛ چرا که هر کدام اثرهای اقتصادی متفاوتی دارند. خرید و فروش اوراق به وسیله بانک مرکزی یک سیاست پولی است در حالی که تأمین کسری بودجه دولت از راه افزایش اوراق قرضه هیچ اثری بر پایه پولی نخواهد داشت (دورنبوش، فیشر، ۱۳۷۸: ۴۲۱) و یک ابزار مالی برای تأمین کسری بودجه دولت است.

بررسی تجربه بانک سودان در طراحی ابزار جایگزین برای OMTO

بانک سودان در جهت دستیابی به ابزار پولی که تعارضی با شریعت اسلام نداشته باشد ابتدا به دنبال بدیل شرعی برای نرخ بهره بود که بر این اساس، طرح عملیاتی مبتنی بر بهره تبدیلی (العائد التعویضی) را آماده ساخت که بر مبنای تفاوت بین نرخ بهره اسمی و واقعی (میانگین تورم) استوار بود، اما اجرای این طرح با مخالفت هیئت عالی مستشاران شرعی و دیگر فقیهان و عامه مردم روبه‌رو شد. گام دوم؛ بانک سودان در سال‌های ۹۶ و ۹۷ تعیین

سود تسهیلات بانکی مبتنی بر عقود اسلامی (مشارکت، مضاربه و ...) بود که تغییر این نسبت‌ها مانند مداخله‌های مستقیم بانک مرکزی، بر عرضه و تقاضای وام‌ها و حجم نقدینگی مؤثر بود.

اما به‌رغم ابزار پیش‌گفته بانک سودان برای اجرای سیاست‌های پولی خود نیازمند ابزاری بود که بتواند نقدینگی را به‌طور مستمر و هفتگی و ماهانه مدیریت و کنترل کند. بعد از ۱/۵ سال بحث مستمر و کوشش مشترک بانک مرکزی با هیات عالی مستشاران شرعی و موسسات مالی و نیز کارشناس صندوق بین‌المللی پول، اوراق جدیدی بر مبنای شریعت اسلام طراحی شده که این اوراق شامل اوراق مشارکت بانک مرکزی* و اوراق مشارکت دولتی** می‌شد که به اختصار به اولی «شمم» یا (CMC) و به دومی «شهامه» یا (GMC) گفته می‌شود.

اوراق مشارکت بانک مرکزی سودان (شمم)

اوراق بانک مرکزی سودان (شمم)، سندی است که بر پایه سهام مشخصی از پرتفویی شامل دارایی‌های «بانک مرکزی» و «وزارت مالیه» منتشر می‌شود. این دارایی‌ها به‌طور مشخص سرمایه‌هایی است که بانک مرکزی و وزارت مالیه از بانک‌های تجاری دارند. انتشار این اوراق به‌وسیله بانک مرکزی صورت می‌گیرد. انتشار این اوراق در سال ۱۹۹۸ آغاز شد. اهم ویژگی‌های شمم به شرح ذیل است:

۱. این اوراق بیان‌گر این است که دارنده ورقه، در «منفعتی» که برای بانک مرکزی سودان و وزارت مالیه محقق می‌شود، شریک است. بنابراین دارنده ورقه، مالک سهام‌های بانک مرکزی سودان و وزارت عالی در دیگر بانک‌ها نیست؛

۲. این اوراق قیمت اسمی مشخص (Face Value) منتشر شده در ورقه و نیز قیمت ارزش‌گذاری*** دارد که هر سه‌ماه اعلام می‌شود و بیان‌گر سود واقعی و جزیی از افزایش قیمت رأس‌المال است. همچنین این اوراق یک قیمت مبادله‌ای (Selling Price) دارد که

*. شهادت مشارکه البنك المركزي (Central Bank Musharaka Certificates).

** . شهادت مشارکه الحكومة (Governmental Musharaka Certificates).

*** . Fair Market Value (قیمه محاسبیه).

به وسیله خریدار و فروشنده هنگام مبادله تعیین می شود.

۳. به دارنده این اوراق هیچ گونه سود نقدی پرداخت نمی شود، بلکه دارنده ورقه می تواند هنگام فروش ورقه به سودش دست یابد، چنانکه می تواند بدون واسطه در هر زمانی که بخواهند اوراق را به بانک مرکزی سودان بفروشند. در واقع سود این اوراق به شکل سود رأس المال است که هنگام فروش اوراق محقق می شود؛

۴. اوراق فاقد سررسید مشخص زمانی هستند و به راحتی قابل مبادله و تبدیل به وجه نقد هستند؛

۵. نوعاً خرید و فروش اوراق از راه مزایده صورت می گیرد هر چند معامله های خارج

از مزایده هم وجود دارد؛

۶. این اوراق از طریق بانک مرکزی در کنترل نقدینگی مورد استفاده قرار می گیرد، به

این صورت که هنگامی که بانک مرکزی احساس کرد فعالیت های اقتصادی نیازمند

نقدینگی است به خرید این اوراق از مالکین اقدام می کند و هنگامی که احساس کرد

نقدینگی فراوان شده است اوراقی را که برای فروش دارد به میزان لازم عرضه می کند که

به طبع قیمتی را که بانک مرکزی برای فروش اوراق در هر زمان تعیین می کند، نقش مهمی

را در خرید و فروش این اوراق ایفا می کند. هم اکنون بازار ثانویه برای این اوراق شکل

گرفته است (قوصی، ۲۰۰۴).

اوراق مشارکت دولتی (شهامه)

شهامه نیز اوراق گواهی هستند که براساس دارایی های حقیقی هستند که انتشار آنها بر

پایه پرتفویی از مؤسسه های سود ده که همه یا قسمتی از آنها ملک دولت است صورت

می گیرد. وزارت مالیه در ۱۹۹۹/۵/۸ به انتشار اوراق مشارکت حکومتی (شهامه) از طریق

شرکت خدمات مالی سودان اقدام کرد - قیمت اسمی هر ورقه ۵۰۰ هزار دینار بود. برخی

از این شرکت ها عبارتند از شرکت سوداتل (شرکت مخابرات سودان) شرکت النیل (امور نفت

و هتل هیلتون)، شرکت اریاب (امور معادن)، شرکت سودان (امور مناطق و بازارهای آزاد) و ...

این اوراق به صاحبانش این فرصت را می دهد که در سودی که از عملیات مجموع این

شرکت ها و مؤسسه ها به دست می آید، سهمیم باشند، وزارت مالیه به بانک سودان وکالت غیرقابل

نقض داده است که قیمت اوراق و سود آن را از حساب دولت مرکزی کم کند و به حساب

خاص دیگری منتقل کند تا هنگام سررسید از آن به دارنده ورقه بپردازد.

به‌رغم اینکه هدف اصلی انتشار شهمه فراهم آوردن ابزاری برای بانک مرکزی در کنترل نقدینگی بود، با این حال در مدت‌زمان کوتاهی این اوراق تبدیل به وسیله فعالی برای تامین مالی در بودجه‌های دولتی نیز شد که دولت با آن می‌توانست کسری بودجه خود را به جای اینکه از بخش بانکی قرض بگیرد از مردم تامین کند. اوراق شهمه یک قیمت اسمی ثابت دارند که بیان‌گر سهام مشخصی از پرتفوی دارایی‌های حکومت در مجموعه‌ای از مؤسسه‌های سود ده است. اما مهمترین ویژگی‌های شهمه عبارت است از:

۱. این اوراق هم وسیله‌ای برای تامین مالی کسری بودجه دولت است و هم وسیله‌ای برای کنترل نقدینگی در خدمت بانک مرکزی است؛
 ۲. در جایگاه وسیله‌ای برای پس‌انداز ملی شمرده می‌شود و مؤسسه‌ها و افراد را ترغیب به پس‌انداز می‌کند. همچنین در توسعه بازار پولی کمک می‌کند؛
 ۳. به این اوراق سود تعلق می‌گیرد که هم اکنون سود این اوراق بین ۳۳ - ۲۸ درصد است. این سود، سودهای حقیقی است که از سود دارایی‌ها و رأس‌المال هر سهم این پرتفوی ناشی است؛
 ۴. اوراق سررسید محدود یک‌ساله دارند و هم اکنون گام‌هایی برای انتشار اوراقی با سررسیدهای محدودتر آغاز شده است؛
 ۵. اوراق شهمه، اوراقی با نامی است که اسم دارندگان اوراق بر آن ثبت می‌شود. این اوراق قابل واگذاری به غیر است؛
 ۶. اوراق از راه مزایده در دوره‌های مشخص زمانی عرضه می‌شود و مزایده با شرایط و ضوابط محدودی صورت می‌گیرد.
- هم اکنون بازار ثانویه این اوراق شکل گرفته است و در بازارهای مالی خارطوم به راحتی قابل تبدیل به پول نقد است (قوصی، ۲۰۰۴).

ارزیابی تجربه بانک سودان در عملیات شبه بازار باز

ارزیابی اقتصادی

یکی از ویژگی‌های خوب و مهم این نوع اوراق، طراحی خاصی است که برای سود این اوراق در نظر گرفته شده است؛ به این صورت که اولاً به این اوراق سود نقدی پرداخت نمی‌شود و سود به شکل افزایش در رأس‌المال است که هنگام فروش اوراق به

دارنده ورقه پرداخت می‌شود. این امر باعث سرعت فزاینده در توسعه بازارهای ثانویه این اوراق می‌شود به طوری که در سودان در کمتر از ۴ سال، بازار ثانویه برای این اوراق تشکیل شده است. ثانیاً طراحی سود در این اوراق به گونه‌ای است که فشار کمتری به دولت تحمیل می‌کند که این امر ویژگی بسیار مهمی برای این اوراق است. چنانکه گفته شد سود پرداختی به این اوراق در واقع هزینه ختتاسازی اقدام‌های تأمین مالی دولت است و دولت باید هزینه اقدام‌هایش را متحمل شود، اما تجربه کشورهایی که در OMTO از اوراق دولتی استفاده کردند نشان می‌دهد دولت‌ها روز به روز درباره اینکه هزینه هنگفتی را برای سیاست‌های پولی تقبل کنند بی‌میل می‌شوند؛ چنانکه در برخی از این کشورها (موریتانی، غنا و شیلی) افزایش هزینه بهره این اوراق بعد از مدت کوتاهی به یکی از چالش‌های مهم اقتصادشان تبدیل شد و دولت انتشار فروش اوراق را برای کنترل نقدینگی متوقف کرد (Quintyn, 1994: 28).

در اوراق مشارکت بانک سودان به دو علت فشار اولیه بر دولت در گام‌های اولیه کم شده است؛ نخست اینکه بانک مرکزی نیز در دولت در پرداخت سود شریک شده است و هر کدام به نسبت درصد حقوقی که از دارایی‌های سود ده خود دارند، متحمل پرداخت این سود می‌شوند. دوم اینکه لازم نیست به اوراق سود نقدی پرداخت شود بلکه بانک مرکزی صرفاً هر سه ماه یکبار قیمت ارزش‌گذاری اوراق را اعلام می‌کند و این امر سبب افزایش قیمت اوراق هنگام فروش می‌شود. بنابراین، بخش مهمی از این سود را بازارهای ثانویه به دوش می‌کشد. مزیت دیگر اوراق آزادی عمل فراوان بانک مرکزی در اجرای سیاست‌های پولی‌اش است که در همان مراحل نخست تعداد قابل توجهی اوراق بهادار در اختیارش قرار گرفته است. از مزیت‌های دیگر اوراق، این است که مالکیت دارایی همچنان بدون تغییر و انتقال باقی می‌ماند و سهام‌داران صرفاً در منافع این اوراق شریکند نه در مالکیت آن. این امر نقش مهمی در ساده‌کردن امور حقوقی این اوراق دارد. با این حال طراحی چنین اوراقی محدودیت‌هایی نیز دارند:

۱. رشد تقاضا برای این اوراق متوقف بر سودآوری بیشتر این اوراق است که تأمین آن تکلیف بزرگی بر دوش دولت و بانک مرکزی است و متعهد شدن به آن در دراز مدت دشوار است. از طرفی هر گونه کاهش در درآمد این اوراق که ناشی از کاهش در سود دارایی‌ها

باشد، باعث می‌شود تقاضا برای این اوراق روند معکوسی را بپیماید (قوصی، ۲۰۰۴)؛

۲. از آنجا که سود اوراق در واقع بیان‌گر سود دارایی‌های مولد و بخش واقعی اقتصاد است انتشار اوراق کوتاه‌مدت با مشکل روبه‌رو است. همچنین قدرت بانک مرکزی برای مدیریت تقاضا و تغییرهای نرخ سود بسیار اندک است؛

۳. میزان انتشار این اوراق محدود به حقوق مالکیت دولت و بانک مرکزی در دارایی‌های مولدشان است. درباره کامیابی در استفاده از این اوراق در سودان با اینکه مدت زمانی که بانک سودان به استفاده از سهامه و شمم اقدام کرده است، کوتاه است و نمی‌توان نظری قطعی گفت؛ با این حال تجربه سودان به وضوح، بیان‌گر این است که بانک مرکزی توانسته است به ابزار غیرمستقیم برای اجرای سیاست‌های پولی خود و کنترل نقدینگی دست یابد و این اوراق برای بانک سودان بدیل مناسب و معقولی از اوراقی که بر نرخ بهره استوارند، بوده است چنانکه به‌کارگیری عمده این اوراق در سال‌های ۱۹۹۹ و ۲۰۰۰ بیان‌گر کامیابی در به‌کارگیری این اوراق در اجرای سیاست‌های پولی بوده است که باعث تثبیت نرخ ارز و کاهش میانگین تورم به ۱۴/۲ درصد در سال ۱۹۹۹ و ۸ درصد در سال ۲۰۰۰ شده است؛ با اینکه هدف در این سال‌ها به ترتیب ۱۲ درصد و ۱۰ درصد بوده است. همچنین حجم تامین مالی بخش خصوصی از ۵۲/۶ به ۹۲/۵ بیلیون دینار افزایش یافته است؛ با اینکه هدف ۵۲/۶ و ۷۶/۶ بوده است (قوصی، ۲۰۰۴).

ارزیابی فقهی

گفتیم که اوراق شمم و سهامه سند بخشی از «عین» دارایی‌های پیش‌گفته نیست که به عنوان سهام فروخته شود بلکه بیان‌گر سهمی از «منفعتی» است که دارایی‌های پیش‌گفته دارد. در واقع سهم منفعت به خریداران فروخته می‌شود نه سهم عین دارایی‌های پیش‌گفته، خریداران با خرید این اوراق در منفعت دارایی‌های پیش‌گفته شریکند نه اینکه جزو مالکان دارایی‌های پیش‌گفته باشند. بنابراین لازم است شرکت در منفعت را از نظر فقهی مورد بررسی قرار دهیم؛ شرکت، از نظر فقیهان امامیه به دو معنای ذیل اطلاق می‌شود (موسوی خمینی، بی‌تا: ۱، ۶۲۲ و ۶۲۳):

۱. بودن یک شیء برای دو یا چند نفر: این شرکت چنانکه در ماده‌های ۵۷۲ و ۵۷۴ قانون مدنی جمهوری اسلامی نیز ایران آمده است قهری است و یا اختیاری. شرکت قهری، اجتماع حقوق مالکین در نتیجه امتزاج یا ارث و مانند آن است و شرکت اختیاری در نتیجه

عمل شریکان مانند مزج اختیاری (به صورتی که در واقع یا در ظاهر نتوان دو مال را بعد از امتزاج تمییز داد و نه مثل مخلوط کردن قیّمیات) یا قبول مالی مشاعاً یا در قالب عقدی از عقدها و ... حاصل می‌شود. شرکت به این معنا را شرکت ملک و یا شرکت شیوع می‌نامند. علامه محمدجواد مغنیه ذیل این معنای شرکت می‌نویسد:

«بحث از شرکت (به این معنا) از شؤون فقیه نیست. وظیفه فقیه بحث از حکم تکلیفی یا وضعی است و شرکت به این معنا هیچ‌کدام نیست؛ چرا که حقوق اگر در یک شی جمع شود، شرکت محقق می‌شود و اگر نشود، شرکت هم محقق نمی‌شود. بله فقیه از احکام مترتب بر آن مثل اینکه هیچ‌یک از شریکان بدون اذن دیگری حق تصرف در مال مشترک را ندارد، بحث می‌کند» (مغنیه، ۱۴۲۳: ۴، ۱۰۱).

شرکت به این معنا می‌تواند در عین، منفعت، دین و در حق محقق شود. مثالی که نوعاً برای تحقق شرکت در منفعت ذکر می‌شود این است که دو نفر مکان معینی را با عقد واحدی اجاره کنند.

۲. عقد بین دو نفر یا بیشتر بر اینکه اموالی را با هم شریک شوند و با آن مال مشترک معامله کنند. شرکت به این معنا را شرکت عقدیه یا شرکت اکتسابیه می‌نامند. شرکت به این معنا را تعداد معدودی از فقیهان از جمله صاحب *حلائق* به این علت که از نصوص قابل استفاده نیست پذیرفته‌اند؛ اما مشهور فقیهان آن را به صورت عقد مستقلی پذیرفته‌اند و آن را عقد جایزی دانسته‌اند که نیاز به ایجاب و قبول دارد و با لفظی مثل «اشترکنا» یا عملی که به معنای آن باشد محقق می‌شود و موصوف به صحت و بطلان می‌شود. صاحب *جوهر* بعد از رد قول صاحب *حلائق* می‌فرماید:

«أما ما فی الحقائق من إنکار عقد الشركة رأساً فهو واضح الفساد، بل یمكن دعوى إجماع الخاصة و العامة علی خلافه» (نجفی، ۱۳۶۷: ۲۶، ۲۸۸).

اما فقیهان برای صحت عقد شرکت افزون بر شروط عمومی عقدهای مالی (بلوغ، عقل، قصد، اختیار و عدم حجر) شرط کرده‌اند که باید رأس‌المال (چه مثلی باشند و چه قیمی) پیش یا بعد عقد ممزوج شود (موسوی خمینی، بی‌تا: ۶۲۵) و تبعاً باید متعلق شرکت قابل مزج باشد؛ بنابراین مشهور فقیهان گفته‌اند که شرکت عقدیه صرفاً در اموال جاری است. صاحب *عروه* با توجه به این شرط در عقد شرکت می‌نویسد:

«لا تصح الشركة العقدية إلا فی الأموال بل الأعیان فلا تصح فی الديون و کذا لا تصح فی المنافع» (طباطبایی یزدی، ۱۴۲۰: ۲، ۶۹۹).

بنابراین عقد شرکت در منافع صحیح نیست. به این معنا که نمی‌توان رأس‌المال عقد مشارکت را منافع قرار داد و به‌طور مثال دو نفر نمی‌توانند منافع خانه‌هایشان را با هم شریک شوند تا سهم هر نفر نصف آن منافع باشد (همان).

بنابر بحث‌های پیشین پیش‌گفته واضح است که مشارکت در منافع به‌صورتی که در بانک سودان برای اوراق شمم و سهامه تعریف شده است از نوع عقد شرکت نیست که دو شریک رأس‌المال خود را برای کسب ربح ممزوج کنند؛ بلکه شریک‌کردن یک نفر در مال (در عین یا منفعت) دیگری است و چنانکه حضرت امام علیه السلام در مقدمه کتاب شرکت می‌نویسد:

«این امر را «تشریک» می‌گویند که به هیچ‌وجه ارتباطی به «شرکت عقدیه» ندارد» (موسوی خمینی، بی‌تا: ۶۲۲).

بنابراین برای تملیک‌کردن این حصه مشاع به فرد دیگری باید به عقدی از عقدها (بیع، اجاره و صلح) متوسل شد تا افاده شرکت (به معنای اول) کند.

استفاده از عقد بیع برای تشریک و تملیک حصه‌ای از منفعت دارایی‌های سود ده با توجه به اینکه از نظر حقوقی بر قاعده‌های ساده و قابل فهمی مبتنی است و مبادله‌های ثانویه «اوراق مشارکت در منفعت» و تجدید انتشار نیز بر مبنای آن به راحتی قابل انجام است، بر دیگر عقدها امتیاز دارد. در این صورت لازم است دو مسئله حل شود؛ نخست «زمان‌دار بودن مبیع تا سررسید مشخص در اوراق سهامه» و دیگر «منفعت قرار گرفتن مبیع». مسئله نخست با استفاده از بیع شرط (بیع‌الخیار) قابل حل است به این بیان که فروشنده (بانک مرکزی) با خریدار اوراق شرط می‌کند که اگر تا زمان سررسید اوراق، پول مشتری (قیمت اسمی اوراق) را برگرداند، می‌تواند معامله را به هم بزند و مبیع (سهام) را باز پس گیرد. در این حالت خریدار اوراق لازم است مبیع (سهام) را برگرداند و سود دوره مشارکت به مشتری تعلق می‌گیرد. بنابراین مشتری در سررسید به اصل و سود مشارکت می‌رسد. مشتری در طول مدت زمان خرید تا سررسید نیز می‌تواند شرط کند چنانکه مبیع (سهام) را برگرداند فروشنده باید قبول کند و پول خریدار اوراق (ثمن) را برگرداند (همان: ۵۲۲). مسئله بیع شرط نزد مشهور فقیهان جایز است.

درباره مسئله دوم یعنی «منفعت قرار گرفتن مبیع» باید بررسی شود که آیا از نظر فقیهان جایز است مبیع، منفعت باشد؟ صاحب جواهر در این باره می‌گوید:

«لاشکال و لاخلاف فی اعتبار کون المبیع عیناً فلا یعم المنافع و الحقوق» (نجفی، ۱۳۶۷: ۲۲، ۲۰۸).

اما فقیهان امامیه از جمله فقیهان معاصر در این مسئله اختلاف نظر دارند؛ امام خمینی علیه السلام و آیت الله مکارم شیرازی بیع منفعت را جایز می‌دانند در حالی که حضرات آیات خوئی، سیستانی، اراکی، گلپایگانی، تبریزی و ... آن را جایز نمی‌دانند. نتیجه آنکه با توجه به اختلاف فقیهان استفاده از عقد بیع از مقبولیت عامی برخوردار نیست و نمی‌تواند به صورت راهکاری برای انتشار اوراق استفاده شود.

استفاده از عقد اجاره نیز که از لحاظ ماهیت برای تملیک منفعت وضع شده است برای تحقق شرکت در منفعت با محذورهایی در مبادله‌های ثانویه* و بازپرداخت اصل در سررسید روبه‌رو است. بنابراین بهترین راه برای وقوع شرکت در منفعت استفاده از عقد صلح است.

عقد صلح از نظر مشهور فقیهان امامیه دامنه بسیار وسیعی دارد و آن را به تراضی و تسالم بر هر امری مثل تملیک عین، منفعت، اسقاط دین یا حق یا غیر این‌ها ... تعریف کرده‌اند. عقد صلح عقد مستقلی است و احکام و شرایط دیگر عقدهای به آن ملحق نمی‌شود هر چند عقد صلح فایده همان عقدها را بدهد. بنابراین در عقد صلحی که فایده بیع را می‌دهد احکام و شروط بیع لازم نیست. در ماده ۷۵۸ قانون مدنی نیز آمده است: «صلح در تمام معامله‌ها هر چند نتیجه معامله‌ای را که به جای آن واقع شده است می‌دهد؛ اما شرایط و احکام خاصه آن معامله را ندارد».

اما قریب به اتفاق اهل سنت (به جز حنفیه) صلح را فقط در جایی که مسبوق به خصومت باشد یا احتمال بروز خصومت باشد، جایز می‌دانند. معدودی از فقیهان امامیه نیز این نظر را برگزیده‌اند که از فقیهان معاصر می‌توان از آیت الله مکارم شیرازی نام برد (ده مرجع، ۱۳۸۴: ۲۶۶).

طبق نظر مشهور فقیهان امامیه متعلق صلح می‌تواند عین، منفعت، دین یا حق باشد و در هر صورت می‌تواند در برابر آن عوضی قرار گیرد یا نگیرد. حضرت امام علیه السلام می‌نویسد: «متعلق صلح می‌تواند مجرد انتفاع قرار گیرد مثل اینکه یک نفر با دیگری مصالحه کند مدتی در منزلش بنشیند یا لباس وی را بپوشد و این کار هم با عوض و هم بدون عوض

*. از جمله اینکه طبق فتوای بسیاری از فقیهان، مستأجر به جز در موردهای خاص نمی‌تواند مورد اجاره را به بیشتر از مقداری که اجاره کرده، اجاره بدهد.

صحیح است. همچنین دو شریک می‌توانند بر اینکه یک طرف تمام زیان را بپذیرد مصالحه کنند» (موسوی خمینی، بی تا: ۵۶۲).

بنابراین برای تحقق مشارکت در منفعت، قرارداد صلح به این صورت تصویر می‌شود که هر ورق بیان‌گر سهم و درصدی از منفعت دارایی‌های پیش‌گفته (تا زمانی معین یا فاقد زمان معین) است که دارنده ورقه در ازای پرداخت مبلغی معین از آن بهره‌مند می‌شود. طبعاً قیمت مبادله‌ای هر ورقه با توجه به اوضاع اقتصادی و میزان سودآوری در بازار می‌تواند تغییر یابد. انتشاردهندگان اوراق می‌توانند سود را طبق درصد تعیین‌شده در سررسیدهای مقرر پردازند (مانند اوراق سهام) یا صرفاً میزان سود تعلق‌گرفته را محاسبه کرده و قیمت جدید اوراق را ارزش‌گذاری و اعلام کنند. به این ترتیب با استفاده از عقد صلح تشریک خریداران اوراق در منفعت دارایی‌ها صورت می‌گیرد و اشکال خاصی از دید فقهی متوجه اصل انتشار این اوراق، تجدید انتشار در سررسید و مبادله‌های ثانویه نیست و بانک مرکزی وجوه حاصل از فروش اوراق را بدون هیچ محدود شرعی می‌تواند مسدود کند.

تجربه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در طراحی ابزار جایگزین برای OMTO

نخستین کوشش‌ها برای طراحی ابزاری منطبق با آموزه‌های شرعی و مناسب برای OMTO به وسیله بانک مرکزی ج.ا.ایران از سال ۱۳۷۸ آغاز شد که اقتصاد ایران با افزایش نقدینگی بالایی روبه‌رو شده بود. در مجموع کوشش‌های بانک مرکزی با استفاده از عقد مشارکت، عقد ضمان و مشارکت و تنزیل قابل بررسی است که هر کدام را جداگانه مورد بررسی قرار می‌دهیم:

۱. اوراق مبتنی بر عقد مشارکت

با توجه به موفقیتی که معرفی اوراق مشارکت به‌صورت جایگزینی برای اوراق قرضه در تامین نیازمندی‌های مالی در ایران کسب کرده بود، نخستین راهکاری که بانک مرکزی برای اوراق مورد نیاز طراحی کرد اوراقی بر مبنای عقد مشارکت بود. اما از آنجا که وجوه حاصله باید مسدود شود، لازم بود مشارکت، به‌صورتی غیر از آنچه در اوراق مشارکت پیشین بوده مطرح شد. بنابراین بانک مرکزی ج.ا.ایران اوراقی تحت عنوان «اوراق

سهام‌الشرکه ملی» را به شرح ذیل مطرح کرد:

«دولت در برابر بدهی‌های سررسید شده خود به بانک مرکزی پرتفویی از سهام و حقوق مالکیت در دارایی‌های مولد خود را به بانک مرکزی وامی‌گذارد و معادل ارزش روز این اموال، بدهی‌های سررسید شده خود را تسویه می‌کند. بانک مرکزی می‌تواند در برابر مجموعه اموال پیش‌گفته «اوراق سهام‌الشرکه» منتشر کند به این لحاظ هر ورقه گواهی سهام‌الشرکه نشان‌دهنده سهم مشخصی از مجموعه معینی از دارایی‌های انتقال یافته به بانک مرکزی است و دارندگان آن به نسبت سهم خود به‌طور مشاع در این پرتفوی شریک خواهند بود» (اداره بررسی‌های اقتصادی بانک مرکزی ج.ا.ایران، «اوراق سهام‌الشرکه»، ۱۳).

به این ترتیب بانک مرکزی در واقع بخشی از دارایی‌های مولد خود را فروخته است و می‌تواند وجوه دریافتی را بلوکه کند. دارندگان اوراق که اکنون سهام‌داران دارایی‌های مولد بانک مرکزی هستند، نیز به نسبت سهم خود از محل سود آن دارایی‌های مولد سود دریافت می‌کنند.

اما از آنجا که این اوراق مستلزم انتقال مدیریت و مالکیت دارایی‌های دولت به بانک مرکزی بود، این طرح بانک مرکزی ج.ا.ایران با مخالفت سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور قرار گرفت؛ بنابراین دو پیشنهاد برای باقی‌ماندن مدیریت دولت بر دارایی‌ها به شرح ذیل ارائه شد:^{*}

پیشنهاد نخست: دولت به انتشار اوراق مشارکت (سهام‌الشرکه) اقدام کند و به افراد حقیقی و حقوقی بفروشد و وجوه حاصل از اوراق را بابت بدهی‌هایش به بانک مرکزی تحویل دهد؛

پیشنهاد دوم: دولت به انتشار اوراق مشارکت به مقدار تمام بدهی‌های خود به بانک مرکزی اقدام کند و اوراق را یک‌جا به بانک مرکزی منتقل کند.

ارزیابی تجربه بانک ج.ا.ایران در استفاده از اوراق سهام‌الشرکه برای عملیات شبه بازار باز

ارزیابی اقتصادی

اوراق سهام‌الشرکه عنصر انگیزشی سود برای خریداران دارد و می‌توان وجوه حاصل از این اوراق را با هدف کنترل نقدینگی مسدود کرد. با لحاظ پیشنهاد سوم، پرداخت سود

* این دو پیشنهاد به وسیله دکتر میرآخور در نامه‌ای خطاب به دکتر کمیجانی، معاون اقتصادی وقت بانک مرکزی ج.ا.ایران ارائه شده است.

اوراق نیز به عهده دولت است و دولت با تسویه یک‌جای بدهی خود ابزاری را در اختیار بانک مرکزی قرار داده است. اما به‌رغم این نکته‌های مثبت، این اوراق مشکل‌ها و محدودیت‌هایی نیز دارد که عبارتند از:

۱. میزان انتشار اوراق محدود به میزان بدهی دولت و میزان دارایی‌های مولد دولت منتقل شده به بانک مرکزی است؛ در حالی که به‌طور معمول اوراق بانک مرکزی برای کنترل نقدینگی لازم است در حجم بالایی منتشر شود؛
۲. از آنجا که سود اوراق در واقع بیان‌گر سود دارایی‌های مولد و بخش واقعی اقتصاد است، انتشار اوراق کوتاه‌مدت با مشکل روبه‌رو است. همچنین قدرت بانک مرکزی برای مدیریت تقاضا و تغییرها نرخ سود بسیار اندک است؛
۳. انتشار این اوراق مستلزم انتقال دارایی‌های دولت به بانک مرکزی (طرح نخست) یا مردم (براساس دو پیشنهاد اصلاحی) است.

ارزیابی فقهی

اوراق سهم‌الشرکه ملی در واقع تشریک در اعیان است. این اوراق هر چند با الهام از اوراق مشارکت به منظور تأمین مالی طراحی شده است، اما از جهت فقهی متفاوت با آن اوراق است. اوراق مشارکت دولتی بر مبنای عقد شرکت و با هدف سرمایه‌گذاری و سودآوری مشترک منتشر می‌شود در حالی که اوراق سهم‌الشرکه تملیک حصه‌ای از دارایی‌های مولد موجود است تا بتوان وجوه حاصل از فروش را مسدود و از محل سود دارایی‌ها، به خریداران سود پرداخت کرد.

مسئله تشریک را در بررسی تجربه سودان به‌طور مفصل بررسی کردیم و با توجه به اینکه اوراق سهم‌الشرکه ملی از تشریک در اعیان حاکی است محذور «منفعت قرار گرفتن مبیع» را در اینجا نداریم و می‌توانیم از بیع‌الخیار برای تشریک و تملیک حصه‌ای از دارایی‌ها بهره ببریم؛ هر چند به لحاظ برخی محدودیت‌های بیع‌الخیار در تصرف‌های ناقل و مبادله‌های ثانویه، بهتر است از عقد صلح بهره برد. بنابراین انتشار این اوراق، مبادله‌های ثانویه و تجدید انتشار آن در سررسید فاقد هرگونه محذور شرعی است و به‌رغم محدودیت‌های این اوراق، با توجه به ملاحظه‌های پیش‌گفته می‌توان از این اوراق (به‌ویژه با پیشنهاد اصلاحی دوم) در کنار دیگر ابزار پولی در عملیات OMTO استفاده کرد.

۲. اوراق مبتنی بر عقد ضمان و مشارکت

بعد از اینکه اوراق سهم‌الشرکه به جهت اینکه مبتنی بر انتقال دارایی‌های واقعی دولت بود، با مخالفت سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی قرار گرفته بود. این مسئله در جلسه کمیسیون اعتباری بانک مرکزی با حضور دکتر میرآخور در اوایل سال ۱۳۷۹ طرح شد و وی برای حل مشکل انتقال دارایی‌ها به بانک مرکزی راه حلی را بر مبنای عقد ضمان به شرح ذیل مطرح می‌کند:

«دولت در برابر بدهی‌های سررسید شده خود به بانک مرکزی بخشی از سهام و حقوق مالکیت خود از دارایی‌های مولد را معین و معادل ارزش روز این اموال به انتشار اوراق سهم‌الشرکه به صورت وثیقه اقدام کرده و در اختیار اشخاص حقیقی و حقوقی که تمایل به پذیرش ضمانت بدهی وی را دارند قرار می‌دهد. در واقع در عقد ضمان شرط می‌شود که ضامن‌ها در صورتی بدهی دولت را ضمانت خواهند کرد که وثیقه‌ای در اختیار آنها قرار گیرد، بانک مرکزی هم در ازای وجه‌الضمان دریافتی از اشخاص، بدهی دولت را تسویه می‌کند. براساس این فرایند از آنجا که بدهی‌های دولت حال است، بانک مرکزی حق دارد بلافاصله بعد از اجرای عقد ضمان به ضامن مراجعه و وجه‌الضمان را مطالبه کند. اشخاص نیز همزمان با دریافت وثیقه و معادل ارزش روز آن وجه‌الضمان را به بانک مرکزی پرداخت می‌کند» (بانک مرکزی ج.ا.ایران، ۱۳۷۹ (ج: ۶).

از آنجا که دولت منتشرکننده این اوراق است و آزادی عمل بانک مرکزی در اجرای سیاست‌های پولی خود محدود است. بنابراین، بانک مرکزی پیش از اینکه درباره وجوه شرعی این اوراق، مطالعه و استفتاء کند، تغییرهایی را در این ابزار پدید آورد تا دارایی‌ها به صورت وثیقه در اختیار بانک مرکزی قرار گیرد نه در اختیار مردم و خود بانک مرکزی منتشر کننده اوراق پیش‌گفته باشد؛ بنابراین فرایند ذیل پیشنهاد می‌شود:

«دولت در ازای بدهی خود به بانک مرکزی، بخشی از سهام و حقوق مالکیت خود در دارایی‌های مولد را تعیین کرده و به صورت وثیقه بدهی خود، در اختیار بانک مرکزی قرار می‌دهد. بانک مرکزی از یک‌سو معادل ارزش روز آن به تسویه بدهی دولت اقدام کرده و از سوی دیگر و با کسب مجوز از دولت، به انتشار اوراق مشارکت از مآخذ دارایی‌های تحت وثیقه اقدام کرده و در اختیار اشخاص حقیقی و حقوقی قرار می‌دهد. بنابراین در این حالت، بانک مرکزی در یک زمان دو رکن عقد را با هم بر عهده خواهد داشت، از یک

طرف با سپردن وثیقه از جانب دولت، به صورت ضامن ملزم به پرداخت وجه الضمان است و از طرف دیگر به صورت مضمون‌له یا طلبکار ملزم به تسویه بدهی دولت در ازای وجه الضمان است» (بانک مرکزی ج.ا.ایران، ۱۳۷۹ (الف): ۳ و ۴).

در مورخه ۱۳۷۹/۹/۸ در جلسه کمیسیون اعتباری بانک مرکزی با حضور آیت‌الله رضوانی

این ابزار مطرح شد. آیت‌الله رضوانی بعد از بررسی ابزار پیشنهاد شده اظهار داشتند:

«عقد ضمان متضمن نقل ذمه به ذمه است، بدین معنا که با اجرای عقد، ذمه مضمون‌عنه (بدهکار) درباره مضمون‌له (طلبکار) بری شده اما همزمان ذمه ضامن به مضمون‌له مشغول می‌شود. در پیشنهاد ارایه شده از آنجایی که دو رکن عقد (یعنی مضمون‌له و ضامن) در یک شخصیت جمع می‌شود (بانک مرکزی) نقل ذمه به ذمه صورت نمی‌گیرد بنابراین، اجرای عقد با مشکل روبه‌رو خواهد بود (بانک مرکزی ج.ا.ایران، ۱۳۷۹ (ب)).»

در همان جلسه طرح نخست ضمان مطرح شد و این پیشنهاد نیز مورد موافقت آیت‌الله

رضوانی قرار نگرفت. از اشکال‌های مهم این طرح، غفلت کردن از احکام شرعی عقد رهن در طراحی این اوراق شده است چرا که طبق فتوای فقیهان رهن «وثیقه للدين» است و چنانکه در ماده ۷۸۶ قانون مدنی ج.ا.ایران نیز آمده است مالی که به رهن گذاشته می‌شود، همچنان در ملکیت راهن باقی می‌ماند. بنابراین هر گونه منافع آن به راهن تعلق می‌گیرد. اما در این طرح، سود دارنده ورقه از فایده‌هایی که آن وثیقه (مشارکت در دارایی‌های مولد) دارد تأمین می‌شود که از نظر شرعی صحیح نیست. شرط «لزوم تنجیز در عقد ضمان» و «لزوم قبض مال مرتهن در عقد رهن» طبق فتوای مشهور نیز باعث مشکل‌هایی در طراحی این اوراق و مبادله‌های ثانویه این اوراق است که با توجه به محذورهایی که در اصل انتشار این اوراق برشمردیم به همین اندازه بسنده می‌کنیم.

۳. اوراق مبتنی بر تنزیل

در پایان همان جلسه کمیسیون اعتباری بانک مرکزی با حضور آیت‌الله رضوانی، بعد از

عدم موافقت وی با دو طرح مبتنی بر عقد ضمان، طرح انتشار اوراق بانک مرکزی بر مبنای تنزیل مطرح شد. متن استفتا و پاسخ آیت‌الله رضوانی به شرح ذیل است:

«استفتا: حضرت آیت‌الله رضوانی دام توفیقه؛ با تحیت، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران که صددرصد آن متعلق به دولت جمهوری اسلامی ایران است در نظر دارد بابت

قسمتی از مطالبه‌های خود از دولت اوراقی به صورت «اوراق بدهی دولت» منتشر کند و کمتر از مبلغ اسمی، اوراق پیش‌گفته را به عموم جهت فروش عرضه کند و در سررسید به نیابت از طرف دولت اوراق فروخته شده را بازخرید کند. تفاوت این دو مبلغ از محل سود متعلق به بدهی دولت، از دولت دریافت خواهد شد. استدعا دارد نظر شرعی حضرتعالی در این باره به بانک مرکزی اعلام شود».

«جواب استفتا: باسمه تعالی؛ در فرض پرسش اگر بانک مرکزی به نمایندگی از طرف دولت به فروش اوراق مشارکت اقدام می‌کند اشکال ندارد» (همان).

بانک مرکزی در اسفند ماه سال ۷۹ به‌رغم اینکه انتشار اوراق بانک مرکزی صرفاً به روش تنزیل مجاز دانسته شد به انتشار اوراقی با نام «اوراق مشارکت» اقدام کرد و نرخ بازدهی اوراق علی‌الحساب ۱۷ درصد اعلام شد.^{*}

ارزیابی تجربه بانک ج.ا.ایران در استفاده از تنزیل برای عملیات شبه بازار

ارزیابی اقتصادی

از آنجا که منتشر کننده این اوراق، بانک مرکزی است، از آزادی عمل مناسبی در اجرای سیاست‌های پولی خود برخوردار خواهد بود. همچنین این اوراق می‌تواند به صورت کوتاه‌مدت منتشر شود و بانک مرکزی هم برای اینکه تقاضای اضافی برای این اوراق پدید آورد، می‌تواند نرخ تنزیل را تغییر دهد. هر چند میزان انتشار این اوراق محدود به میزان بدهی دولت است؛ اما در صورتی که انتشار اوراق از نظر شرعی بدون اشکال باشد، از این اوراق نیز می‌توان در کنار دیگر ابزار پولی در عملیات OMTO بهره برد.

ارزیابی فقهی

تنزیل یک اصطلاح فقهی نیست؛ اما در فقه اسلامی واژه‌ها و احکامی هست که می‌تواند این معنا را ایفا کند. یکی از این واژه‌ها که با تنزیل ماهیت یکسانی دارد بیع دین است که به معنای بیع دینی است که به نفع بائع بر ذمه مشتری یا شخص دیگری مستقر

*. به نظر می‌رسد این اشکال می‌تواند ناشی از پاسخ آیت‌الله رضوانی به استفتا پیش‌گفته باشد. با اینکه بانک مرکزی، خود از این اوراق تعبیر به «اوراق بدهی دولت» کرده بود، آیت‌الله رضوانی در پاسخ خود از این اوراق تعبیر به «اوراق مشارکت» می‌کند، با اینکه هیچ مشارکتی در بین نبوده است.

شده است. بیع دین چنانکه شیخ طوسی نقل کرده نزد شافعی (از امامان مذاهب اهل سنت) به طور مطلق باطل است. اما فقیهان شیعه بیع دین را در صورتی که از دین حقیقی حاکی باشد با تفصیل‌هایی جایز می‌دانند. بنابراین انتشار اوراق بر مبنای تنزیل به طور اجمال بدون اشکال است.* در سررسید هم بانک مرکزی به نیابت از دولت می‌تواند درباره بازخرید اوراق اقدام کند، به این صورت که دولت به طور مجدد در سررسید اوراق، از بانک مرکزی قرض نماید و این مطلب هیچ‌گونه ارتباطی به صورتی شدن بدهی ندارد.

همچنین با توجه به اینکه بیشترین میزان بدهی دولت به بانک مرکزی را دیون حال شده تشکیل می‌دهند، بانک مرکزی برای اینکه بتواند از این ظرفیت هم برای انتشار اوراق استفاده کند باید با توافق دولت، دیون را تا سررسید مشخصی به تاخیر بیندازد، بدون اینکه به مبلغ دین بیفزاید. بنابراین انتشار اوراق بانک مرکزی بر این مبنا از نظر مشهور فقیهان امامیه بدون اشکال است.

نکته قابل توجه در استفتای بانک مرکزی از محضر آیت‌الله رضوانی - که به متن آن پیش از این اشاره شد - این است که در فرازی از آن آمده است:

«بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران صددرصد آن متعلق به دولت جمهوری اسلامی ایران است ... و تفاوت مبلغ اسمی و قیمت فروش از محل سود متعلق به بدهی‌های دولت از دولت دریافت خواهد شد» (همان).

این پیشنهاد هر چند طبق این مبنا ذکر شده است که «دادوستد در بین اجزای دولت اصلاً معامله نیست تا به آن قرض و ربا صدق کند، مانند اینکه انسان پولی را از این جیبش داخل جیب دیگرش بگذارد» و برای جلوگیری از زیان بانک مرکزی پیشنهاد شده است. اما به نظر می‌رسد این امر از جهت شرعی اشکال دارد؛ زیرا اکثر فقیهان همان تفکیک اعتباری را در تحقق معامله و دادوستد کافی می‌دانند و معامله ربوی بین آنها را نیز باطل و حرام می‌دانند؛ مضاف بر آن، اینکه فرض در اینجا اصل تنزیل را نیز زیر پرسش می‌برد چون اگر معامله و بدهی در کار نباشد، آن بدهی وارد معامله و تنزیل قرار نمی‌گیرد.

*. البته معدودی از فقیهان از جمله امام خمینی علیه السلام و مقام معظم رهبری بیع دین به مدیون را جایز و به شخص ثالث باطل می‌دانند. بنابراین طبق این نظر نمی‌توان اوراقی بر مبنای تنزیل منتشر کرد. اما چنانکه گفته شد نظر مشهور فقیهان جواز بیع دین ولو به شخص ثالث است.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

با توجه به مطالب پیشین موردهای ذیل نتیجه‌گیری می‌شود:

۱. دو طرح مبتنی بر عقد ضمان با توجه به اشکال‌های شرعی یاد شده فاقد صلاحیت برای به‌کارگیری در OMTO هستند؛ در دیگر طرح‌های مطرح‌شده به‌وسیله بانک‌های مرکزی ایران و سودان که مبتنی بر مشارکت و تنزیل هستند، ملاک‌های چهارگانه شرعی مورد نظر وجود دارد و اشکال خاصی از این جهت متوجه آنها نیست. اما هر کدام از این طرح‌ها از نظر کارایی اقتصادی با یکدیگر متفاوت است که رعایت ملاک‌های مربوطه در هر راهکار را در جدول ذیل مقایسه کنیم. در این جدول عدد یک بیان‌گر رعایت ملاک پیش‌گفته، عدد ۰/۵ بیان‌گر رعایت نسبی و عدد صفر بیان‌گر عدم رعایت ملاک است.

بررسی کارایی اقتصادی جایگزینی برای OMTO							مبنای فقهی انتشار اوراق	ردیف
درجه جایگزینی	مبتنی بر قواعد ساده حقوقی و مالی است؟	بانک مرکزی متحمل زیان ناشی از انجام عملیات نمی‌شود؟	آزادی عملیاتی (بازار مستقل) برای بانک مرکزی فراهم است؟	امکان تغییر نرخ سود بر اساس مصالح پولی ممکن است؟	انتشار یا سررسید کوتاه مدت ممکن است؟	محدودیتی در میزان انتشار وجود ندارد؟		
۲/۵	۰/۵	۱	۱	۰	۰	۰	عقد مشارکت در منفعت (بانک سودان)	۱
۲	۰	۱	۱	۰	۰	۰	عقد مشارکت در اعیان (با اصلاح‌های پیشنهادی دوم)	۲
۴	۱	۰	۱	۱	۱	۰	فروش دین (تنزیل)	۳

مطالب ذیل را می‌توان از این جدول استفاده کرد:

۱/۱. در تمام طرح‌ها محدودیت انتشار وجود دارد. در نتیجه نمی‌توان به این ابزار بسنده کرد. هر چند می‌توان از آنها در کنار دیگر ابزار سیاست پولی بهره برد؛

۱/۲. راهکارهای مبتنی بر مشارکت افزون بر محدودیت در میزان انتشار با محدودیت‌های ذیل نیز روبه‌رو است:

أ. محدودیت در انتشار اوراق کوتاه‌مدت؛

ب. محدودیت در امکان تغییر نرخ سود براساس مصالح پولی؛

ج. محدودیت در انتقال هزینه‌های اجرای عملیات (سود اوراق) به دولت؛

د. عدم ابتناء بر قاعده‌های ساده حقوقی.

۱/۳. اوراق مبتنی بر تنزیل از حیث کارایی اقتصادی، درجه‌بندی بیشتری نسبت به دیگر طرح‌ها دارند. البته این ابزار متکی به بدهی دولت به بانک مرکزی است و صرفاً در این شرایط قابل استفاده است؛

۲. با توجه به ارزیابی‌های پیش‌گفته فرضیه این پژوهش مبنی بر اینکه «با استفاده از تجربه‌های کشورهای اسلامی می‌توان از چند نوع اوراق کارآمد و فاقد محذور شرعی در عملیات شبه بازار باز استفاده کرد». به‌طور نسبی تأیید می‌شود و راهکارهای ذیل قابل پیشنهاد است:

۲/۱. دولت به بانک مرکزی وکالت دهد معادل بدهی خود به بانک مرکزی، اوراق و اسناد بدهی منتشر کند و برای اجرای سیاست‌های پولی خود آن را به مبلغی کمتر از مبلغ اسمی آن به‌طور نقد به مردم بفروشد که در نتیجه وجوه حاصل از آن را که در تملک اوست می‌تواند مسدود کند. در سررسید هم بانک مرکزی به نیابت از دولت می‌تواند درباره بازخرید اوراق اقدام کند. همچنین برای جلوگیری از خسارت بانک مرکزی بعد از بازخرید اوراق معادل اصل و خسارت تنزیل را به‌طور مجدد به دولت قرض دهد؛

۲/۲. دولت و بانک مرکزی فهرستی از سرمایه‌ها و دارایی‌های مولدی که مالک بخشی یا تمام آن هستند تهیه کرده و بانک مرکزی متناسب با منافع آنها «اورق مشارکت در منفعت» منتشر کند و در قالب عقد صلح به متقاضیان واگذارد. هر

ورق بیان‌گر سهم و درصدی از منفعت دارایی‌های پیش‌گفته (تا زمانی معین یا فاقد زمان معین) است. بانک مرکزی می‌تواند سود را طبق درصد تعیین‌شده در سرسیدهای مقرر پردازند (مانند اوراق شهمه) یا صرفاً میزان سود تعلق‌گرفته را محاسبه کرده و قیمت جدید اوراق را ارزش‌گذاری و اعلام کنند تا دارنده ورقه هنگام فروش ورقه به سودش (که در واقع به شکل افزایش در رأس‌المال است) دست یابد، چنانکه می‌تواند بدون واسطه در هر زمانی که بخواهند اوراق را به بانک مرکزی بفروشند. به این ترتیب از طرفی هیچ‌گونه انتقال مالکیت و مدیریتی در دارایی‌های مولد رخ نمی‌دهد و قاعده‌های حقوقی مضاعفی پدید نمی‌آید و از طرفی اوراق مشارکتی در اختیار بانک مرکزی قرار می‌گیرد که براساس آن می‌تواند به سیاست‌های پولی خود اقدام کند و هنگام اتخاذ سیاست انقباضی وجوه حاصل از فروش اوراق را مسدود کند.

در پایان بر این نکته تأکید می‌شود که هیچ‌یک از طرح‌های ارائه‌شده از درجه جایگزینی قوی برای اجرای عملیات شبه بازار باز برخوردار نیستند و لازم است اندیشه‌وران کشورهای اسلامی با لحاظ ملاک‌های لازم برای طراحی این اوراق طرح‌های مناسبتری را با استفاده از عقده‌های اسلامی ارائه کنند.

منابع و مأخذ

أ. فارسی

۱. بانک مرکزی ج.ا.ایران، اداره بررسی‌های اقتصادی، ۱۳۷۸ش، گزارش اوراق سهم‌الشکره بانک مرکزی ج.ا.ایران، تهران: بانک مرکزی ج.ا.ایران.
۲. _____، ۱۳۷۹ (الف)، گزارش پیرامون انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی بر مبنای عقد ضمان، تهران: بانک مرکزی ج.ا.ایران.
۳. _____، ۱۳۷۹ (ب)، گزارش جلسه کمیسیون اعتباری در تاریخ ۱۳۷۹/۹/۶ و ۱۳۷۹/۹/۸ پیرامون اوراق مشارکت بانک مرکزی، تهران: بانک مرکزی ج.ا.ایران.
۴. _____، ۱۳۷۹ (ج)، نکاتی چند پیرامون نحوه انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی بر مبنای عقد ضمان، تهران: بانک مرکزی ج.ا.ایران.
۵. _____، ۱۳۸۴ش، گزارش تحولات اقتصادی سال‌های ۱۳۷۶-۱۳۸۴، تهران: بانک مرکزی ج.ا.ایران.
۶. دورنبوش، رودیگر و فیشر، استانلی، ۱۳۷۸ش، اقتصاد کلان، ترجمه محمدحسین تیزهوش تابان، تهران: انتشارات سروش، سوم.
۷. ده مرجع، ۱۳۸۴ش، رساله توضیح المسائل مراجع، گردآورنده: طاهره مسلمی‌فر، مشهد: انتشارات هاتف.
۸. فراهانی‌فرد، سعید، ۱۳۸۱ش، سیاست‌های اقتصادی در اسلام، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۹. موسویان، سیدعباس، ۱۳۷۹ش، بررسی فقهی اقتصادی ابزارهای جایگزین اوراق قرضه، فقه و حقوق، ش ۲۳.

ب. عربی

۱. طباطبایی یزدی، سیدمحمدکاظم، ۱۴۲۰ق، العروة الوثقی، قم: مؤسسه نشر اسلامی.
۲. قحف، منذر، ۱۹۸۹م، سندات القراض و ضمان الفریق الثالث و تطبیقاتهما فی تمویل التنمية فی البلدان الإسلامية، جده: جامعة الملك عبدالعزيز.

٣. قوصى، عبدالمنعم، ٢٠٠٤م، *تجربة السودان في مجال السياسة النقدية*، دمشق: مركز
ابحاث فقه المعاملات الاسلاميه.
٤. موسوى خمينى، سيدروح الله، بى تا، *تحرير الوسيله*، قم: انتشارات قدس محمدى.
٥. نجفى، محمدحسن، ١٣٦٧ش، *جواهر الكلام*، قم: انتشارات دارالكتب الاسلاميه آخوندى.

ج. انگليسى

1. Axilrod H. Stephen, 1996, "Transformations to Open Market Operations", Washington, International Monetary Fund.
2. Hawkins, John, 2004, "Central bank securities and government debt", Canberra, Australian National University.
3. IMF Survey, 2005, *FEBRUARY 21*, VOL. 34, NO. 3
4. Pollard, Patricia, "Monetary Policy-Making around the World: Different Approaches from Different Central Banks", Federal Reserve Bank of St. Louis.
5. Quintyn, Marc, 1994, "Government Securities versus Central Bank Securities in Developing Market Operation", International Monetary Fund.
6. Tomás J. T. Baliño, Lorena M. Zamalloa, 1997, *Instruments of Monetary Management: Issues and Country Experiences*. International Monetary Fund.