

## به کارگیری اسناد خزانه اسلامی در بازار بین بانکی ایران

سیدسعید شمسینژاد\*

محمد طالبی

تاریخ دریافت: ۹۴/۱۰/۲۴

تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۲/۰۸

### چکیده

بازار بین بانکی ریالی ایران با گذشت بیش از ۸ سال از زمان تأسیس آن، علی‌رغم افزایش حجم مبادلات آن، نتوانسته است با ایجاد تنوع لازم در ابزارها و مکانیزم‌های معاملاتی آن، جایگاه خود را در بازار پولی کشور گسترش دهد. استفاده از اسناد خزانه به عنوان یک ابزار پولی کوتاه‌مدت در همه جهان پذیرفته شده است. با پذیرش بیع دین در نظام پولی کشور، بکارگیری اسناد خزانه اسلامی در قانون بودجه کشور در سال ۱۳۹۳ گنجانده شد و عملاً با عرضه آن در سال ۱۳۹۴ در بازار سرمایه، امکان گسترش و ایجاد بازار ثانویه این اوراق ایجاد گردیده است. سوال اصلی این تحقیق آن است که چگونه و با چه روشی می‌توان از اسناد خزانه اسلامی برای ارتقاء کارایی بازار بین بانکی ریالی ایران استفاده نمود؟ این مقاله تلاش دارد تا با تشریح عملکرد و آسیب‌شناسی بازار بین بانکی ایران، به کارگیری اسناد خزانه اسلامی به عنوان یک ابزار پولی کوتاه‌مدت در بازار بین بانکی ایران را مورد بررسی قرار دهد. یافته‌های این تحقیق که با استفاده از روش توصیفی-تحلیلی متون فقه امامیه و متون مالی بدست آمده است، بیانگر آن است که اسناد خزانه اسلامی قابلیت استفاده در بازار بین بانکی ریالی ایران را دارد.

### واژگان کلیدی

بازار بین بانکی، اسناد خزانه اسلامی، توافقنامه بازخرید اسلامی

طبقه‌بندی JEL: Z12, E58, E44, E42

\* دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه امام صادق(ع) (نویسنده مسئول) saeed.shamsinejad@gmail.com

استادیار دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق(ع) mohammad63.mt@gmail.com

#### مقدمه

از جمله مهمترین دارایی‌های جاری هر بانک وجوه نقد آن می‌باشد. وزن این وجوه در ترازنامه بانک‌ها نشان از انعطاف‌پذیری آنها داشته و در نتیجه ریسک نقدینگی این نهادها را کنترل و مدیریت خواهد نمود. از طرفی نگهداری بیش از اندازه این وجوه سوددهی بانک‌ها را کاهش داده و به عنوان هزینه فرصت از دست رفته تلقی می‌گردد؛ لذا مدیریت نقدینگی در نظام بانکداری از اهمیت بسزایی برخوردار است. ریسک نقدینگی به دلیل تأمین بخش اعظم منابع بانک از محل سپرده‌های کوتاه‌مدت و تخصیص این وجوه به سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت یا دارایی‌هایی با درجه نقدشوندگی کمتر حاصل می‌شود. بنابراین بانک‌ها به منظور ایجاد توازن بین تعهدات مالی کوتاه‌مدت و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت خود به بازار بین‌بانکی مراجعه می‌کنند.

بازار بین‌بانکی یکی از ارکان بازار پول است که در آن بانک‌ها و مؤسسات اعتباری جهت تأمین مالی کوتاه‌مدت و ایجاد تعادل در وضعیت نقدینگی خود، با یکدیگر وارد معامله می‌شوند. این بازار محلی برای عرضه و تقاضای وجوه در مقادیر کلان، به منظور رفع نیازهای نقدینگی (خصوصاً کوتاه‌مدت) اعضا و هم‌ابزاری در دست بانک مرکزی به منظور راهبری سیاست‌های خود (سیاست‌های پولی انبساطی و انقباضی) در مورد نرخ سود می‌باشد. بازار بین‌بانکی علاوه بر رفع مشکل نقدینگی منجر به ارتباط نظام‌مند بانک‌ها و همچنین کاهش کسری اتاق پایاپای می‌شوند. در نهایت این بازار به هدایت صحیح نقدینگی در بازار کمک کرده و ریسک ورشکستگی زنجیره‌ای بانک‌ها و متعاقباً ریسک بحران مالی کشور را به مراتب کاهش می‌دهد (حاجیان، ۱۳۹۰، ص ۳).

بازار بین‌بانکی علاوه بر تأمین کسری کوتاه‌مدت بانک‌ها، محلی برای کسب سود از وجوه مازاد بانک‌ها و مؤسسات مالی می‌باشد. به عبارت دیگر بانک‌ها برای بقای خود به بازار پول وابسته هستند به طوری که اغلب بازار پول به عنوان بازار پول بین‌بانکی شناخته می‌شود. منابع موجود در شبکه بانکی پاسخگوی تقاضای روزافزون بازار نمی‌باشد، از این جهت رونق بازار بین‌بانکی و متعاقباً خلق ابزارهای نوین می‌تواند کارکرد بهینه بازارهای مالی را به همراه داشته باشد. واضح است وجود قوانین و

مقررات شفاف در این راستا عملکرد مطلوب این بازار را در پی داشته و در نتیجه افزایش کارکرد بازار جهت نیل به اهداف بازار را به دنبال خواهد داشت.

یکی از ابزارهای متداول در بازارهای بین بانکی کشورهای غربی و اسلامی اسناد خزانه می باشد که به تازگی در بودجه سال ۹۳ ایران دیده شده و در مهرماه سال ۹۴ منتشر شد. با توجه به ضرورت گسترش بازار بین بانکی ایران به نظر می رسد اسناد خزانه اسلامی می تواند در کنار ابزار سپرده گذاری متقابل به کار گرفته شود. لذا مشکلات نقدینگی بانکها از طریق معامله این ابزار برطرف گردد. مسأله اصلی که این تحقیق به دنبال حل آن می باشد این است که اولاً آیا شرایط برای به کارگیری اسناد خزانه اسلامی در بازار بین بانکی ریالی ایران مهیا می باشد؟ و ثانیاً روش و مدل استفاده از این ابزار چگونه باشد که باعث ارتقاء کارایی بازار بین بانکی گردد.

در بخش نخست این مقاله به پیشینه موضوع و کارهایی که در زمینه معرفی و انتشار اسناد خزانه اسلامی شده، اشاره می شود. در بخش دوم به آخرین وضعیت بازار بین بانکی ریالی ایران و آسیب شناسی این بازار پرداخته شده است. بخش سوم به ارائه تعریف، سابقه طرح اسناد خزانه اسلامی در قوانین ایران و ماهیت اسناد خزانه اسلامی اختصاص دارد. بخش چهارم و پایانی تحقیق به روش های ارائه شده در به کارگیری از این ابزار در بازار بین بانکی و نتیجه گیری و پیشنهادات لازم، پرداخته شده است.

#### ۱. ادبیات و پیشینه موضوع

یکی از بازارهای مهم برای تأمین نقدینگی کوتاه مدت بانکها و نهادهای مالی و پولی، بازار بین بانکی می باشد. زمانی این بازار از کارایی لازم برخوردار است که ابزارهای مناسب با توجه به نیازها و شرایط نهادهای مالی آن کشور در آن بازار مورد معامله قرار بگیرد. هر چند بازار بین بانکی ایران از سال ۱۳۸۷ آغاز بکار نموده است، اما به دلیل عدم توسعه نامناسب در حوزه ابزارسازی، نتوانسته است از کارایی مناسبی در بازار پولی کشور برخوردار باشد. لازم است در ابتدا به برخی از مهمترین مطالعات انجام شده در خصوص بازار بین بانکی، ابزارهای مالی کوتاه مدت، اسناد خزانه اسلامی و... بپردازیم.

حاجیان و همکاران (۱۳۸۵) در کتاب با عنوان «بازار بین‌بانکی ریالی»، ابتدا به شناسایی بازار بین‌بانکی و ادبیات رایج موضوع و سپس به تجربه برخی از کشورها مانند مالزی، اندونزی، ژاپن و چین اشاره گردیده و در انتها شرایط لازم برای ایجاد بازار بین‌بانکی ریالی در ایران را بررسی کرده است. در این کتاب برای اولین بار در ایران راجع به ویژگی‌های این بازار و پیش‌نویس مقررات ناظر بر این بازار مطالبی ارائه شده است.

موسویان و الهی (۱۳۸۹) در مقاله با عنوان «امکان‌سنجی فقهی تشکیل بازار بین‌بانکی در بانکداری اسلامی»، ضمن بررسی فقهی ابزارهای بین‌بانکی سنتی و تجربه آن در برخی از بانک‌های کشورهای اسلامی از جمله ایران، خرید و فروش اسناد خزانه اسلامی را به عنوان یکی از ابزارهای کاربردی‌پذیر در بازار بین‌بانکی معرفی می‌کنند. علاوه بر این، یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که بازار بین‌بانکی می‌تواند افزون‌بر تقویت ابزار سپرده‌گذاری متقابل از ابزارهای کاراتری مانند: خرید و فروش دین، خرید و فروش اسناد خزانه اسلامی، تشکیل صندوق با گواهی سپرده بانکی، اوراق مشارکت و دیگر اوراق بهادار اسلامی (صکوک) برای سازماندهی بازار استفاده کند.

موسویان و کاوند (۱۳۸۹) در مقاله با عنوان «مدیریت نقدینگی در بانکداری اسلامی»، با بیان ابزارهای مدیریت نقدینگی در بانک‌ها و نهادهای مالی اسلامی، از تشکیل بازار بین‌بانکی اسلامی به عنوان راهکار مناسبی جهت مدیریت نقدینگی در بانک‌های اسلامی یاد می‌کند.

حاجیان (۱۳۹۰) در مقاله با عنوان «ریسک نقدینگی و بازار بین‌بانکی ریالی»، به نقش بازار بین‌بانکی ریالی در کاهش ریسک نقدینگی و بررسی آمار و عملکرد بازار در سال‌های ۱۳۸۷ الی ۱۳۸۹ می‌پردازد.

موسویان، نظریور و خزایی (۱۳۹۰) در مقاله با عنوان «امکان‌سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی»، به بررسی انواع اوراق خزانه اسلامی از جهت انطباق با موازین شرعی پرداخته و صحت اسناد خزانه اسلامی را در صورتی که دیون دولت به بانک‌ها، شرکت‌ها و مؤسسه‌های خصوصی و عمومی، ناشی از خرید کالاها و خدمات واقعی مانند قرارداد پیمانکاری باشد را مجاز دانسته‌اند و با این فرض

می توان بر پایه آنها اوراق بهادار کوتاه مدت با ریسک پایین به نام اسناد خزانه را منتشر کرد.

قضاوی و بازمحمدی (۱۳۹۰) در گزارش تحقیقی تحت عنوان «عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا؛ مطالعه موردی: اسناد خزانه اسلامی»، ضمن معرفی اسناد خزانه اسلامی، چگونگی کاربرد این اوراق در اعمال سیاست های پولی و مالی را تشریح کرده؛ سپس سازوکار قانونی انتشار اسناد خزانه اسلامی و لایحه پیشنهادی خود را برای این اوراق بیان می کند.

خادم الحسینی اردکانی و موسویان (۱۳۹۱) در مقاله با عنوان «مهندسی مالی اسناد خزانه اسلامی»، به بررسی مدل های عملیاتی اسناد خزانه اسلامی متناسب با نیازهای واقعی دولت در مواقع کسری بودجه می پردازند. در این مقاله سه مدل عملیاتی اسناد خزانه مطابق با بازه های زمانی گوناگون و نیز ماهیت کسری بودجه جهت خرید کالا، خرید خدمات و تأمین وجوه نقد بررسی شده است.

خوانساری (۱۳۹۳) در مقاله با عنوان «آسیب شناسی بازار بین بانکی ریالی در ایران با تأکید بر ابعاد فقهی»، به تبیین اهمیت بازار بین بانکی و معاملات رایج در آن، چالش های توسعه بازار بین بانکی ریالی در بازار بین بانکی ریالی ایران با تأکید بر ابعاد فقهی و شرعی پرداخته است و پیشنهادهای عملیاتی خود را جهت بهبود این بازار و رفع چالش ها ارائه نموده است.

فیاضی و نظریور (۱۳۹۴) در مقاله با عنوان «استفاده از اسناد خزانه اسلامی برای تأمین مالی طرح های تملک دارایی های سرمایه ای دولت»، ضمن بررسی مشکلات طرح های عمرانی در خصوص کمبود اعتبارات و نحوه تخصیص و هزینه های آنها، تلاش دارد تا با تشریح ماهیت اسناد خزانه اسلامی، از این ابزار در جهت تأمین مالی تملک دارایی های سرمایه ای استفاده نماید.

موسویان و همکاران (۱۳۹۴) در مقاله با عنوان «توافق نامه باز خرید (ریپو) در بازار بین بانکی اسلامی»، ضمن بررسی توافق نامه باز خرید در سایر کشورها، به بررسی فقهی امکان سنجی اجرای توافق نامه باز خرید اسلامی در بازار بین بانکی پرداخته و نشان

می‌دهد که توافق‌نامه بازخرید رایج با اصلاح‌هایی در موضوع و شرط‌های قرارداد می‌تواند در بازار پولی کشور مورد استفاده قرار گیرد. در برخی از مطالعات انجام شده که به آنها اشاره شد، درصدد تبیین ماهیت اسناد خزانه اسلامی، به عنوان یک ابزار مالی در جهت رفع نیازهای مالی کوتاه‌مدت دولت اشاره گردیده است. اما مطالعه انجام شده ما درصدد نحوه به کارگیری از این ابزار در بازار بین‌بانکی بوده و تلاش دارد با بیان آخرین وضعیت بازار بین‌بانکی و آسیب‌شناسی این بازار که کمتر در مقالات به آنها اشاره گردیده است، راه را برای به کارگیری اسناد خزانه اسلامی در بازار بین‌بانکی مهیا کند.

## ۲. بازار بین‌بانکی

بازار بین‌بانکی یکی از اجزای بازار پول شمرده می‌شود و بازاری است که در آن مبادله‌ها بین مؤسسه‌های سپرده‌پذیر، امکان‌پذیر است. مؤسسه‌های سپرده‌پذیر و دیگر نهادهایی که مجوز ورود به این بازار را دارند، می‌توانند ذخیره‌های مازاد خود را در این بازار وام دهند یا ذخیره‌های مازاد مؤسسه‌های دیگر را وام بگیرند. در این روش بانک‌های تجاری می‌توانند بدون استفاده از اضافه‌برداشت، نیازهای اعتباری خود را تأمین کنند (حاجیان، ۱۳۸۵، ص ۱). لذا به منظور برقراری ارتباطی قانونمند در سیستم بانکی کشور به منظور تأمین نیازهای مالی کوتاه‌مدت و استفاده بهینه از منابع آزاد خود و مهمتر از همه محدود کردن امکان اضافه برداشت بانک‌ها از بانک مرکزی جهت جلوگیری از افزایش پایه پولی و متعاقباً افزایش نقدینگی شکل‌گیری بازار بین‌بانکی ضروری می‌باشد. به عبارتی می‌توان گفت هدف از شکل‌گیری این بازار، ارائه استانداردها، ضوابط، اصول و فرایندهای مرتبط با معامله‌های بازار است. از مهمترین کارکردهای بازار بین‌بانکی می‌توان به کمک به خلق پول در نظام بانکی، رفع مشکلات نقدینگی کوتاه‌مدت بانک‌ها، برقراری ارتباط صحیح و نظام‌مند بین بانک‌ها، کاهش ریسک ورشکستگی و بحران مالی در بانک‌ها، کاهش کسری اتاق پایاپای، کمک به اجرای سیاست‌های پولی بانک مرکزی و هدایت صحیح نقدینگی در جامعه و کمک به

کشف نرخ سود تعادلی و قیمت اوراق بهادار در بازار اشاره کرد (موسویان و الهی، ۱۳۸۹، صص ۲۳-۲۲).

بازار بین بانکی ژاپن به عنوان اولین بازار بین بانکی از اوایل قرن بیستم راه اندازی شد. در ابتدا نحوه مبادله در این بازار، طبق توافق طرفین و بدون استفاده از وثایق و ضمانت های رایج بود؛ لیکن بحران مالی سال ۱۹۲۷ شرکت کنندگان در بازار بین بانکی را به سمت به کارگیری روش هایی جهت اطمینان از بازگشت وجوه، هدایت نمود (حاجیان، ۱۳۸۵، ص ۲). در آمریکا اوایل دهه ۱۹۲۰، اغلب بانک ها از طریق دریچه تنزیل<sup>۱</sup> (که بانک مرکزی برای تأمین وجوه استقراضی قرار داده بود) ذخایر مورد نیاز را تأمین می کردند و بانک های دارای مازاد ذخایر هیچ راه خروجی برای وام دهی ذخایر مازاد خود نداشتند. پس از انجام پاره ای از مذاکرات غیررسمی، بانک های بزرگ که قبلاً از طریق دریچه مذکور استقراض می کردند، شروع به خرید موجودی های بانک های دارای مازاد ذخایر نمودند؛ به این ترتیب، بازار وجوه بین بانکی در آمریکا متولد شد. در حال حاضر ابزارهای متنوعی از جمله اوراق خزانه، وجوه فدرال، گواهی سپرده قابل معامله، توافقنامه با خرید، اوراق تجاری و حواله بانکی در بازار بین بانکی کشورهای غربی مورد معامله قرار می گیرد. البته به دلیل پذیرش نرخ بهره در این کشورها، معمولاً در بازار بین بانکی آنها نرخ بهره بین بانکی بطور رسمی بصورت روزانه اعلام و بانک ها و مؤسسات پولی دارای مجوز می توانند معاملات خود را براساس این نرخ ها انجام دهند.<sup>۲</sup>

بازار بین بانکی در کشورهای اسلامی نیز با توجه به بازارهای غربی و با در نظر گرفتن اصول شریعت در بسیاری از کشورهای اسلامی من جمله مالزی، عربستان، اندونزی و بنگلادش شکل گرفته است. در این کشورها ابزارهای مالی بیشتر با حذف نرخ بهره و جایگزین کردن آن با نرخ سود طراحی می گردند. این مطابقت ها با آیین اسلام بعضاً به طراحی ابزار جدید و متفاوت از بازارهای متعارف منجر می گردد. نخستین بازار پولی بین بانکی اسلامی توسط بانک مرکزی مالزی<sup>۳</sup>، در سوم ژانویه سال ۱۹۹۴ معرفی و دستورالعمل اجرایی بازار پول بین بانکی اسلامی در همان سال جهت پیاده سازی صحیح و آسان بازار پول بین بانکی اسلامی منتشر گردید. مهمترین ابزارهای

بازار پول در کشورهای اسلامی که در بازار بین بانکی آنها مورد معامله قرار می گیرند عبارتند از: اوراق سرمایه گذاری بین بانکی مضاربه، حواله بانکی ودیعه، اوراق سرمایه گذاری دولتی، اسناد خزانه اسلامی، اسناد پولی بانک مرکزی، موافقتنامه فروش و بازخرید، اوراق حواله اسلامی، گواهی بدهی اسلامی قابل معامله، مباحه کالا و صکوک اجاره بانک مرکزی (موسویان و الهی، ۱۳۸۹).

## ۲-۱. بازار بین بانکی ریالی در ایران

با توجه به تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا در سال ۱۳۶۲، همواره جای خالی یک بازار بین بانکی که با پول داخلی فعالیت کند احساس می شد. سرانجام کارگروهی در سال ۱۳۸۲ با مسئولیت «اداره بررسی ها و سیاست های اقتصادی» بانک مرکزی و با شرکت نمایندگان ادارات بررسی های اقتصادی، اعتبارات و بین الملل، برای طراحی بازار بین بانکی ریالی در چارچوب قانون عملیات بانکی بدون ربا و آیین نامه ها و دستورالعمل های آن، تشکیل شد. در ادامه این روند شورای پول و اعتبار در جلسه ۱۰۳۱ مورخ ۱۳۸۳/۰۷/۱۸، طی ماده واحده ای اختیار تدوین و اصلاح مقررات ناظر بر بازار بین بانکی را به بانک مرکزی داد. بر این اساس به بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران اجازه داده می شود تا نسبت به برنامه ریزی، ساماندهی و هماهنگی بازار بین بانکی ریالی و تدوین و اصلاح مقررات حاکم بر آن با توجه به ماده ۲۱ قانون عملیات بانکی بدون ربا در چارچوب آیین نامه فصل پنجم قانون مزبور با محوریت ساماندهی بازار ریالی بین بانکی برای تسهیل جریان منابع ریالی کوتاه مدت بین اعضا جهت مدیریت کارآمد نقدینگی و اجرای سیاست های پولی مصوب شورای پول و اعتبار اقدام کند. براساس مصوبه شورای پول و اعتبار، دو مجموعه مقررات تنظیم شده توسط کارگروه، در جلسه مورخ ۱۳۸۳/۱۰/۲۷ به تصویب کمیسیون اعتباری بانک مرکزی رسید:<sup>۴</sup>

اول: مقررات اجرایی بازار بین بانکی ریالی؛

دوم: دستورالعمل اجرایی عملیات بازار بین بانکی ریالی.

طبق این مصوبه معاملات مجاز در این مقررات شامل تودیع وجوه به صورت سپرده، خرید و فروش دین، معاملات اوراق مشارکت و گواهی سپرده و سایر معاملات



به کارگیری اسناد خزانه اسلامی در بازار بین بانکی ایران ۴۱

با موافقت بانک مرکزی می‌باشد. تعداد اعضاء بازار در زمان آغاز به کار بازار بین بانکی ۱۰ عضو بوده، اما در حال حاضر تعداد اعضاء این بازار به ۲۹ عضو افزایش یافته است. در حال حاضر تنها ابزار مورد استفاده در بازار بین بانکی ایران، تودیع وجوه به صورت سپرده است. جدول زیر، آمار عملیات بازار بین بانکی را از سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ نشان می‌دهد:

جدول (۱): حجم عملیات بازار بین بانکی ریالی ایران

عنوان	۸۷۸۱	۷۷۸۱	۶۷۸۱	۵۶۸۱	۴۶۸۱	۳۶۸۱
حجم معاملات (سپرده گذاری - سپرده گیری) (میلیارد ریال)	۰۰۵۰۳	۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰	۵۶۸۰۳۵۳	۱۳۰۰۰۰۰۰۰۰۰	۵۱۸۰۱۱۰۳	۷۳۰۱۵۶۶۵۱۱
تعداد معاملات (فقره)	۸۱	۰۱۰	۷۵۰۱	۳۳۵۳	۶۷۷۵	۱۳۰۳۱
میانگین هر معامله (میلیارد ریال)	۷۸۸	۱۸۵	۶۳۸	۵۶۵	۷۵۵	۵۶۵
حجم نقدینگی کل کشور (میلیارد ریال)*	۶۶۸۱۰۶۰۱	۶۷۷۰۵۳۰۸	۳۸۷۸۷۳۶۰۶	۱۵۵۱۳۵۰۳	۵۳۶۶۰۶۰۳	۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰
نسبت حجم معاملات بازار بین بانکی به نقدینگی کل کشور	۰٪	۵٪	۵۱٪	۰۳٪	۱۵٪	۷۸۸٪
رشد نقدینگی	۱	۳۸٪	۵۱٪	۰۲٪	۰۳٪	۷۱٪

\* حجم نقدینگی و رشد آن در سال ۱۳۹۴ براساس اطلاعات پایان آذر ماه همان سال است.

منبع: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

جدول (۲): سهم بانک‌ها در عملیات بین‌بانکی (بر مبنای درصد)

بانک‌ها	۱۳۸۷		۱۳۸۸		۱۳۸۹		۱۳۹۰		۱۳۹۱		۱۳۹۲		۱۳۹۳	
	*	**	*	**	*	**	*	**	*	**	*	**	*	**
خصوصی	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰
خصوصی شده	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰
کل خصوصی	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰
دولتی	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰
جمع کل	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰

\* سپرده گذاری و \*\* سپرده گیری

منبع: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

## ۲-۱-۱. آسیب‌شناسی بازار بین‌بانکی ایران

آمارهای ارائه شده بیانگر رشد سریع حجم معاملات بازار بین‌بانکی از زمان تأسیس تاکنون می‌باشد، بطوریکه حجم معاملات این بازار در سال ۱۳۹۴ نسبت به سال قبل از آن با رشد زیادی مواجه شده است. با این وجود این بازار دارای مشکلاتی می‌باشد. از عمده‌ترین مشکلات بازار بین‌بانکی ایران، عدم کارایی مناسب این بازار از ابعاد مختلف عملیاتی، شفافیت و... است. در بعد عملیاتی این بازار از تنوع کافی در استفاده از ابزارهای پولی کوتاه‌مدت همانند سایر کشورها نبوده و تنها از یک ابزار سپرده‌گذاری متقابل استفاده می‌کند. این مشکل ریشه در عدم تدوین مقررات و دستورالعمل‌های

اجرائی در خصوص ابزارهای مجاز و رویه‌های اجرایی آنها، مشکلات فقهی در خصوص برخی ابزارهای اسلامی، عدم آگاهی مدیران مربوطه و بطور کلی نبود یک ساختار منسجم در بازار بین بانکی کشور دارد. در بعد شفافیت نیز به خاطر عدم اطلاع‌رسانی مناسب در رابطه با عملکرد بازار بین بانکی، نبود شاخص مناسب برای این بازار همانند سایر کشورها، عدم استفاده از سیستم جامع مبادلات الکترونیکی بین بانکی، الکترونیکی نشدن اوراق بهادار و... این بازار از کارایی مناسب برخوردار نیست.

همچنین یکی از قوانین قابل بررسی در خصوص رفع مشکل نقدینگی بانک‌ها توسط بانک مرکزی از سه دریچه خط اعتباری، سپرده نزد بانک‌ها و اضافه برداشت می‌باشد که با توجه به سهولت اضافه برداشت و عدم قوانین سخت جرمه‌ای بانک‌ها برای تأمین کسری نقدینگی خود به بانک مرکزی رجوع کرده که این خود منجر به افزایش نقدینگی و متعاقباً افزایش نرخ تورم خواهد شد. این سهولت در دسترسی مستقیم به منابع بانک‌ها را نسبت به شرکت در بازار بین بانکی بی‌میل کرده است. لذا تصحیح و بازنگری قوانین موجود امری ضروری می‌باشد. از طرفی عدم شفافیت نرخ مرجع تصمیم‌گیری بانک‌ها را با مشکل مواجه کرده است. علی‌رغم اشاره ماده ۱۱ دستورالعمل اجرایی بازار بین بانکی ریالی به نرخ مرجع، سازوکار مناسبی برای اطلاع‌رسانی آن وجود ندارد. لذا این امر منجر به نوسانات زیاد نرخ در این بازار می‌گردد.

کلید رونق بازار بین بانکی ایران، بازنگری در ساختار بازار بین بانکی موجود، طراحی و بکارگیری ابزارهای مالی جدید، ایجاد بازار ثانویه فعال، تدوین کمیته مقررات فقهی و بانکی مطابق با شرایط فعلی بازار پولی کشور و فعال‌تر شدن بانک مرکزی به عنوان ناظر این بازار می‌باشد. از جمله ابزارهای مورد استفاده کشورها در بازار بین بانکی، اسناد خزانه بوده که با توجه به سررسید کوتاه این ابزار و تضمین دولت در بازپرداخت سود که این ابزار را به عنوان یک ابزار بدون ریسک معرفی کرده است، می‌تواند در بازار بین بانکی ایران مورد استفاده قرار گیرد.

### ۳. نقش اسناد خزانه (اسلامی) در بازار بین‌بانکی کشورهای غربی و اسلامی

در ادبیات مالی اسناد خزانه اوراق بهاداری هستند که گواه تعهد ناشر (به طور عموم دولت‌ها) به بازپرداخت مبلغ اسمی آنها در آینده است. این اوراق به پشتوانه تعهد و اعتبار کامل خزانه‌داری کل منتشر می‌شوند و کوپین بهره ندارند. اسناد خزانه از ابزارهای مالی دارای ماهیت بدهی هستند. هدف اصلی این ابزار، تأمین کسری بودجه دولت‌ها است، به‌علاوه ابزار سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت برای سرمایه‌گذارانی است که می‌خواهند دارایی خود را حفظ کرده و در عین حال سرمایه‌گذاری کنند. از طرف دیگر اسناد خزانه یک معیار سنجش برای بازدهی سایر ابزارهای مالی محسوب می‌شوند؛ بطوریکه نرخ بهره اسناد خزانه متعارف به عنوان یک کف برای همه ابزارها شناخته می‌شود.

#### ۳-۱. اوراق خزانه در آمریکا

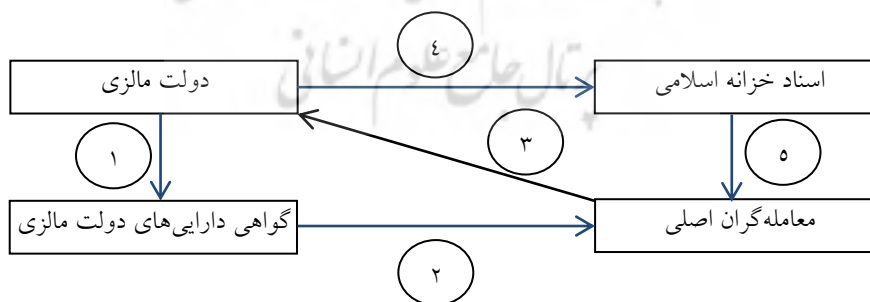
از جمله مهمترین اوراق با سررسید کوتاه‌مدت در آمریکا اوراق خزانه می‌باشد که یکی از مؤثرترین ابزار بازار پول تلقی می‌شود. اوراق خزانه اسناد بی‌نامی است که خزانه‌داری کل برای تأمین احتیاجات خزانه و در سررسیدهای کوتاه‌مدت منتشر می‌کند. این ابزار به دلیل سادگی خود در بین عموم محبوبیت یافته است. اساساً اوراق خزانه به عنوان راهی برای افزایش یا کاهش نقدینگی توسط دولت آمریکا محسوب می‌شود. این اوراق دارای یک ارزش جاری هستند که پایین‌تر از ارزش اسمی خرید و فروش می‌شوند. اوراق خزانه یکی از ایمن‌ترین شکل سرمایه‌گذاری در جهان محسوب می‌شوند که به پشتوانه دولت آمریکا منتشر می‌شوند. به عبارتی می‌توان آنها را اوراق بدون ریسک خواند. اوراق خزانه در سایر کشورها نیز به پشتوانه دولت خود منتشر می‌شوند. بخش حراج سازمان خزانه‌داری ایالات متحده<sup>۵</sup>، تاریخ‌های سررسید اوراق خزانه را استاندارد می‌کند. در گذشته تاریخ‌های سررسید اوراق خزانه به صورت ۴، ۱۳، ۲۶ و ۵۲ هفته‌ای بود، اما گاهی اوقات ممکن است انتشار تاریخ‌های سررسید معین برای برخی دوره‌های زمانی به تعویق بیافتد. در حال حاضر با توجه به نرخ‌های اعلامی در سایت بلومبرگ<sup>۶</sup> این اوراق با سررسیدهای ۳، ۶ و ۱۲ ماهه منتشر می‌شوند. اوراق خزانه از طریق حراج‌های هفتگی منتشر می‌شوند. همچنین، خزانه‌داری

در مواقعی اوراق خزانه مدیریت نقد<sup>۷</sup> را نیز منتشر می‌کند. این اوراق هیچ‌گونه سررسید استاندارد ندارند (قضاوی و بازمحمدی، ۱۳۹۰).

از عمده دلایل محبوبیت این ابزار خرید آسان، بازده سریع و مطمئن و قابل فهم بودن محاسبات بازده می‌باشد. علاوه بر این بازده اوراق خزانه معاف از مالیات می‌باشد که این امر به نوبه خود سبب جذب سرمایه می‌شود. نقدشوندگی بالای این ابزار از مزیت‌های دیگر این ابزار است. از طرفی بازده این اوراق از سایر روش‌های دیگر سرمایه‌گذاری کمتر است که دلیل آن نیز به ریسک پایین این اوراق باز می‌گردد. اسناد خزانه را عمدتاً بانک‌ها نگهداری می‌کنند. البته مقادیر اندکی هم در دست خانوارها، شرکت‌ها و دیگر واسطه‌های مالی می‌باشد.<sup>۸</sup>

### ۳-۲. اسناد خزانه اسلامی در مالزی

اسناد خزانه اسلامی مالزی به عنوان یکی از ابزارهای پولی متعارف در بازار بین‌بانکی این کشور می‌باشد. اسناد خزانه اسلامی مالزی توسط بانک مرکزی به نیابت از دولت به منظور افزایش وجوه کوتاه‌مدت برای تأمین مالی مخارج دولت، براساس احکام اسلامی منتشر می‌شود. این اوراق بر مبنای تنزیلی منتشر و معامله می‌شوند. سررسید این اوراق از ۲۱ روز تا یک سال بوده و ریسک اعتباری این اوراق به پشتوانه بانک مرکزی مالزی، صفر است. بانک مرکزی مالزی سالانه ۲۴ میلیون رینگت اوراق خزانه منتشر می‌کند. روند انتشار اوراق خزانه ثابت بوده و زمانبندی انتشار نیز ثابت می‌باشد. فرایند انتشار اسناد خزانه اسلامی مالزی به شرح ذیل است (عظیم عمر، ۲۰۰۷):



نمودار (۱): فرآیند انتشار اسناد خزانه اسلامی مالزی

منبع: یافته‌های تحقیق

۱. دولت مالزی دارایی مورد نظر را مشخص می‌کند.
۲. گواهی دارایی‌های دولت مالزی به معامله‌گران اصلی فروخته می‌شود.
۳. دولت مالزی تعهد می‌کند تا گواهی‌های دارایی‌های خود را به ارزش اسمی (۱۰۰ رینگت) در تاریخ سررسید بازخريد کند.
۴. در میان خرید و فروش‌ها یک بدهی ایجاد شده است. این بدهی با انتشار اسناد خزانه اسلامی پوشش داده می‌شود.
۵. دولت مالزی به پشتوانه بانک مرکزی، اسناد خزانه اسلامی را به معامله‌گران (بانک‌های موفق) تخصیص می‌دهد.

مطابق مدل فوق دین ایجاد شده از طرف دولت نسبت به تأمین‌کنندگان کالا برای آن، حاصل از بیع‌العینه می‌باشد به این شکل که دولت از نهادهای وابسته به خود که منابع کافی را در اختیار ندارند، کالایی (دارایی) را بطور نسبی به او فروخته و سپس همان کالا را به بهایی کمتر، نقد از او می‌خرد تا نهاد بدهکار بتواند با پول دریافتی از دولت، طلب پیشین وی را پرداخت نماید. در این حالت دولت بر اساس دینی که ایجاد شده است، اقدام به انتشار اسناد خزانه اسلامی می‌کند. این فرایند به دلیل آنکه دین ایجاد شده براساس بیع‌العینه بوده و بیع‌العینه به خاطر شرط موجود در قرارداد دوم باطل و از نظر فقهای شیعه و سنی باطل است قابلیت اجرا شدن ندارد. بلکه اسناد خزانه اسلامی باید بدون ایجاد شرط و فقط بخاطر تعهدات نهادهای غیرمرتبط با دولت، ایجاد شده تا دولت بتواند بر مبنای آن اسناد خزانه اسلامی را منتشر نماید.

البته دیدگاه‌های متفاوتی از اهل سنت در خصوص بیع‌العینه در کشور مالزی وجود دارد. مذاهب مالکی و حنبلی بیع‌العینه را رد می‌کنند و آن را بی‌اعتبار می‌دانند. مبنای نظر آنها اصل سد ذرایع است. سد ذرایع به معنای جلوگیری از راه‌هایی است که به اقدامات حرام منجر می‌شود؛ به عبارت دیگر، آنها استفاده از بیع‌العینه را به این دلیل که باعث ربا می‌شود، غیرمجاز می‌دانند. مذاهب ظاهری و شافعی بیع‌العینه را صحیح می‌دانند؛ زیرا قراردادی است که در آن افشای اطلاعات صورت می‌گیرد و در مورد نیت افراد فقط خداوند تبایر و تعالی قضاوت می‌کند. آنها حدیثی را که مبنای نظر

بیشتر فقهای اسلام در تحریم بیع العینة است، ضعیف می‌دانند و بیان می‌کنند که این حدیث به دلیل ضعیف بودن نمی‌تواند مبنایی برای صدور حکم قرار بگیرد. نهایتاً شورای مشورتی شرعی مالزی نظرهای مختلف درباره بیع العینة را بررسی کرد و سرانجام تصمیم گرفت که نظر مذاهب شافعی و ظاهری را که قائل به جواز بیع العینة هستند بپذیرد. این شورا در پنجمین جلسه خود در تاریخ ۲۹ فوریه ۱۹۹۷ میلادی جواز استفاده از بیع العینة در طراحی ابزارهای بازار سرمایه اسلامی مالزی را تصویب کرد. هنگامی که افراد و نهادهای مالی به وجه نقد نیاز دارند، می‌توانند از این روش استفاده کنند و بدون از دست دادن دارایی، نیاز تأمین مالی خود را برآورده کنند (کمیسسیون اوراق بهادار مالزی، ۱۳۸۵).

### ۳-۳. دیدگاه فقهی در خصوص اسناد خزانه اسلامی

اسناد خزانه‌ای که در اقتصاد متعارف طراحی شده، براساس قرض با بهره است. البته محاسبه این قرض به شکل تنزیلی است و به کسر فروخته می‌شود. به این جهت چون ماهیت قرض با بهره دارد و از نظر فقه اسلامی ربا محسوب می‌شود، نمی‌توانیم در بازارهای مالی اسلامی استفاده کنیم. برای پر کردن خلأ مقرر گردید تا این اسناد براساس قرارداد بیع‌الدین (ابزار خرید و فروش دین) طراحی گردد. به عبارت دیگر دولت می‌تواند براساس بدهی‌هایی که به پیمانکاران دارد، بابت بدهی‌هایش به جای پرداختن پول نقد، اسناد مالی استاندارد شده با قطعات معین و با قابلیت خرید و فروش در بازارهای مالی تحویل دهد.

مهمترین بحث در این حوزه، بحث قرارداد پایه است، یعنی بیع‌الدین باید براساس دین واقعی و مشخص استوار بوده و قراردادها و دیون صوری مبنایی شرعی نخواهند داشت. مباحث مرتبط به بیع دین از قدیم وارد فقه اسلامی شده و همیشه محل بحث بوده است. با بررسی‌های انجام شده به این نتیجه رسیدیم که براساس دیدگاه فقه شیعه، شافعی و مالکی، اگر دین، دین واقعی باشد، براساس شرایطی، اصل معامله قابل قبول است. همچنین فقها و مراجع موجود جواز خرید و فروش این اوراق در بازار ثانویه و

به دفعات بیشتر پس از عرضه اولیه را نیز صادر کردند.<sup>۹</sup> در این خصوص چندین حالت وجود دارد:

۱. انتشار اسناد خزانه اسلامی جهت بازپرداخت بدهی دولت به بانک مرکزی: مجوز انتشار این اسناد برای دولت به دلیل اشتراک مالکیت دولت با بانک مرکزی (اتحاد مالکیت) از منظر فقهی منتفی گردید. دلیل دیگر رد شدن آن، صوری بودن اسناد بوده و عملاً بدهی واقعی بین آنها اتفاق نیافتاده است. در نتیجه انتشار اسناد خزانه اسلامی از سوی دولت و به جهت بازپرداخت مطالبات بانک مرکزی و خرید توسط این نهاد از سوی فقها باطل است.

۲. انتشار اسناد خزانه اسلامی جهت بازپرداخت بدهی دولت به شبکه بانکی: این بدهی‌ها به طور عمده از تسهیلات اعطایی بانک‌ها به دولت و شرکت‌های دولتی ناشی شده است. در اینجا چند حالت را می‌توان متصور شد:

الف. تسهیلات اعطایی در قالب یکی از عقود اسلامی به وسیله بانک‌های خصوصی به دولت یا شرکت‌های دولتی داده شده باشد، در اینجا بدهی شخصی به شخص دیگر محقق می‌شود و می‌توان به پشتوانه این بدهی، اسناد خزانه اسلامی منتشر کرده، در اختیار بانک‌های خصوصی گذاشت.

ب. تسهیلات اعطایی در قالب یکی از عقود اسلامی بوسیله بانک‌های دولتی به دولت یا نهادهای دولتی داده شده باشد، در این حالت که بانک‌های دولتی در قالب عقد وکالت منابع سپرده‌گذاران را به دولت یا نهادهای دولتی داده است، بدهی شخصی به شخص دیگر محقق می‌شود و می‌توان به پشتوانه این بدهی به انتشار اسناد خزانه اسلامی اقدام کرد.

ج. تسهیلات اعطایی از محل وجوه دولت و زیرمجموعه آن یا از محل سپرده‌های قرض‌الحسنه بانک‌های دولتی باشد، در این حالت به علت عدم تحقق بدهی یک شخص به شخص دیگر، اسناد خزانه اسلامی قابلیت انتشار ندارند.

۳. انتشار اسناد خزانه اسلامی برای پرداخت بدهی دولت به پیمانکاران بخش خصوصی: مطالبات پیمانکاران از دستگاه‌های دولتی بابت قراردادهای انجام کار در



طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای و همچنین دیگر طرح‌های توسعه‌ای و زیربنایی ذکر شده در قوانین بودجه سنواتی و در سرفصل‌های بودجه عمرانی است. در این حالت به علت اینکه معامله‌ای صورت گرفته و به پشتوانه آن، بدهی پدید آمده، انتشار اسناد خزانه اسلامی بلامانع است.

۴. انتشار اسناد خزانه اسلامی برای پرداخت بدهی دولت به نهادهای عمومی غیردولتی: اینگونه بدهی‌ها به سبب تعهدات قانونی دولت برای تأمین خدمات عمومی و اجرای برنامه‌های رفاه اجتماعی پدید می‌آیند. بطور مثال می‌توان به مواردی چون بدهی دولت به شهرداری‌ها بابت توسعه زیرساخت‌های عمومی و... اشاره نمود. در این حالت دولت می‌تواند بابت بدهکاری خود به این نهادها و مؤسسات عام‌المنفعه اسناد خزانه اسلامی منتشر کند (موسویان و نظریور، ۱۳۹۰).

بنابراین پایه اصلی اسناد خزانه اسلامی، براساس بیع دین بوده و پذیرش بیع دین از منظر فقهی در بازارهای پولی و مالی زمانی که دین واقعی پشتوانه آن باشد، مورد تأیید قرار گرفته است. همچنین استفاده از اسناد خزانه اسلامی مورد تأیید کمیته فقهی سازمان بورس و نیز شورا نگهبان می‌باشد، لذا اسناد خزانه اسلامی در صورت محقق شدن دین واقعی و نیز عدم وجود اتحاد مالکیت، جواز شرعی بودن آن صادر می‌شود.

### ۳-۴. تجربه انتشار اسناد خزانه در ایران

با توجه به قانون بانکداری بدون ربا، انتشار هرگونه اوراق بهادار که مبتنی بر ربا بوده و الزام‌های شرعی در آن رعایت نشده، ممنوع است. انتشار اوراق خزانه نیز به علت ماهیت ربوی آن، از زمان تصویب این قانون تاکنون صورت نپذیرفته بود که با توجه به تلاش‌های صورت گرفته انتشار این اوراق در سال جاری محقق شد؛ لازم به ذکر است که پیش از انقلاب اسلامی دولت وقت با هدف‌های گوناگون در چند مرحله به انتشار این اوراق اقدام کرده بود، بطوریکه طبق بودجه سال ۱۳۲۰، وزارت دارایی مجوز انتشار ۴۰۰ میلیون ریال اسناد خزانه را با سررسیدهای حداکثر ۴ ماهه دریافت کرد. در نهایت ۲۰۰ میلیون ریال آن با سود ۶ درصد به فروش رسید که به دلیل ماهیت ربوی آن با استقبال رو به رو نگردید (فیاضی و نظریور، ۱۳۹۴).

پس از انقلاب با توجه به عدم حل مشکلات فقهی، انتشار آن تا سال ۱۳۹۴ به تأخیر افتاد، اما با رفع مشکلات فقهی و قانونی، در تیرماه سال جاری (۱۳۹۴)، واگذاری اسناد خزانه اسلامی در شعب منتخب بانک ملی ایران آغاز گردید. این بانک به عنوان بانک عامل از طرف خزانه‌داری کل کشور، ۱۰ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی را به منظور پرداخت بخشی از بدهی دولت (دستگاه‌های اجرایی) به طلبکاران غیردولتی (پیمانکاران) واگذار کرد. بانک عامل این اوراق بانک ملی ایران و عامل پرداخت در سررسید، شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه می‌باشد. با توجه به اینکه این اسناد فاقد کوپن سود علی‌الحساب می‌باشند و اینکه با تنزیل به فروش می‌رسند، تنها در سررسید مبلغ اسمی این اوراق به دارندگان آنها پرداخت خواهد شد. در صورت تمایل صاحبان اسناد خزانه به نقد کردن اسناد مذکور پیش از موعد سررسید، این امکان از طریق شرکت فرابورس میسر گردید.

### ۳-۵. انواع اسناد خزانه اسلامی

از جمله مسائل پیش‌روی کشورهای در حال توسعه، تأمین منابع مورد نیاز به منظور رشد و توسعه اقتصادی است. بسط و توسعه زیرساخت‌های اقتصادی در چنین جوامعی بدون تأمین منابع کافی و با توجه به بدهی‌های عمومی دولت‌ها میسر نمی‌باشد، لذا جهت حل این موضوع دولت‌ها به جذب منابع داخلی و یا خارجی روی می‌آورند. موضوعاتی از قبیل رشد روز افزون جمعیت، تورم و ساختار اقتصادی نامطلوب نه تنها از حجم بدهی‌های عمومی دولت‌ها نکاسته است، بلکه بر بار هزینه‌ای آنها روز به روز افزوده است. این عوامل منجر می‌شود کشورهای در حال توسعه جهت تأمین کسری خود به انتخاب استقراض از بین روش‌های تأمین مالی مرسوم اقدام کنند. یکی از مزایای استقراض در قالب اسناد خزانه بالا بودن درجه نقدشوندگی می‌باشد که این ویژگی منجر به انتخاب این ابزار از بازار پول به عنوان وسیله‌ای جهت اعمال سیاست پولی شد.

به طور کلی دولت می‌تواند بابت اجرای پروژه‌های گذشته و انجام تعهدات اسبق خود، تأمین مالی برای اجرای پروژه‌های جدید و تأمین کسری بودجه دولت به جای

استقراض از بانک مرکزی به انتشار اسناد خزانه اسلامی در قالب سه مدل زیر اقدام کند:

**الف) اسناد خزانه اسلامی خرید کالا:** دولت جهت امور اجرایی خود به تأمین کالاهای مصرفی و سرمایه‌ای نیازمند است. با توجه به کسری بودجه دولت مجبور به خرید اقساطی کالاهای مورد نظر است که با در نظر گرفتن بدهی ایجاد شده می‌توان اسناد خزانه اسلامی را جهت تأمین مالی مورد نیاز منتشر کرد. این اسناد عموماً با سررسید میان‌مدت (سه ماه تا یک سال) منتشر می‌شوند. در این روش تولیدکنندگان به صورت مستقیم به تأمین کالای سرمایه‌ای و مصرفی دولت اقدام کرده و در برابر، دولت به خرید کالای مورد نیاز خود به صورت نسیه با مبالغی بالاتر از قیمت نقد، از تولیدکنندگان اقدام می‌کند و بلافاصله به انتشار اسناد خزانه مدت‌دار می‌پردازد. این نوع تأمین مالی دولت اصطلاحاً «اسناد خزانه اسلامی خرید کالا» نامیده می‌شوند.

**ب) اسناد خزانه اسلامی خرید خدمات:** دولت در جهت توسعه اقتصادی نیازمند اجرای برخی طرح‌ها و پروژه‌های اساسی می‌باشد، اما به جهات گوناگون از انجام و اجرای مستقیم ممانعت می‌نماید؛ در چنین مواقعی امور مهم، بالاخص عملیات عمرانی دولت به پیمانکاران واگذار می‌شود. دولت به دلیل کسری بودجه قادر به پرداخت نقدی حق‌العمر و هزینه‌های عمرانی نبوده و در نتیجه به منظور تأمین مالی به انتشار اسناد خزانه بلندمدت (بیش از یکسال) اقدام می‌کند. دولت با وجود توانایی اجرایی بالا در برخی موارد به دلیل عواملی مانند عدم بودجه، فقدان نیروهای متخصص در بدنه اجرایی دولت، لزوم برون سپاری و... از انجام مستقیم طرح‌ها و پروژه‌ها خودداری می‌کند. دولت در اینگونه شرایط از واجدان شرایط، تقاضای انجام طرح پیش گفته را کرده و در عوض هزینه آن را پرداخت می‌کند. در این اسناد خزانه اسلامی، دولت طی عقدهایی مانند استصناع و جعاله به تأمین هدف‌های خود اقدام کرده و با توجه به کسری خود، وجوه را به صورت نسیه پرداخت می‌کند.

با توجه به بدهی ایجاد شده اسناد خزانه مدت‌دار را صادر کرده و به طلبکاران تحویل می‌دهد؛ این اوراق به اصطلاح «اسناد خزانه خرید خدمت» معروف هستند.

**ج) اسناد خزانه اسلامی تأمین وجوه:** این نوع اسناد خزانه کاربرد گسترده‌تری نسبت به دیگر انواع اسناد خزانه اسلامی داشته و برای تأمین کسری هرگونه وجوه برای خزانه دولت کاربرد دارند. کارکرد این اوراق مشابه اسناد خزانه غربی بوده و برپایه دارایی پایه می‌باشد که عمدتاً با سررسید کوتاه‌مدت (سه ماه تا یکسال) منتشر می‌شوند. دارایی پایه سهل‌البیع (مانند طلا) می‌باشد که در وهله نخست در تملک دولت می‌باشد. در این نوع اوراق دو نوع قرارداد مجزا و مستقل وجود دارد؛ بدین صورت که دولت ابتدا با انجام معامله بیع نقد دارایی مورد نظر را در بازار به فروش می‌رساند؛ سپس به همان میزان از راه بیع نسبی از آن دارایی از بازار می‌خرد. در نهایت دولت به ارزش اسمی بیع نسبی به انتشار اسناد خزانه اسلامی اقدام کرده و به سرمایه‌گذاران (فروشنندگان دارایی نسبی) در جهت ایفای تعهدها تحویل می‌دهد. لازم به ذکر است خریداران دارایی لزوماً همان فروشنندگان نیستند، لذا شبهه بیع‌العینه در این اوراق وجود ندارد (خادم‌الحسینی اردکانی و موسویان، ۱۳۹۱).

### ۳-۶. به کارگیری اسناد خزانه اسلامی در بازار بین‌بانکی ایران

اسناد خزانه اسلامی به خاطر داشتن ویژگی سررسید کوتاه‌مدت و نیز بدون ریسک بودن آن به دلیل تضمین دولت، یک ابزار مناسب برای مبادلات کوتاه‌مدت بخصوص در بازار بین‌بانکی می‌باشد.

بطور کلی اعضای این بازار از دو طریق می‌توانند نسبت به معامله اسناد خزانه اسلامی اقدام نمایند:

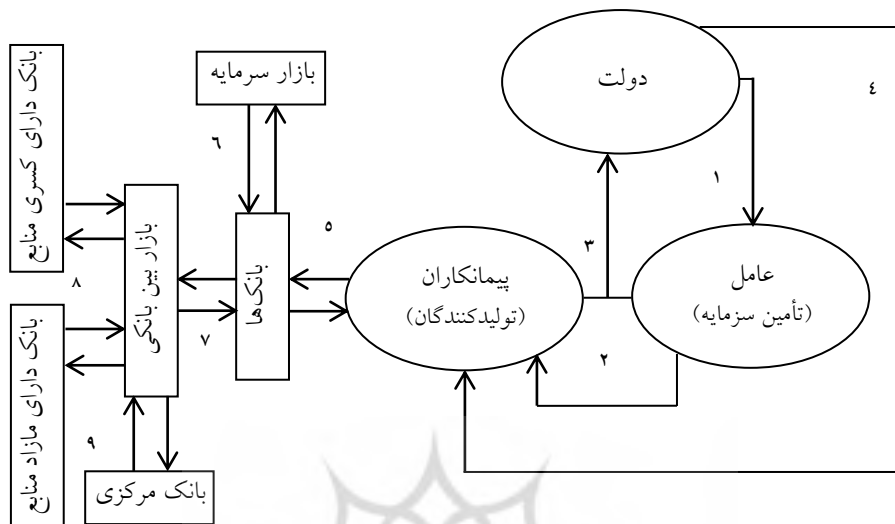
**الف) خرید و فروش اسناد خزانه اسلامی در بازار بین‌بانکی:** در حال حاضر قسمت عمده منابع پولی کشور در اختیار بانک‌ها بوده و این بنگاه‌ها باید با سرمایه‌گذاری مناسب این وجوه در زمینه‌های مختلف اولاً سود مناسب و مطمئن بدست آورند و ثانیاً در صورت نیاز به نقدینگی بتوانند سرمایه‌گذاری‌های انجام شده

خود را تبدیل به وجه نقد نمایند. ویژگی‌های مناسب اسناد خزانه اسلامی از جمله بازدهی مناسب و مطمئن از یک طرف و تبدیل این اسناد به وجه نقد در پایان دوره به خاطر تضمین دولت، باعث می‌شود که بانک‌ها بخشی از منابع خود را در خرید اسناد خزانه اسلامی سرمایه‌گذاری کنند.

در حال حاضر به خاطر تجربه کم این ابزار در نظام بانکی کشور و حجم کم انتشار این اوراق از یک سو و عدم تدوین دستورالعمل اجرایی این ابزار در بازار بین‌بانکی از سوی دیگر، امکان مبادله این اوراق در بازار بین‌بانکی وجود نداشته، اما پیش‌بینی می‌شود که در صورت انتشار وسیع این اوراق، بانک‌ها قادرند حجم وسیعی از منابع نقد و غیرنقد خود را به این اوراق تبدیل کرده و از سود آن استفاده کنند؛ همچنین در صورت نیاز به نقدینگی، با عرضه آن در بازار بین‌بانکی، به منابع مالی دست یابند. در حال حاضر با توجه به انتشار این اوراق در نظام بانکی و بازار فرابورس ایران، مدل عملیاتی تبادل اسناد خزانه اسلامی در بازار ثانوی به این شکل پیشنهاد می‌گردد که خریداران غیربانکی این اوراق (افراد حقیقی و حقوقی و بانک‌های غیر عضو بازار بین‌بانکی) باید مبادلات اسناد خزانه اسلامی را در بازار فرابورس به انجام برسانند. همچنین بانک‌های عضو بازار بین‌بانکی نیز مبادلات خرد خود را (ارقام کمتر از ۱۰ میلیارد ریال) به دلیل کشش بازار فرابورس در این بازار انجام داده و ارقام بالاتر از آن را می‌توانند در بازار بین‌بانکی و با نظارت بانک مرکزی انجام دهند. به عبارت دیگر حجم حداقلی مبادلات اسناد خزانه اسلامی در بازار بین‌بانکی باید حداقل ۱۰ میلیارد ریال بوده و معاملات در این بازار باید در قالب بلوک‌های ۱۰ میلیارد ریالی صورت گیرد.

البته تعیین این ارقام در حال حاضر با توجه به میزان حجم معاملات در بازار سرمایه (بورس و فرابورس) بوده و زمانی که کشش بازار به سمت ارقام بالاتر سوق یابد، می‌توان کف و سقف جدیدی برای آن معین نمود.

بنابراین مراحل عملیاتی فرایند انتشار و مبادله اسناد خزانه اسلامی در بازار بین‌بانکی به شرح ذیل است:



### نمودار (۲): انتشار و مبادله اسناد خزانه اسلامی در بازار بین بانکی

منبع: یافته‌های تحقیق

۱. اعلام دارایی یا خدمت خاص مورد نیاز دولت جهت خرید نسبه و اعلام قیمت خرید قطعی آن کالا یا خدمت به عامل (تأمین سرمایه)؛
۲. درخواست کالا یا خدمت مورد نظر از پیمانکاران (تولیدکنندگان) با قیمت قطعی و شرط خرید نسبه توسط عامل (تأمین سرمایه)؛
۳. دریافت کالا یا خدمت از پیمانکاران (تولیدکنندگان) توسط عامل (تأمین سرمایه) به وکالت از دولت و تحویل آن به دولت؛
۴. انتشار اسناد خزانه اسلامی برابر با قیمت نسبه کالا (خدمت) توسط دولت و تحویل آن توسط عامل (تأمین سرمایه) به پیمانکاران (تولیدکنندگان)؛
۵. فروش اسناد خزانه به بانکها در صورت تمایل به نقدینگی از سوی پیمانکاران (تولیدکنندگان)؛
۶. فروش اسناد خزانه اسلامی در بازار سرمایه توسط بانکها در حجم کمتر از ۱۰ میلیارد ریال؛
۷. فروش اسناد خزانه اسلامی در بازار بین بانکی توسط بانکها در حجم بیشتر از ۱۰ میلیارد ریال؛

۸. خرید و فروش اسناد خزانه اسلامی در بازار بین بانکی توسط بانک‌های دارای مازاد منابع و کسری منابع در حجم‌های بیشتر از ۱۰ میلیارد ریال؛
۹. بانک مرکزی در صورت اعمال سیاست انبساطی و یا انقباضی پولی می‌تواند در بازار بین بانکی ورود کند و با توجه به عملیات بازار باز به خرید و فروش این اسناد پردازد.

بطور کلی اهم دلایل به کارگیری از این ابزار در بازار بین بانکی عبارت است از:

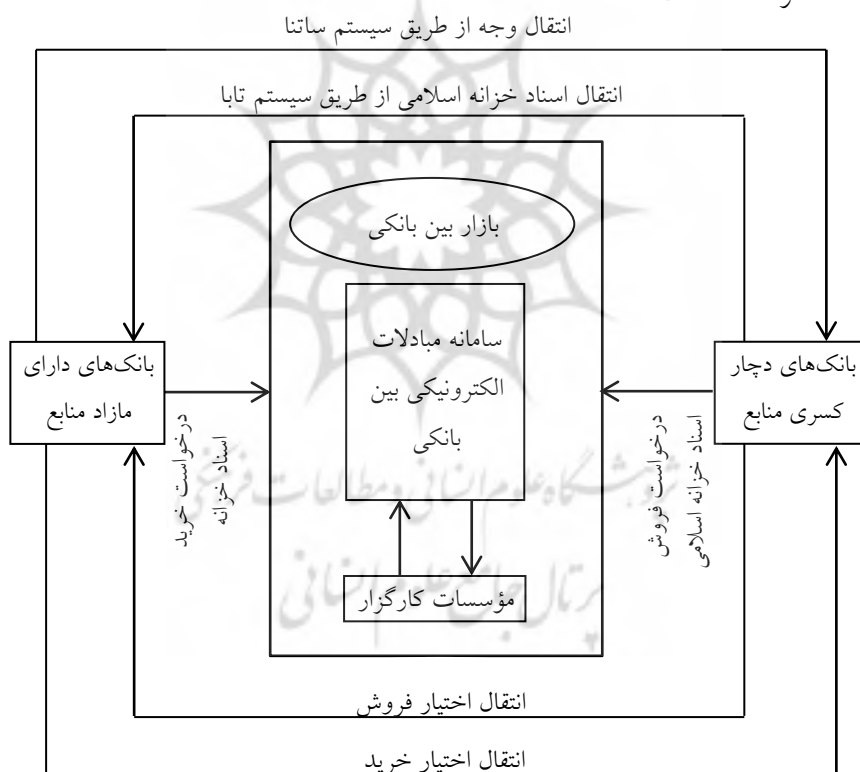
۱. تنوع در ابزارهای قابل معامله در بازار بین بانکی؛
۲. کنترل و مدیریت نرخ سود در بازار بین بانکی از طریق انجام ابزارهای متنوع در آن؛
۳. استفاده از فرصت‌های سودآور بازار بین بانکی؛
۴. فعال‌تر شدن بازار بین بانکی با ورود سایر ابزارهای کوتاه‌مدت؛
۵. داشتن ویژگی‌های خاص اسناد خزانه از جمله سررسید کوتاه، تضمین سود و بازپرداخت و... باعث می‌شود که در بازار بین بانکی مورد معامله قرار گیرد؛
۶. شرایط لازم برای اجرای عملیات بازار باز بانک مرکزی از طریق خرید و فروش اسناد خزانه اسلامی در بازار بین بانکی.

ب) به کارگیری اسناد خزانه در توافقنامه بازخرید اسلامی: یکی از مهمترین

ابزارهای بازار بین بانکی که اغلب بانک‌های دنیا از این طریق منابع بدست می‌آورند، استفاده از توافقنامه بازخرید می‌باشد. این بازار تاکنون به دلیل ابهام شرعی آن مورد استفاده قرار نگرفته است. مطابق عرف رایج در موضوعات مالی توافقنامه بازخرید را تحت عنوان قرض با وثیقه اوراق بهادار تعریف می‌کنند که در این صورت به جهت ربوی بودن قرض، معامله حرام و قابل استفاده در بازارهای مالی اسلامی نخواهد بود؛ اما با مطالعه دقیق می‌توان گفت که توافقنامه بازخرید، قرارداد فروش اوراق بهادار همراه با شرط بازخرید اوراق به وسیله فروشنده است، به عبارت دیگر ماهیت این ابزار برپایه استفاده از ابزارهای مالی جهت فروش و بازخرید آن در آینده است. در صورت اجرایی شدن توافقنامه بازخرید اسلامی در ایران، بانک‌ها می‌توانند براساس مبادله ابزارهای

مالی از جمله انواع صکوک، اوراق مشارکت و... و بازگشت آن در روزهای بعد، نقدینگی مورد نیاز خود را تأمین نمایند. به نظر می‌رسد اسناد خزانه اسلامی نیز می‌تواند مبنای توافقنامه با خرید اسلامی نیز شود؛ بطوریکه بانک‌های دچار کسری منابع با فروش اسناد خزانه اسلامی به بانک دارای مازاد منابع، نقدینگی خود را تأمین کرده و در معامله دوم که حداقل یک روز پس از معامله دوم اتفاق می‌افتد، با اعمال اختیار از سوی طرفین (خریدار یا فروشنده)، اسناد خزانه اسلامی با قیمت بالاتر عودت داده شده و معامله پایان می‌یابد. فرایند مبادلات بین این دو بانک از طریق توافقنامه با خرید اسلامی بر مبنای اسناد خزانه اسلامی به شرح زیر است:

مرحله نخست

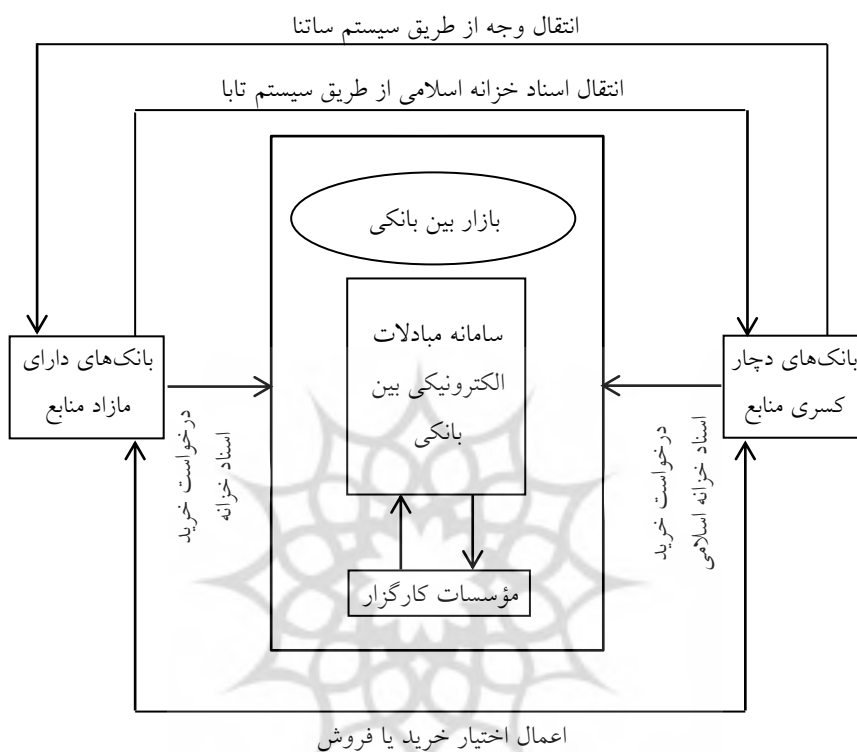


نمودار (۳): فروش اسناد خزانه اسلامی در قالب توافقنامه با خرید اسلامی

منبع: یافته‌های تحقیق



مرحله دوم



اعمال اختیار خرید یا فروش

نمودار (۴): باز خرید اسناد خزانه اسلامی در قالب توافقنامه باز خرید اسلامی

منبع: یافته‌های تحقیق

- تشریح فرایند عملیاتی انتشار توافقنامه باز خرید اسلامی براساس اسناد خزانه اسلامی به شرح زیر است:
۱. بانک دچار کسری منابع از طریق بازار بین بانکی با ورود به سامانه مبادلات الکترونیکی بین بانکی درخواست خود برای فروش اسناد خزانه اسلامی در قالب توافقنامه باز خرید را اعلام می کند. این فرایند می تواند بصورت مستقیم و یا از طریق مؤسسات کارگزار انجام پذیرد.
  ۲. بانک دارای مازاد منابع نیز همانند مدل فوق درخواست خرید اسناد خزانه اسلامی در قالب توافقنامه باز خرید را از طریق بازار بین بانکی اعلام می کند.

۳. پس از توافق برای انجام معامله، اسناد خزانه اسلامی در قالب سیستم تابا از بانک دچار کسری منابع به بانک دارای مازاد منابع منتقل می‌شود. از سوی دیگر از طریق سیستم ساتنا، منابع مالی نیز جابجا می‌گردد.
  ۴. همچنین اختیار خرید و فروش این اوراق نیز صادر و به دوطرف ارائه می‌شود.
  ۵. در مرحله بعد که حداقل فردای روز معامله اول است، درخواست‌های خرید و فروش این اوراق از طریق اعمال اختیار خرید یا فروش یکی از دو طرف معامله وارد سامانه می‌شود. به این ترتیب معادل همان اسناد گذشته، اسناد خزانه اسلامی از طریق سیستم تابا و منابع مالی از طریق سیستم ساتنا بین دو طرف جابجا و معامله تسویه می‌شود.
- نکات قابل توجه در این فرایند عبارت است از:
۱. نگارش دستورالعمل توافقنامه بازخرید اسلامی در بخش بازار بین‌بانکی بانک مرکزی و شرایط و الزامات بکارگیری اسناد خزانه اسلامی از طریق آن.
  ۲. به دلیل تضمین این معامله بخاطر وثیقه بودن اسناد خزانه اسلامی، نرخ این معامله باید از نرخ سپرده‌گذاری در بازار بین‌بانکی که بدون تضمین صورت می‌گیرد، پایین‌تر باشد.
  ۳. شرط استفاده از این فرایند، ایجاد بستر مناسب برای مبادلات الکترونیکی اوراق بهادار است. در حال حاضر سیستم مبادلات الکترونیکی اوراق بهادار (تابا) غیرفعال بوده؛ لذا لازم است برای اجرایی شدن توافقنامه بازخرید اسلامی، کلیه اوراق بهادار متعلق به بانک‌ها، از جمله اسناد خزانه اسلامی بصورت الکترونیکی گردد.
  ۴. دوطرف می‌توانند شرط کنند که منافع متعلق به اسناد خزانه اسلامی در زمان انتقال آن متعلق به فروشنده اوراق بوده و خریدار حقی در استفاده از این منافع ندارد.

۵. بانک مرکزی نیز می‌تواند از طریق این ابزار (توافقنامه بازر خرید اسلامی) نسبت به اجرای سیاست‌های پولی خود با استفاده از اسناد خزانه اسلامی، گام بردارد.
۶. ایجاد سامانه مبادلات الکترونیکی بین بانکی برای نمایش حجم عرضه و تقاضای منابع و شرایط اعضای بازار بین بانکی می‌تواند به مبادلات این توافقنامه کمک کند.

در پایان باید گفت که اسناد خزانه اسلامی که کمتر از ۲ سال از ورود آن به بازار پولی و مالی ایران می‌گذرد، می‌تواند جایگاه خود را در بازار بین بانکی به دلیل ویژگی‌های خاص خود از جمله کوتاه مدت بودن، تضمین دولت و بدون ریسک بودن آن، نرخ جذاب آن تاکنون، وثیقه نمودن آن در قالب توافقنامه بازر خرید، حجم مناسب انتشار آن در سال‌های آینده و... می‌تواند در کنار ابزارهای جاری، در بازار بین بانکی مورد معامله قرار گیرد. به کارگیری از این ابزار نیازمند نگارش دستورالعمل و تدوین مقررات و شرایط آن در این بازار است.

#### **جمع بندی، نتیجه گیری و پیشنهادات**

اسناد خزانه به عنوان یکی از ابزارهای پولی کوتاه مدت در بازار بین بانکی کشورهای غربی و اسلامی توانسته است جایگاه مناسبی از حجم مبادلات این کشورها در حوزه بازار پول را به خود اختصاص دهد. در ایران نیز براساس قانون بودجه سال ۱۳۹۳ و تکالیف مندرج در آن مقرر گردید تا دولت در مقابل پرداخت بدهی‌های خود به نهادها، مؤسسات و شرکت‌های طرف قرارداد با آنها، با انتشار اسناد خزانه اسلامی، برخی از این بدهی‌ها را پرداخت نماید. براساس مدل جدید در مهرماه ۱۳۹۴ دولت اقدام به انتشار ۱ هزار میلیارد تومان اسناد خزانه اسلامی در بازار سرمایه نمود و طبق برنامه قرار است از طریق سیستم بانکی حجم انتشار این اوراق در سال ۱۳۹۵ به بیش از ۱۷ هزار میلیارد تومان (براساس قانون بودجه کل کشور) افزایش دهد.

با تشکیل بازار ثانویه این اوراق در سیستم بانکی (بازار بین بانکی) و بازار سرمایه، قطعاً مبادلات اسناد خزانه میان خریداران و فروشندگان آن تسهیل گردیده و این امر به گردش نقدینگی در فضای اقتصادی کشور کمک قابل توجهی می‌نماید. مطابق مطالب

ارائه شده، این اسناد خزانه اسلامی که عمدتاً در اختیار شرکت‌ها و پیمانکاران طرف قرارداد با دولت بوده است، می‌تواند از سوی بانک‌هایی که منابع مازاد دارند خریداری و در بازار بین‌بانکی بطور مستقیم و یا از طریق توافقنامه باخريد اسلامی مورد مبادله قرار گردد.

با این حال بکارگیری اسناد خزانه اسلامی در بازار بین‌بانکی براساس روش‌های فوق نیازمند شرایط و الزامات ذیل است:

۱. طراحی ساختار جدید بازار بین‌بانکی در ایران؛
۲. تدوین دستورالعمل و قوانین جدید اسناد خزانه اسلامی در حوزه بازار بین‌بانکی؛
۳. امکان‌سنجی به کارگیری توافقنامه باخريد اسلامی در ایران؛
۴. برگزاری دوره‌های آموزشی و شناخت ابزارهای مالی جدید برای بانک‌های عضو بازار بین‌بانکی؛
۵. ایجاد شرایط مناسب برای الکترونیکی کردن اوراق بهادار در بازار بین‌بانکی؛
۶. طراحی و ارتقاء سامانه‌های جدید از جمله سامانه جامع مبادلات الکترونیکی بین بانکی، سامانه مبادلات الکترونیکی اوراق بهادار و...

پیش‌بینی می‌گردد با اجرایی شدن شرایط فوق و درک بهتر از نیازهای حوزه پولی و مالی کشور، بتوان شاهد استفاده و به کارگیری ابزارهای پولی کوتاه‌مدت در سیستم بازار بین‌بانکی کشور و رونق بیشتر این بازار باشیم.

#### یادداشت‌ها

1. Discount Window
2. [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)
3. Bank Negara Malaysia
4. سایت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران ([www.cbi.ir](http://www.cbi.ir)).
5. The Department of Treasury Auctions
6. <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us>
7. Cash Management T-bills
8. Negotiable Bank Certificates of Deposit

۹. هرچند در خصوص بیع دین، حضرت امام خمینی (ره) قائل به جواز آن نبودند، اما سایر مراجع از جمله آیات عظام خامنه‌ای، مکارم شیرازی، سیستانی، تبریزی، خویی، صافی گلپایگانی و... قائل به جواز استفاده از بیع دین و نیز استفاده از آن در بازار ثانویه می‌باشند.

### کتابنامه

- آئین‌نامه اجرایی اسناد خزانه اسلامی (۱۳۹۳)، مصوب هیأت وزیران.
- حاجیان، محمدرضا (۱۳۸۵)، *بازار بین بانکی ریالی*، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- حاجیان، محمدرضا (۱۳۹۳)، *بازار بین بانکی ریالی: وضعیت فعلی؛ زمینه‌های قابل بهبود*، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران
- خادم‌الحسینی اردکانی، مجید و سیدعباس موسویان (۱۳۹۱)، «مهندسی مالی اسناد خزانه اسلامی»، *اقتصاد اسلامی*، شماره ۴۵، صص ۱۰۷-۱۳۰.
- خوانساری، رسول (۱۳۹۳)، *آسیب‌شناسی بازار بین بانکی ریالی در ایران با تأکید بر ابعاد فقهی*، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- دستورالعمل اجرایی عملیات بازار بین بانکی (۱۳۸۳)، مصوب بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- دستورالعمل پذیرش و عرضه اسناد خزانه اسلامی در بازار ابزارهای نوین مالی فرابورس ایران (۱۳۹۳)، مصوب شورای عالی بورس و اوراق بهادار.
- عباسی، محمدحسین و امین بدیع‌صنایع (۱۳۹۳)، «تحلیل فقهی حقوقی اوراق بهادار مباحه»، *بورس اوراق بهادار*، شماره ۲۷، صص ۱۶۱-۱۹۴.
- فیاضی، محمدتقی و محمدتقی نظرپور (۱۳۹۴)، «استفاده از اسناد خزانه اسلامی برای تأمین مالی طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای دولت»، *اقتصاد و بانکداری اسلامی*، شماره ۱۳، صص ۸۳-۱۰۸.
- قضاوی، حسین و حسین بازمحمدی (۱۳۹۰)، *عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا، مطالعه موردی: اسناد خزانه اسلامی*، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

موسویان سیدعباس (۱۳۸۷)، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

موسویان سیدعباس و کاوند مجتبی (۱۳۸۹)، «مدیریت نقدینگی در بانکداری اسلامی»، نامه معرفت اقتصادی، شماره ۳، صص ۳۵-۶۴.

موسویان، سیدعباس، محمدنقی نظرپور و ایوب خزائی (۱۳۹۰)، «امکان‌سنجی فقهی طراحی اسناد خزانة اسلامی در بازارهای مالی اسلامی»، اقتصاد اسلامی، شماره ۴۰، صص ۸۷-۱۱۶.

موسویان، سیدعباس، محمدرضا کاتوزیان، محمد طالبی و محمدرضا حاجیان (۱۳۹۴)، «توافقنامه بازخرید (ریپو) در بازار بین بانکی اسلامی»، اقتصاد اسلامی، شماره ۶۰، صص ۸۱-۱۱۲.

میثمی، حسین (۱۳۹۳)، صکوک بیع دین به عنوان ابزار سیاست پولی، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

**Application of Islamic Treasury Bills on the Interbank Market in Iran**

**Sayyed Saeed Shamsinejad\***  
**Mohammad Talebi\*\***

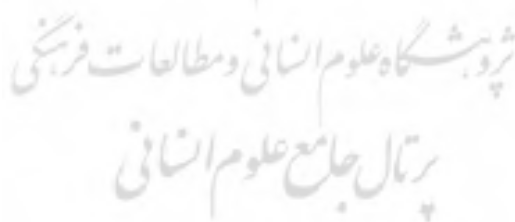
*Received: 14/01/2016*

*Accepted: 27/04/2016*

After exceeding eight years from its establishment, and despite its considerable size of dealings, Iran's Rial Interbank Market has not yet managed to develop its position in the state's money market through creation of necessary diversities in transactional mechanisms. Application of treasury bills as a short-term monetary instrument is globally fostered. After adoption of sale of debt in the state's monetary system, application of Islamic treasury bills was lodged in the 2014 Budget Act. Supplying these bills in the capital market one year later could result in formation and development of a secondary market for such bills. The main question of this research is posed as "How could Islamic treasury bills be used to promote the efficiency of Iran's Rial Interbank Market?" By explicating the performance and recognizing Iran's Interbank Market shortcomings, the present article intends to examine the application of Islamic treasury bills as a short-term monetary instrument in Iran's Interbank Market. Findings of this study achieved through a descriptive-analytical methodology by referring to Shiite jurisprudence and finance texts are expressive of the fact that Islamic treasury bills are capable of being applied in Iran's Rial Interbank Market.

**Keywords:** Interbank Market, Islamic Treasury Bills, Islamic Repurchase Agreements

**JEL Classification:** E42, E44, E58, Z12



---

\* Ph.D. Student of Financial Management, Imam Sadiq University, (Corresponding Author), saeed.shamsinejad@gmail.com

\*\* Assistant Professor, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, mohammad63.mt@gmail.com