

## آسیب‌شناسی فقهی- اقتصادی ابزارهای پیشنهادی جهت عملیات بازار باز در ایران و سایر کشورها

حسین میثمی<sup>۱</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۵/۱۱/۲

تاریخ دریافت: ۹۵/۵/۲

### چکیده

با توجه به اینکه عملیات بازار باز در بانکداری مرکزی نوین در سایر کشورها با استفاده از خرید و فروش اوراق قرضه انجام می‌شود، امکان استفاده از آن در چارچوب اسلامی وجود ندارد. براین اساس، محققین بانکداری اسلامی تلاش کرده‌اند تا ابزارهای جایگزینی را جهت اجرای عملیات بازار باز در چارچوب شرعی پیشنهاد کنند. این تحقیق تلاش می‌کند تا به روش تحلیلی- توصیفی به آسیب‌شناسی فقهی و اقتصادی ابزارهای مذکور بپردازد. در این پژوهش، ابزارها در دو گروه مورد ارزیابی و نقد واقع می‌شوند. گروه اول ابزارهایی است که توسط برخی از پژوهشگران طراحی شده، اما در عمل مورد استفاده واقع نشده‌اند (مانند صکوک اجاره طلای بانک مرکزی). گروه دوم نیز ابزارهایی هستند که در عمل در کشورهای مختلف تجربه شده‌اند. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که اکثر ابزارهای پیشنهادی توسط محققین در ایران و سایر کشورها، توانایی تامین همزمان معیارهای فقهی و اقتصادی را ندارند. علاوه بر این، تجارب کشورهای اسلامی در طراحی و استفاده از ابزارهای جایگزین اسلامی جهت عملیات بازار باز چندان قابل توجه نبوده و نقدهای زیادی به آن‌ها وارد است. با توجه به یافته‌های این پژوهش، به نظر می‌رسد مسئله طراحی ابزارهای اسلامی جهت سیاست‌گذاری پولی (بانکداری مرکزی اسلامی) از موضوعات جدید در دانش بانکداری اسلامی به حساب آمده و لازم است در آینده بیش از پیش مورد توجه پژوهشگران واقع شود.

**واژگان کلیدی:** عملیات بازار باز، سیاست‌گذاری پولی، بانکداری مرکزی، بانکداری بدون ربا، صکوک

طبقه‌بندی JEL: D53, E52

## مقدمه

به لحاظ تعریف، منظور از عملیات بازار باز فعالیتی است که در آن بانک مرکزی با خرید و فروش گروه خاصی از اوراق بهادار، تلاش می‌کند تا اهداف سیاستی خود در بازار پول (بازار بین بانکی) را اعمال نماید. وجه تسمیه «بازار باز»، آزاد بودن عوامل اقتصادی در ورود و خروج در این بازار و مشارکت در عملیات بانک مرکزی می‌باشد. یعنی از یک سو بانک مرکزی اختیار دارد که به خرید و فروش اوراق اقدام ورزد و از سوی دیگر، بانکها (که طرف دیگر معامله هستند) نیز اختیار دارند که این اوراق را بخرند یا بفروشند (فرهنگ اقتصادی پالگریو، ۱۹۹۲، ج ۲، ص ۲۲).

ماهیت عملیات بازار باز را می‌توان مدیریت «ذخایر بانک مرکزی»<sup>۱</sup> در بازار پول در نظر گرفت. به عبارت دیگر، بانک مرکزی به دلیل حقی قانونی به نام «حق الضرب آ»، به صورت انحصاری و نامحدود امکان انتشار پول پر قدرت را در اختیار دارد که منبع ذخایر بانک مرکزی را شکل می‌دهد. بانک مرکزی در بازار بین بانکی وارد شده و از طریق عملیات بازار باز (خرید و فروش اوراق)، عرضه و تقاضای این ذخایر را به نحوی مدیریت می‌کند که نرخ بهره رایج بازار به سمت نرخ بهره سیاستی (هدف) رهنمون گردد. بنابراین، ماهیت عملیات بازار باز چیزی نیست جز مدیریت ذخایر در بازار پول از طریق خرید و فروش اوراق بهادار (بانک مرکزی اتحادیه اروپا، ۲۰۱۲، ص ۱۲۱).

هدف اصلی عملیات بازار باز، مدیریت نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت در بازار بین بانکی (ابزار یا هدف میانی سیاست‌گذار) می‌باشد. در واقع هدف بانک مرکزی از خرید و فروش اوراق، هدایت نمودن نرخ‌های موجود بازار به سمت نرخ بهره هدف می‌باشد. در نتیجه مدیریت نرخ بهره کوتاه‌مدت، تورم موجود نیز به سمت تورم هدف بانک مرکزی هدایت شده و این هدف غایی سیاست‌گذار پولی را تامین می‌کند.

با توجه به اینکه در چارچوب اسلامی امکان استفاده از ابزار متعارف عملیات بازار باز (خرید و فروش اوراق قرضه) فراهم نیست، محققین گوناگون تلاش کرده‌اند تا ابزارهای جایگزین اسلامی بدین منظور طراحی کنند. در این تحقیق با استفاده از روش تحقیق تحلیلی - توصیفی، این ابزارها در دو گروه (ابزارهایی که در عمل اجرا نشده‌اند و ابزارهای اجرا شده در کشورهای اسلامی) مورد ارزیابی و نقد واقع می‌شوند.

سوال اصلی پژوهش آن است که «آیا ابزارهای پیشنهادی توسط محققین بانکداری اسلامی جهت عملیات بازار باز، از منظر فقهی و اقتصادی از قابلیت کافی جهت استفاده در عمل را دارا می‌باشند یا خیر؟ مهم‌ترین اشکالات وارد بر این ابزارها کدام است؟». در ادامه، پس از مرور ادبیات

1. Central Bank Reserves
2. Seigniorage

تحقیق، ابتدا معیارهای فقهی و اقتصادی که لازم است در نقد ابزارها مورد توجه قرار گیرد مطرح شده و سپس به نقد ابزارها و تجارب پرداخته می‌شود.

#### ۱. پیشینه تحقیق

با توجه به جدید بودن دانش بانکداری اسلامی، محققین این حوزه تاکنون بیشتر به مقوله «بانکداری تجاری اسلامی» پرداخته‌اند. به این معنی که سعی نموده‌اند تا شیوه‌های مورد استفاده در تنظیم رابطه بانک‌های تجاری با سپرده‌گذاران و تسهیلات‌گیرندگان را از منظر اسلامی مورد نقد قرار داده و روش‌های جایگزینی ارائه کنند که در کنار اجرائی بودن، از مشروعیت فقهی نیز برخوردار باشند. اما مقوله «بانکداری مرکزی اسلامی» و تنظیم رابطه بانک مرکزی با دولت، بانک‌ها و موسسات اعتباری و عموم مردم در چارچوبی اسلامی، خیلی مورد توجه نبوده است.

به همین دلیل است که تاکنون تحقیقات معدود و پراکنده‌ای در رابطه با برخی از موضوعات بانکداری مرکزی اسلامی انجام شده است و در رابطه با بسیاری از موضوعات نیز خلا پژوهشی قابل ملاحظه‌ای مشاهده می‌شود. طراحی ابزارهای اسلامی جهت عملیات بازار باز (که به ادعای ادبیات دانش اقتصاد پولی مهمترین و موثرترین ابزار در اختیار بانک‌های مرکزی جهت اجرای سیاست پولی می‌باشد) از جمله موضوعاتی است که چندان مورد بحث واقع نشده است. با این حال تحقیقات معدودی در این رابطه وجود دارد که در ادامه به برخی از آن‌ها اشاره می‌شود.

موسویان (۱۳۷۸) به بررسی ماهیت سیاست‌گذاری پولی و به ویژه عملیات بازار باز می‌پردازد. در این تحقیق تلاش می‌شود تا ضمن بررسی تجربه سیاست‌گذاری پولی پس از تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا (با تاکید بر اوراق مشارکت)، اصول اسلامی قابل توجه در طراحی اوراق بهادار مورد تبیین واقع شود.

نودهی (۱۳۸۷) ضمن تبیین شیوه اجرایی‌سازی سیاست پولی با استفاده از ابزار عملیات بازار باز، شیوه جایگزین نمودن اوراق مشارکت با اوراق قرضه را برجسته می‌نماید. در این مقاله در کنار عقد مشارکت، به نحوه ترکیب بیع دین با مشارکت نیز اشاره می‌شود. در این تحقیق مقایسه اوراق مشارکت ایران و سودان نیز مورد بحث واقع شده است.

عربی و معارفی (۱۳۸۹) ضمن بررسی مسائل گذار از ابزارهای مستقیم سیاست‌گذاری پولی به ابزارهای غیرمستقیم، به طراحی شیوه‌های جایگزین شرعی می‌پردازد. در این تحقیق سه ابزار جدید جهت سیاست‌گذاری پولی ارائه می‌شود که عبارت‌اند از: جعله، قرض‌الحسنه و خرید و فروش اوراق اعتباری با اسکناس. در رابطه با هر سه ابزار، قابلیت آن‌ها از منظر فقهی و اقتصادی مورد بحث قرار می‌گیرد.

نظرپور و حقیقی (۱۳۹۲) به تبیین ارتباط و شیوه ورود بانک مرکزی در بازار سرمایه جهت اجرای سیاست‌های پولی (به ویژه عملیات بازار باز) می‌پردازد. در این تحقیق انواع روش‌هایی که بانک مرکزی می‌تواند در بازار ثانویه وارد شده و نسبت به خرید و فروش اوراق دولتی اقدام ورزد و همچنین روش‌هایی که بانک مرکزی می‌تواند با استفاده از آن‌ها مستقیماً نسبت به انتشار اوراق بهادار اقدام نماید، مورد بحث قرار می‌گیرد.

نظرپور (۱۳۹۲) به مقوله استفاده از صکوک استصناع در بازارهای مالی پرداخته و به صورت خاص بر مقوله سیاست‌گذاری پولی با استفاده از این اوراق تأکید می‌شود. یافته‌های این تحقیق نشان دهنده آن است که امکان جایگزینی اوراق قرضه با اوراق استصناع وجود داشته و بانک مرکزی کشور می‌تواند با ورود در بازار ثانویه اوراق استصناع دولت، نسبت به اعمال سیاست‌های مورد نظر اقدام ورزد.

بازمحمدی (۱۳۹۴) الگوی استفاده از اوراق ریالی اجاره طلای بانک مرکزی کشور به عنوان ابزار سیاست‌گذاری پولی را ارائه می‌کند. در این تحقیق ابعاد اقتصادی و فقهی این ابزار مورد بحث قرار گرفته و نشان داده می‌شود امکان استفاده از آن در چارچوب قانون عملیات بانکی بدون ربا وجود دارد.

اسمال (۲۰۱۳) بر استفاده از انواع اوراق غیرانتفاعی جهت سیاست‌گذاری پولی تأکید می‌کند. در این تحقیق سه نوع اوراق بهادار مبتنی بر عقود قرض‌الحسنه، وقف و هبه جهت سیاست‌گذاری پولی تبیین شده و مورد بحث قرار می‌گیرد. در این پژوهش نشان داده می‌شود توسعه انواع اوراق بهادار غیرانتفاعی می‌تواند زمینه ورود بانک مرکزی در بازار مالی جهت سیاست‌گذاری پولی را به خوبی فراهم کند.

ارزیابی تحقیقات گذشته نشان می‌دهد هر چند پژوهش‌های موجود به پیشنهاد ابزارهای جایگزین اوراق قرضه جهت عملیات بازار باز پرداخته‌اند، اما تاکنون تحقیقی که در آن به نقد ابزارهای پیشنهادی توسط سایر محققین از منظر مشروعیت فقهی و کارکردهای اقتصادی پرداخته باشد، انجام نشده است و از این منظر پژوهش حاضر دارای نوآوری به نظر می‌رسد

## ۲. معیارهای اساسی در طراحی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) جهت عملیات بازار باز

در چارچوب بانکداری اسلامی صرفاً ابزارهایی می‌توانند توسط بانک مرکزی جهت عملیات بازار باز مورد استفاده قرار گیرند که از یک طرف از مشروعیت فقهی برخوردار باشند (ضوابط فقهی را تأمین کنند) و از سوی دیگر، از ویژگی‌های اقتصادی و مالی خاصی برخوردار باشند

(ضوابط اقتصادی - مالی را تامین کنند). در ادامه ابتدا به ارزیابی معیارهای فقهی و سپس معیارهای اقتصادی پرداخته می‌شود.

### ۲.۱. معیارهای فقهی

معیارهای فقهی، هم شامل ضوابط عمومی فقهی که در تمامی عقود جریان دارند، می‌گردد (مانند: حرمت ربا) و هم ضوابط اختصاصی قراردادها (مانند: اختصاص مضاربه به تجارت). بنابراین، مشروعیت فقهی، اولین و مهم‌ترین معیاری است که در ارزیابی ابزارهای موجود و یا طراحی ابزارهای جدید جهت عملیات بازار باز باید مورد توجه واقع شود. با توجه به اینکه این معیارها در تحقیقات گذشته (موسویان و میثمی، ۱۳۹۶، ص ۷۷) به صورت مبسوط مورد بحث قرار گرفته‌اند، از تکرار آن‌ها در این قسمت خودداری می‌شود.

### ۲.۲. معیارهای اقتصادی

منظور از معیارهای اقتصادی ضوابطی است که کارکرد و اثربخشی اقتصادی اوراق را تضمین می‌کند. به عبارت دیگر، صرفاً آن دسته از اوراق بهادار بازار پول می‌تواند جهت عملیات بازار باز مورد استفاده واقع شود که ویژگی‌ها و مشخصه‌های خاصی داشته باشد. در ادامه به توضیح برخی از این معیارها پرداخته می‌شود.

#### الف. حداقل ریسک

اولین و مهم‌ترین ویژگی اوراق بهادار قابل استفاده جهت عملیات بازار باز، داشتن «حداقل ریسک<sup>۱</sup>» می‌باشد. در واقع به دلیل آن‌که اوراقی که بانک مرکزی در این عملیات خریداری می‌کند، در ستون دارائی ترازنامه بانک مرکزی وارد می‌شوند، لازم است از ریسک بسیار پائینی برخوردار باشند تا ترازنامه بانک مرکزی با مخاطره مواجه نشود. از طرف دیگر، عملیات بازار باز اساساً فعالیتی در بازار پولی بسیار کوتاه‌مدت با حداقل ریسک می‌باشد (ببندسیل و جابلکی<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱، ص ۳۴).

#### ب. نقدشوندگی

«نقدشوندگی<sup>۳</sup>» سومین ویژگی دارای اهمیت در رابطه با اوراق مبنای عملیات بازار باز می‌باشد. منظور از نقدشونده بودن اوراق بهادار آن است که بتوان آن‌ها را در بازار ثانویه با حداقل هزینه به پول نقد تبدیل نمود. به طور خلاصه می‌توان نقدشوندگی اوراق بهادار را معادل «جانشین نزدیک پول نقد<sup>۴</sup>» بودن آن‌ها در نظر گرفت.

1. Minimum Risk
2. Bindseil and Jablecki
3. Liquidity
4. Near Cash

### پ. دوره زمانی کوتاه‌مدت

سومین مقوله دارای اهمیت در رابطه با اوراق مبنای عملیات بازار باز، «دوره زمانی کوتاه‌مدت»<sup>۱</sup> می‌باشد. در واقع اوراقی به طور عمده توسط بانک‌های مرکزی جهت این عملیات مورد استفاده واقع می‌شوند که سررسید نهایتاً یک ساله داشته باشند. به عبارت دیگر، اوراق بازار پول مناسب عملیات بازار باز هستند و نه اوراق بازار سرمایه (میشکین<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳، ص ۴۲۱).

### ت. نرخ بهره قطعی

داشتن «نرخ بهره قطعی و از پیش تعیین شده»، ویژگی دیگر اوراق قابل استفاده در بازار پول است. در واقع اگر اوراقی که منتشر می‌شود دارای کوپن باشد (از نوع بدون کوپن یا تنزیلی یا بدون نرخ نباشد)، باید نرخ بهره اوراق (نرخ کوپن) به صورت قطعی مشخص بوده و از ابتدای معامله معین باشد. چرا که نبود نرخ بهره قطعی، خود می‌تواند باعث ایجاد ریسک در اوراق گردد.

### ث. قابلیت بلوکه نمودن منابع (امکان قبض و بسط پایه پولی)

ویژگی مهم دیگر در رابطه با اوراق مبنای عملیات بازار باز، امکان یا قابلیت «بلوکه نمودن»<sup>۳</sup> منابع برای بانک مرکزی است. در واقع، عملیات بازار باز بانک مرکزی در بازار بین بانکی، به مقوله «خلق و نابودی پایه پولی»<sup>۴</sup> (پول پر قدرت یا ذخایر بازار پول) از طریق خرید و فروش اوراق مرتبط می‌شود که لازمه آن، امکان‌پذیر بودن بلوکه نمودن ذخایر می‌باشد. به عبارت دیگر، بانک مرکزی باید صرفاً از اوراقی استفاده کند که مثلاً با فروش آن‌ها، بتواند به راحتی منابع نقدی را از بازار بین بانکی خارج نموده و از این مسیر بر نرخ بهره کوتاه‌مدت تاثیر بگذارد.

### ۳. نقد ابزارهای اسلامی پیشنهادی در ادبیات تحقیق جهت عملیات بازار باز

در سه دهه اخیر معدودی از محققان به بحث طراحی اوراق بهادار اسلامی جهت عملیات بازار باز ورود نموده‌اند. هر چند این دسته از پژوهش‌ها تاکنون در عمل تجربه نشده‌اند، اما مبانی نظری آن‌ها قابل نقد و بررسی می‌باشد. در ادامه به ارزیابی و نقد برخی از مهم‌ترین ابزارهای پیشنهادی در تحقیقات پیشین، براساس معیارهای مطرح شده در قسمت قبل پرداخته می‌شود.

1. Short-Term Duration
2. Mishkin
3. Blocking
4. Creating and Destroying Monetary Base

## ۳.۱. صکوک اجاره طلای بانک مرکزی

## الف. تبیین

برخی از محققین جهت عملیات بازار باز، پیشنهاد استفاده از صکوک اجاره طلای بانک مرکزی را مطرح نموده‌اند. این نوع صکوک، در واقع اوراق بهاداری است که با پشتوانه ذخیره طلای مازاد بانک مرکزی انتشار می‌یابد. در این فرایند، بانک مرکزی (بانی) با انتقال مالکیت بخشی از ذخایر مازاد طلای خود (ذخایر طلای غیر پشتوانه پول در جریان) به شرکت ناشر (واسط) در ضمن عقد بیع نقد، به این شرکت اجازه می‌دهد که به میزان برابر با ارزش ریالی ذخایر طلای یاد شده، اوراق اجاره منتشر کند. همزمان، بانک مرکزی مطابق با قرارداد اجاره‌ای که با شرکت ناشر امضا می‌کند، طلای مذکور را با شرایط اجاره به شرط تملیک، به اجاره خود درمی‌آورد. از این رو، هم عین مستاجر (طلا) را در اختیار دارد و هم با پرداخت آخرین اجاره‌بها، مجدداً مالک آن خواهد شد (بازمحمدی، ۱۳۹۴، ص ۱۱).

اوراق ریالی اجاره‌ی طلای بانک مرکزی، ابزاری برای اعمال سیاست پولی انقباضی و انبساطی است. به عبارت دیگر، همواره معادل با ارزش اسمی اوراق در جریان، از منابع پایه پولی (پول پر قدرت) نزد بانک مرکزی مسدود شده یا از افزایش آن به همین میزان کاسته می‌شود. در مقابل، همزمان با بازخرید اوراق، سیاست پولی انبساطی اعمال می‌شود. لازم به ذکر است که بازار اولیه و ثانویه این اوراق می‌تواند بازار بین بانکی کشور باشد. نرخ اجاره اوراق نیز با توجه به سیاست تنظیم بازار پول بانک مرکزی و با هدف علامت‌دهی به سایر بازارها تعیین می‌شود (بازمحمدی، ۱۳۹۴، ص ۱۶).

در تحلیل فقهی این دیدگاه دو مسئله بیان شده است. مسئله اول آن است که بر اساس مبانی فقهی، ماهیت عقد اجاره، مشروط به وجود منفعت می‌باشد؛ چرا که اجاره در واقع، تملیک منفعت است. اما شرط صحت عقد اجاره این نیست که آن منفعت از قبیل منافع متعارف باشد. مستند این بیان، اطلاق ادله صحت عقد اجاره است. به عبارت دیگر، شرط صحت اجاره این نیست که عین مورد اجاره حتماً منفعت مقصود عقلایی داشته باشد؛ بلکه اگر منفعت نادره نیز داشته باشد (ولی غرض عقلایی به اجاره آن تعلق بگیرد)، آن اجاره صحیح خواهد بود. بر همین اساس، گفته می‌شود که شرط صحت اجاره، آن است که سفهی نباشد و برای خروج از سفهی بودن، همین قدر کافی است که غرض عقلایی به اجاره آن تعلق بگیرد، هرچند آن منفعت، از منافع مقصوده و متعارف نباشد (نجفی، ۱۴۱۷ق، ج ۲۷، ص ۲۰۴).

مسئله دوم در رابطه با این اوراق، این پرسش است که: «چه منافی (متعارف یا نادره) برای اجاره طلا توسط بانک مرکزی قابل تصور است که اجاره به لحاظ آن‌ها، صحیح دانسته شود؟».

در پاسخ به این سوال این طور مطرح شده است که هر چند فلز طلا دارای منافعی چون زینت کردن، رسانای قوی و استهلاک بسیار کم است، اما واضح است که این منافع برای بانک مرکزی به عنوان مستأجر، معنا نداشته و لازم است منافعی را ذکر نمود که بانک مرکزی بتواند به لحاظ آن‌ها، طلای فروخته شده به سرمایه‌گذاران را اجاره کند. در این رابطه می‌توان به چهار وجه اشاره نمود که نتیجه پذیرش این وجوه، تصویر نوعی منفعت برای طلای ذخیره‌شده نزد بانک مرکزی است (فیاض، ۱۳۹۳، ص ۱۱).

وجه اول آن که برای صحت اجاره، داشتن منفعت شرط است، اما لازم نیست که ذینفع این منفعت، خود بانک مرکزی باشد. مثلاً پدری برای اینکه فرزندش بتواند ازدواج کند، برایش خانه‌ای اجاره می‌کند. در این عقد اجاره، پدر ذینفع نیست؛ بلکه ذینفع آن فرزند است. به مقتضای عموماً و اطلاعات صحت عقد اجاره، این نوع اجاره نیز صحیح خواهد بود. در موضوع مورد بحث نیز اگر بانک مرکزی با انتشار صکوک، طلای فروخته شده را اجاره کند، در این صورت کاهش حجم نقدینگی و فشارهای تورمی را در پی خواهد داشت که ذینفع آن مردم می‌باشند (فیاض، ۱۳۹۳، ص ۱۲).

وجه دوم آن که در کتب فقهی در بحث اجاره پول و طلا، فقها به منافعی نادره‌ای چون دفع مظنه فقر و کسب اعتبار اشاره می‌کنند. به عنوان مثال صاحب جواهر در این رابطه بیان می‌دارد: «اجاره درهم و دینار، در صورتی جایز است که عین مورد اجاره، علاوه بر بقاء، دارای منافع قابل استفاده باشد؛ هرچند آن منافع، نادر باشند. مانند اجاره طلا برای زینت کردن، دفع مظنه فقر، میزان برای وزن کردن و مانند آن<sup>۱</sup>» (نجفی، ۱۴۱۷ق، ج ۲۷، ص ۳۰۲). در مسأله مورد بحث نیز نفس تسلط بانک مرکزی بر حجم عظیمی از ذخائر طلا در آینده، خود می‌تواند در ایجاد اعتبار لازم برای بانک مرکزی نقش مهمی ایفا کند.

وجه سوم آن که اگر بانک مرکزی صرفاً اقدام به فروش طلا کند (بدون اجاره مجدد)، در آینده اختیاری نسبت به آن‌ها نخواهد داشت. مسلماً وجود حجم عظیمی از طلا در جامعه، موجب مشکلات مختلفی از جمله قاچاق طلا و اخلال در بازار طلا خواهد گردید. این موارد نیز از آثار عین طلا هستند و می‌توان به لحاظ این منافع، در ضمن بیع، همان مقدار از طلا را اجاره کرد. در واقع منفعت اجاره طلا در این موارد، جلوگیری از قاچاق یا اخلال در بازار طلا می‌باشد (فیاض، ۱۳۹۳، ص ۱۱).

۱. «و یجوز استیجار الدرهم و الدنانیر إن تحققت لهما منفعة حکمیة مع بقاء عینهما و إن کانت نادرة و لم یعد إليها غالباً کالزینة، و دفع المرء مظنة الفقر عن نفسه، و الضرب علی سکتها و الوزن بها و نحو ذلك».



وجه چهارم آن که توسعه بازار ابزار صکوک اجاره به بانک مرکزی کمک می‌کند تا بتواند نرخ منابع کوتاه‌مدت در بازار پول که اصطلاحاً «نرخ سود سیاستی» نامیده می‌شود را کشف نموده و با کمک آن به سایر بازارها علامت دهد. این خود منفعتی عقلانی است که از اجاره طلا حاصل می‌گردد (بازمحمدی، ۱۳۹۴، ص ۱۶).

نتیجه آن که اگر هر یک از این موارد چهارگانه به عنوان منفعت عین طلا از منظر عرف ثابت شود، عقد اجاره به لحاظ آن منفعت، صحیح خواهد بود. به عبارت دیگر، از منظر عرف، این فواید نادره نیز مانند تزیین و دفع مظنه فقر است و به لحاظ آن، عقد اجاره صحیح خواهد بود و در نتیجه آن، کل فرآیند صکوک اجاره طلای بانک مرکزی تصحیح می‌گردد.

#### ب. نقد

ابزار صکوک اجاره طلای بانک مرکزی از منظر اقتصادی کاملاً مورد تایید بوده و ویژگی‌های ابزار مناسب برای عملیات بازار باز (مانند: نرخ ثابت و حداقل ریسک) را به خوبی تامین می‌کند. اما از منظر فقهی نمی‌تواند ضوابط اختصاصی عقد اجاره را تامین کند. در واقع هر چند اصل این مسئله که در عقد اجاره طلا ممکن است منافع غیرمتعارف و نادره‌ای وجود داشته باشد و فقهای اسلامی وقوع عقد اجاره بر اساس چنین منافعی را نیز تامین می‌کنند، اما مشکل آنجاست که منافع ذکر شده برای بانک مرکزی هیچکدام در عرف تخصصی بانکداران و بانکداران مرکزی وجود نداشته و قابل پذیرش نمی‌باشند. به عبارت دیگر، هر چهار وجه ذکر شده به لحاظ فقهی قابل نقد هستند.<sup>۱</sup>

وجه اول (کاهش حجم نقدینگی در اثر اجاره طلا) قابل پذیرش نیست. زیرا صکوک اجاره طلا دارای دو پایه می‌باشد. یکی فروش نقد طلا توسط بانک مرکزی و دیگری اجاره مجدد آن. جمع‌آوری نقدینگی در اثر پایه اول (فروش نقد طلا) اتفاق می‌افتد و نه در اثر اجاره آن. به عبارت دیگر، اگر بانک مرکزی فقط عقد اجاره را منعقد می‌نمود (مثلاً با ورود در بازار یک تن طلا اجاره می‌کرد)، این عمل هیچ اثری بر کاهش پایه پولی نداشته و بلکه به اندازه اجاره‌بهای پرداختی به پایه

۱. در اینجا لازم است به یک نکته اشاره شود و آن اینکه طبق تعریف مشهور فقها، اجاره «تملیک منفعت در برابر عوض» می‌باشد. مطابق این تعریف، وجود منفعت قبل از عقد، یکی از مقومات عقد اجاره به شمار می‌آید. به عبارت دیگر، لازمه تملیک منفعت، این است که در رتبه قبل از عقد، عین دارای منافع باشد (متعارف یا نادره) که بتواند به لحاظ آن‌ها، متعلق اجاره واقع شود. بنابراین، اگر عین (فی حد نفسه) منفعتی نداشته باشد، در این صورت تملیک منفعت، معنا نخواهد داشت؛ هر چند که عقد موجب انتفاع برای خود فرد یا دیگران شود؛ و الا لازمه‌اش این است که اجاره هر چیزی (حتی مواردی که عین مسلوب‌المنفعه است) صحیح باشد که هیچ فقیهی این مسئله را نمی‌پذیرد.

پولی (و به میزان بیشتری به نتیجه نقدینگی) اضافه می‌گردید. بنابراین، کاهش نقدینگی ارتباطی با عقد اجاره نداشته و نمی‌تواند منفعتی نادره برای اجاره طلا به حساب آید.

وجه دوم (ایجاد اعتبار در اثر نفس تسلط بانک مرکزی بر طلا) نیز قابل پذیرش نیست. زیرا در این شیوه بانک مرکزی عملاً (و به لحاظ حقوقی) طلائی که مالک بوده است را برای مدتی (مثلاً یک سال) به افرادی می‌فروشد و خود مستاجر آن‌ها می‌گردد و این نه تنها اعتبار این بانک را نزد سایر بانک‌های مرکزی تقویت نمی‌کند، بلکه ممکن است آن را تضعیف نیز بنماید. زیرا آنچه در عرف بین‌الملل برای بانک‌های مرکزی اعتبار ایجاد می‌کند، حجم ذخایر طلائی است که در تملیک خود دارند و نه طلائی که آن را اجاره کرده‌اند. علاوه بر این، ممکن است (ولو با احتمال بسیار کم)، به دلیل مشکلاتی در طول مدت اجاره، طلائی فروخته شده مجدداً به بانک مرکزی بازنگردد و این خود نوعی ریسک به حساب آمده و بانکی که این ریسک را می‌پذیرد، عملاً از اعتبارش کاسته می‌گردد.

وجه سوم بیان می‌دارد که اجاره طلا باعث کاهش حجم طلا در جامعه شده و از این طریق از قاچاق، اخلال در بازار و غیره می‌کاهد و این موارد از منافع و آثار عین طلا هستند. این استدلال نیز قابل پذیرش نیست. زیرا منفعتی چون جلوگیری از قاچاق، ناشی از عین طلا نیست (حاصل از منافع عین در رتبه قبل از عقد نمی‌باشد)؛ بلکه ناشی از میزان طلائی خریداری یا اجاره شده در عمل است. مثلاً اگر میزان طلائی که بانک مرکزی اجاره می‌کند کم باشد، آنگاه در قاچاق و تنظیم بازار اثری نخواهد داشت. بنابراین، عین طلا در بود یا نبود منفعت مذکور تأثیری ندارد؛ بلکه حجم معاملات است که منفعت مذکور را ایجاد می‌کند.

وجه چهارم (نقش صکوک اجاره طلا در کشف نرخ سود سیاستی) نیز به عین طلا و اجاره آن مرتبط نبوده و به شیوه اجرا (میزان طلائی اجاره شده، شیوه حراج و غیره) مرتبط می‌گردد. در واقع نرخ وجوه سیاستی زمانی کشف می‌گردد که انواع مختلف صکوک اجاره طلا در سررسیدهای گوناگون توسط بانک مرکزی منتشر شده و در بازار خرید و فروش گردد. این مسئله به عین طلا در رتبه قبل از عقد مرتبط نبوده و منفعتی است که از شیوه مدیریت ابزار در عمل حاصل می‌شود.

### ۳.۲. اوراق غیرانتفاعی دولت یا بانک مرکزی (شامل صکوک قرض‌الحسنه و وقف)

#### الف. تبیین

برخی از محققین در تلاش برای طراحی ابزارهای جایگزین اوراق قرضه جهت عملیات بازار باز، پیشنهاد استفاده از ابزارهای غیرانتفاعی اسلامی (مانند: اوراق قرض‌الحسنه و اوراق وقف) را مطرح نموده‌اند. در این رابطه برخی پیشنهاد انتشار مستقیم اوراق غیرانتفاعی توسط بانک مرکزی را مطرح نموده (عربی و معارفی، ۱۳۸۹، ص ۲۲) و گروه دیگر، بر انتشار اوراق غیرانتفاعی توسط دولت

در بازار اولیه و ورود بانک مرکزی در بازار ثانویه اوراق جهت عملیات بازار باز تاکید کرده‌اند (اسمال، ۲۰۱۳، ص ۲۲).

تصویر بحث برای اوراق قرض الحسنه (در هر دو پیشنهاد) بدین صورت است که دولت یا بانک مرکزی و یا دولت اوراق بهاداری براساس قرارداد قرض بدون بهره منتشر نموده و به موجب قرارداد، به میزان ارزش اسمی اوراق از خریداران صکوک استقراض می‌کنند. در این شرایط دولت یا بانک مرکزی به میزان مبلغ استقراض شده به دارندگان صکوک بدهکار شده و باید در سررسید معین یا عندالمطالبه، منابع را به دارندگان اوراق بازگردانند. لازم به ذکر است که وجوه جمع‌آوری شده جهت عملیات بازار باز انقباضی، نزد بانک مرکزی مسدود می‌گردد.

هر چند به این اوراق بهره‌ای تعلق نمی‌گیرد و خریدار این اوراق باید با نیت خیرخواهانه و کمک به کنترل تورم اقدام به خرید این اوراق نماید، اما دولت یا بانک مرکزی می‌تواند به قید قرعه جوایز نقدی و یا غیرنقدی بین دارندگان اوراق توزیع نموده و از این طریق عملاً انگیزه خریداران اوراق را تقویت نمایند (عربی و معارفی، ۱۳۸۹، ص ۲۴).

تصویر پیشنهادی برای اوراق وقف (که توسط برخی محققین اهل سنت مطرح شده) بدین صورت است که بانک مرکزی و یا دولت اقدام به انتشار «اوراق وقف بانک مرکزی» جهت کنترل تورم نموده و آن را در اختیار واقفان علاقه‌مند قرار می‌دهد. در این شرایط خریداران اوراق عملاً پول خود را وقف نموده و آن را جهت کنترل تورم در اختیار بانک مرکزی قرار می‌دهند (اسمال، ۲۰۱۳، ص ۲۲؛ الزحیلی، ۱۴۰۵، ج ۱، ص ۸۲).

#### ب. نقد

اوراق قرض الحسنه بدون جایزه از منظر فقهی کاملاً مورد تأیید می‌باشد و تمامی ضوابط عمومی و اختصاصی قراردادها را تامین می‌کند. اما از منظر اقتصادی اولاً، مهم‌ترین ویژگی اقتصادی اوراق مبنای عملیات بازار باز، یعنی نرخ سود ثابت و از پیش تعیین شده، را تامین نمی‌کند. ثانیاً، مخصوص گروه خاصی از افراد جامعه (افراد دارای انگیزه‌های غیرانتفاعی) بوده و عمومیت ندارد. ثالثاً، موفقیت این اوراق نیازمند آن است که خیران، در بین شیوه‌های مختلفی که جهت استفاده غیرانتفاعی از منابع خود دارند (مانند ساخت مدرسه، بیمارستان و غیره)، به بانک مرکزی اعتماد نموده و منابع خود را جهت کنترل تورم در اختیار این بانک قرار دهند که این خود محل بحث است.

اوراق قرض الحسنه با جایزه، علاوه بر چالش‌های مذکور در اوراق قبل، با مسائل دیگری نیز روبرو می‌باشد. چرا که اولاً، توسعه این شیوه روحیه بخت‌آزمایی را در جامعه تقویت می‌کند که این

با روح بانکداری اسلامی چندان سازگار نیست. ثانیاً، گرچه بانک مرکزی با فرد فرد خریداران اوراق شرط جایزه نکرده است و نسبت به آن‌ها وظیفه ندارد (و به همین دلیل اکثر فقها آن را جایز می‌دانند)، اما در برابر مجموع خریداران اوراق وظیفه پرداخت جایزه دارد. به طوری که اگر یک سال نسبت به پرداخت جایزه اقدام نکند، مردم می‌توانند علیه بانک مرکزی شکایت کنند. لذا در کل قرض همراه با شرط ضمنی زیاده نسبت به عموم قرض‌گیرندگان صورت می‌پذیرد که شبیهناک است. ثالثاً، مشارکت تعداد زیادی از افراد در فرآیند قرض‌الحسنه (کمک به بانک مرکزی) و اختصاص جوایز به گروه خاصی از آن‌ها صرفاً براساس قرعه، از منظر شرعی چندان دارای توجیه نیست (یسری، ۲۰۰۱، ص ۳۶۷).

اوراق وقف بانک مرکزی نیز از منظر فقهی و اقتصادی با چالش‌های جدی مواجه است. به لحاظ اقتصادی این اوراق تقریباً تمامی اشکالات مطرح شده در رابطه با اوراق قرض‌الحسنه بدون جایزه را در خودجا می‌دهد. از منظر فقه امامیه نیز وقف پول با چالش مواجه بوده و اکثر فقها آن را نمی‌پذیرند.

در تحلیل فقهی مقوله وقف پول می‌توان این طور بیان نمود که مشهور فقهای امامیه چهار شرط را برای مالی که وقف می‌شود بیان می‌دارند که عبارت‌اند از: عین بودن، قابلیت بقاء عین همراه با انتفاع، مالکیت واقف نسبت به مال و وجود امکان اقباض (نجفی، ۱۴۱۷ق، ج ۶، ص ۱۳؛ محقق حلی، ۱۴۰۹ق، ج ۴، ص ۲۳). در وقف پول، دو شرط دوم (مالکیت واقف و وجود امکان اقباض)، به لحاظ عرفی می‌تواند وجود داشته باشد. اما در رابطه با دو شرط اول (عین بودن و قابلیت بقاء همراه با انتفاع)، مشهور فقها معتقدند که این دو شرط (به ویژه امکان بقاء همراه با انتفاع) در رابطه با پول قابل تصور نیست (محقق حلی، ۱۴۰۹ق، ج ۴، ص ۲۳).

در این رابطه برخی از محققین تلاش نموده‌اند تا بین مفهوم «وقف عین» و «وقف اصل» تفکیک قائل شوند. براساس این دیدگاه، آنچه در وقف به لحاظ شرعی لازم است رعایت شود، مسئله «حبس اصل» می‌باشد و نه صرفاً «حبس عین». به عبارت دیگر، در کل دو نوع حبس در وقف قابل تصور است؛ یکی حبس عین مال، که مخصوص عروض (کالاها) می‌باشد و دیگری حبس مالیت مال (قدرت خرید مال)، که مخصوص نقود می‌باشد. بنابراین، در وقف عروض، بقای رقبه مال (عین مال) با وجود انتفاع، شرط است؛ ولی در وقف نقود، بقای مالیت مال با وجود انتفاع، شرط می‌باشد. از این رو، در رابطه با پول اعتباری که عین آن (کاغذ پول) اهمیتی نداشته و قدرت خرید این کاغذ مورد توجه نگه‌دارنده می‌باشد، اگر بتوان از آن به نحوی استفاده کرد که این قدرت خرید محفوظ باشد و در عین حال منفعی از این پول ایجاد گردد (مثلاً این وجوه وقفی در صندوقی قرار گرفته و با استفاده از آن به افراد قرض‌الحسنه داده شود)، می‌توان این منافع را وقف نمود

(دادگر و سعادت‌فر، ۱۳۸۶، ص ۱۶؛ مصباحی‌مقدم و دیگران، ۱۳۸۸، ص ۱۳). اما به نظر می‌رسد این دیدگاه دارای اشکال می‌باشد. چرا که در پول اعتباری به محض اینکه کسی پول اعتباری را به کسی قرض بدهد، اصل مال از بین می‌رود و این با ماهیت وقف (تحبیس الاصل) منافات دارد. اگر هم گفته شود قرض‌گیرنده معادل آن را بر عهده می‌گیرد (بر ذمه‌اش قرار می‌گیرد) جواب داده می‌شود که معادل و مثل در پول درهم و دینار و حتی در سایر کالاها (مانند: گندم و جو) نیز متصور است. پس با این بیان، همه اشیا قابل حبس اصل بوده و لذا قابلیت وقف خواهند داشت که هیچ فقیه‌ی به این تالی فاسد معتقد نیست.

حتی اگر هم فرض شود که بتوان مبنایی فقهی برای وقف پول پیدا نمود، باز هم امکان استفاده از اوراق وقف بانک مرکزی وجود ندارد. چرا که مشهور فقها و مراجع تقلید فعلی با وقف پول مخالف هستند (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۴۹۱) و با وجود این مخالفت، بانک مرکزی نمی‌تواند این شیوه را به عنوان ابزار سیاست پولی در سطح عمومی (کل کشور) مورد استفاده قرار دهد.

### ۳.۳. اوراق مشارکت دولت یا بانک مرکزی

#### الف. تبیین

انتشار اوراق مشارکت توسط دولت یا بانک مرکزی، ابزار دیگری است که جهت جایگزینی اوراق قرضه در عملیات بازار باز بانک مرکزی پیشنهاد شده است. به جرات می‌توان گفت که تقریباً در تمامی تحقیقاتی که به موضوع طراحی ابزارهای جایگزین جهت عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی پرداخته‌اند، به ابزار اوراق مشارکت اشاره شده است (مقدسی، ۱۳۷۳، ص ۱۵؛ موسویان، ۱۳۷۸، ص ۱۷).

تصویر استفاده از اوراق مشارکت دولت جهت عملیات بازار باز بدین صورت است که دولت جهت تأمین مالی یک یا چند طرح اقتصادی، اوراق مشارکت در سرمایه‌گذاری منتشر کرده و توسط نظام بانکی به عموم مردم به فروش می‌رساند. بانک‌های تجاری و مردم با خرید این اوراق، در مالکیت طرح یا طرح‌های مورد نظر با دولت شریک شده و به تبع آن در سود حاصل از فعالیت‌های اقتصادی آن طرح نیز سهیم می‌گردند. دولت در طول مشارکت می‌تواند به خریداران اوراق سود علی‌الحساب (تحت عنوان هبه یا قرض‌الحسنه) بپردازد و در پایان دوره مشارکت نیز سهم دارندگان اوراق را به نحوی خریداری نماید که به سود مورد نظر دست یابند (نودهی، ۱۳۸۷، ص ۱۷؛ فراهانی‌فرد، ۱۳۹۱، ص ۱۷۶).

تصویر استفاده از اوراق مشارکت بانک مرکزی جهت عملیات بازار باز بدین صورت است که بانک مرکزی بر روی مجموعه‌ای از طرح‌های اقتصادی و فعالیت‌های سوددهی که در داخل و خارج از کشور دارد، اقدام به انتشار اوراق مشارکت نموده و به جمع‌آوری منابع نقدی عموم مردم اقدام

می‌نماید. در این شرایط خریداران اوراق به صورت موقت شریک بانک مرکزی در فعالیت‌های سوددهی که دارد، می‌گردند. این شیوه در عمل نیز در کشورهای ایران و سودان جهت عملیات بازار باز استفاده شده است (نظریور، ۱۳۹۲، ص ۲۵۹).

#### ب. نقد

اوراق مشارکت دولت یا بانک مرکزی به هیچ عنوان ابزار مناسبی برای جایگزینی اوراق قرضه جهت عملیات بازار باز به حساب نمی‌آید. چرا که هر چند اگر مشارکت به صورت صحیح بین دولت و بانک مرکزی از یک سو و خریداران اوراق از سوی دیگر واقع شده و طرفین به ضوابط اختصاص عقد شرکت پایبند باشند، مشکل فقهی در این ابزار قابل تصور نیست، اما از لحاظ اقتصادی و کارکردی این ابزار با چالش‌های جدی مواجه است.

چالش‌های اقتصادی در رابطه با اوراق مشارکت دولت جهت عملیات بازار باز شامل چند مورد می‌گردد. اولاً، براساس تعریف عملیات بازار باز زمانی معنا می‌یابد که بانک مرکزی بتواند منابع جمع‌آوری شده در اثر انتشار اوراق را از اقتصاد خارج کند (بلوکه نماید)، در حالی که به نظر می‌رسد در اوراق مشارکت معمولاً این اتفاق نمی‌افتد. ثانیاً، مهم‌ترین ویژگی ابزار عملیات بازار حداقل بودن ریسک آن است. در حالی که عقد شرکت ذاتاً دارای انواعی از ریسک‌ها بوده و برخی از آن‌ها قابل مدیریت نیستند. ثالثاً، عملیات بازار باز، ابزار بازار پول است و نه بازار سرمایه. به همین دلیل باید نرخ سود قطعی و از پیش تعیین شده داشته باشد. در حالی که به اتفاق نظر فقهای شیعه و اهل سنت، به هیچ عنوان نمی‌توان در عقد شرکت، قبل از معامله نرخ سود را به صورت قطعی تعیین نمود. بلکه باید پروژه مبنای مشارکت طرفین اجرایی شده و سود آن معین گردد. رابعاً، معمولاً پروژه‌های اقتصادی که می‌توانند مبنای مشارکت اقتصادی قرار گیرند، میان‌مدت یا بلندمدت هستند و در کوتاه مدت به نتیجه نمی‌رسند که این با ماهیت عملیات بازار باز که بعضاً شبانه، یک روزه، هفتگی و یا ماهانه انجام می‌شود، ناسازگار است.

اوراق مشارکت بانک مرکزی جهت عملیات بازار باز، علاوه بر چالش‌های ذکر شده در رابطه با اوراق مشارکت دولت، با دو چالش جدی دیگر نیز مواجه است. چرا که بانک مرکزی، اساساً بانک تجاری نبوده و حجم فعالیت‌های اقتصادی سودآوری که دارد بسیار محدود است و در اکثر موارد این فعالیت‌ها به اندازه‌ای نیست که پوشش اوراق مشارکت مورد نیاز جهت عملیات بازار باز (که معمولاً در ارقام بالا انجام می‌شود) را بدهد. مثلاً ممکن است حجم کلیه فعالیت‌های سود ده بانک مرکزی در دوره‌ای خاص در حد چند صد میلیارد تومان باشد، در حالی که حجم انتشار اوراق در یک دوره، می‌تواند حدود سه هزار میلیارد تومان باشد.

### ۳.۴. اوراق مشارکت در منفعت بانک مرکزی

#### الف. تبیین

اوراق مشارکت در منفعت بانک مرکزی ابزار دیگر پیشنهادی جهت عملیات بازار باز می‌باشد. در این شیوه بانک مرکزی اقدام به انتشار اوراق بر روی منافع دارایی‌های خود نموده و از این طریق به جمع‌آوری نقدینگی می‌پردازد. در این شیوه خریداران اوراق، در منفعت دارایی‌های بانک مرکزی شریک می‌گردند. بنابراین، دارندگان اوراق، در اصل دارایی‌های بانک مرکزی شریک نمی‌باشند و فقط در منفعت‌های احتمالی حاصل از مالکیت شریک هستند. این شیوه در کشور سودان عملیاتی شده است (نظریور، ۱۳۹۲، ص ۲۶۹).

برخی دیگر از محققین جهت تقویت فقهی این ابزار، پیشنهاد استفاده از عقد صلح جهت شراکت افراد در منافع دارایی‌های بانک مرکزی (بدون شراکت در مالکیت) را مطرح کرده‌اند. براساس این پیشنهاد، از طرفی هیچ‌گونه انتقال مالکیت و مدیریتی در دارایی‌های مؤثر رخ نمی‌دهد و قاعده‌های حقوقی مضاعفی پدید نمی‌آید و از طرفی، اوراق مشارکتی در اختیار بانک مرکزی قرار می‌گیرد که بر اساس آن می‌تواند به اعمال سیاست‌های پولی خود اقدام کند و هنگام اتخاذ سیاست انقباضی، وجوه حاصل از فروش اوراق را مسدود کند (نودهی، ۱۳۸۷، ص ۱۹).

تصویر استفاده از عقد صلح در این پیشنهاد بدین صورت است که هر یک برگ اوراق، بیان‌گر سهم و درصدی از منفعت دارایی‌های پیش‌گفته (تا زمانی معین یا فاقد زمان معین) است که دارنده برگ در ازای پرداخت مبلغی مشخص از آن بهره‌مند می‌شود. به عبارت دیگر، بانک مرکزی براساس عقد صلح و در قبال دریافت مبلغی معین، خریداران اوراق را در منافع آتی دارایی‌هایی که دارد شریک می‌کند (نودهی، ۱۳۸۷، ص ۲۲).

#### ب. نقد

اوراق مشارکت در منفعت بانک مرکزی از منظر فقهی و اقتصادی قابل نقد می‌باشد. از منظر اقتصادی این اوراق نیز مشابه اوراق مشارکت، دارای ریسک بوده و نرخ سود قطعی و از پیش تعیین شده ندارد. لذا ابزاری مناسب جهت بازار پول و سیاست‌گذاری پولی به حساب نمی‌آید.

از منظر فقهی نیز اشکالات جدی به این ابزار وارد است. به طور مشخص در این الگو، خریداران اوراق در مالکیت دارائی پایه شریک نشده و فقط در منافع حاصل از آن شریک می‌گردند. یعنی شرکتی که بین بانک مرکزی و دارندگان اوراق شکل می‌گیرد، از نوع مشارکت در منفعت می‌باشد که از منظر فقه امامیه قابل نقد است. به این معنا که نمی‌توان رأس‌المال عقد مشارکت را منافع قرار داد و لذا، مثلا دو نفر نمی‌توانند منافع خانه‌هایشان را با هم شریک شوند تا سهم هر نفر، نصف مجموع منافع باشد. این مطلب به خوبی توسط فقها مورد بحث واقع شده است. به عنوان نمونه،

صاحب عروه با توجه به این شرط در عقد شرکت می‌نویسد: «شرکت عقدی جز در اموال و بلکه اعیان صحیح نیست. بنابراین، شرکت در دیون و یا در منافع صحیح نمی‌باشد» (یزدی، ۱۴۲۸ق، ج ۲، ص ۶۹۹).

بنابراین، اوراق مشارکت در منفعت بانک مرکزی که برای حل مشکل شرعی عملیات بازار باز متعارف طراحی شده است، از نوع مشارکت اموال بین دو یا چند نفر به منظور دستیابی به سود نمی‌باشد؛ بلکه شریک کردن یک فرد در اموال (عیون یا منافع) دیگری است که از منظر فقهی قابل تأیید نمی‌باشد. امام خمینی (ره) در این رابطه تأکید می‌کند: «این امر را تشریح می‌گویند که به هیچ‌وجه ارتباطی به شرکت عقدی ندارد» (امام خمینی، ۱۳۶۳، ج ۴، ص ۴۱).

تصویر استفاده از عقد صلح جهت حل مشکل فقهی اوراق مشارکت در منفعت نیز قابل پذیرش نیست. چرا که ضابطه اصلی در عقد صلح آن است که مورد مصالحه خلاف ضوابط عمومی قراردادها (مانند: اکل مال به باطل و حرمت ربا) نباشد. از این رو، نمی‌توان معامله‌ای ربوی را با تغییر عنوان قرارداد به صلح، مشروع نمود.

در رابطه با اوراق پیشنهادی نیز قواعدی چون تابعیت نماء از اصل، به این نتیجه می‌انجامد که چون بانک مرکزی مالک اصلی دارایی‌ها می‌باشد، منافع آن‌ها نیز متعلق به بانک مرکزی می‌باشد و دلیلی شرعی (مانند اجاره) برای انتقال این منافع به غیر نیز موجود نیست. لذا، اینکه اصل مال به یک شخص تعلق داشته باشد، ولی بخشی از منافع آن به شخص دیگری اختصاص یابد، وارد در مقوله اکل مال به باطل می‌گردد. علاوه بر این، بحث حيله ربا بودن این شیوه نیز جدی به نظر می‌رسد. چرا که خریداران اوراق صرفاً منابعی در اختیار بانک مرکزی قرار می‌دهند و علاوه بر اصل، بخشی از منافع دارایی‌های بانک مرکزی را نیز مطالبه می‌نمایند که شبهه قرض مشروط به پرداخت زیاده، در رابطه با آن جدی به نظر می‌رسد.

#### ۴-۵- اوراق جعاله بانک مرکزی

##### الف- تبیین

برخی از محققین به منظور طراحی اوراق بهادار بانک مرکزی جهت عملیات بازار باز، استفاده از عقد جعاله را پیشنهاد داده‌اند و این راهکار توسط بانک مرکزی اندونزی، به عنوان ابزاری اسلامی عملیاتی شده است. تصویر راهکار به این صورت است که: «بانک مرکزی اعلام می‌کند که هر کس پولش را جهت کنترل تورم در مدت معینی از چرخه اقتصاد خارج کند، به او جُعَل و پاداش می‌دهم. آنگاه بانک مرکزی خود از طرف متقاضیان جعاله، وکیل می‌گردد که منابع نقدی را گرفته و از چرخه اقتصاد خارج کند و در مقابل، اوراقی که معادل پول دریافتی و جُعَل آن است، به آن‌ها پرداخت می‌کند» (عربی و معارفی، ۱۳۸۹، ص ۱۵).



از نظر اقتصادی، این اوراق از قابلیت بالایی جهت جایگزینی اوراق قرضه در عملیات بازار باز دارد. چرا که این اوراق، صرفاً برای سیاست‌های پولی منتشر شده و بانک مرکزی به راحتی با استفاده از این اوراق، می‌تواند پول به دست آمده را برای اجرای عملیات انقباضی مسدود کند. از طرفی از آن‌جا که سود و پاداش اوراق، صرفاً با توجه به ملاحظه‌های اقتصادی تعیین می‌شود و هیچ‌گونه ارتباطی با بازدهی و بخش واقعی اقتصاد ندارد، دست بانک مرکزی در انتشار اوراق جعاله با سرسیدها و نرخ‌های سود گوناگون، کاملاً باز می‌باشد. تضمین بازپرداخت سود اوراق نیز می‌تواند بر عهده دولت واقع شود (عربی و معارفی، ۱۳۸۹، ص ۲۲).

#### ب- نقد

این راهکار از منظر اقتصادی با اشکال جدی مواجه نبوده و تقریباً تمامی معیارهای اقتصادی اوراق مناسب برای عملیات بازار باز را تامین می‌کند. اما اشکال اصلی این ابزار، عدم تامین برخی ضوابط عمومی قراردادها (مانند حرمت ربا) و نیز ضوابط اختصاصی عقد جعاله در فقه اسلامی می‌باشد. از منظر فقهی در جعاله لازم است جُعل صرفاً با توجه به کار انجام شده تعیین گردد. در حالی که در راهکار پیشنهادی، کاری که خریداران اوراق جعاله انجام می‌دهند صرفاً دادن یک اجازه به بانک مرکزی جهت مسدود نمودن اموالشان می‌باشد. حال سوال این است که آیا ارزش خود این عمل (بدون توجه به مبلغ پول) به اندازه‌ای هست که در مقابل آن بانک مرکزی سود قابل توجهی بپردازد؟ علاوه بر این، پذیرش این راهکار تالی فاسدی در عقد قرض به همراه خواهد داشت. به این صورت که مثلاً فردی به فرد دیگر بگوید: هر کس فعل پرداخت یک میلیون تومان به من جهت تولید کالایی خاص را انجام دهد، در مقابل به او جعلی معادل یک میلیون و دویست هزار تومان بعد از دو ماه خواهم پرداخت. در حالی که نه عرف ارزش این عمل را این مقدار می‌داند و نه اینکه مشهور فقها چنین رابطه‌ای را می‌پذیرند.

این راهکار موضوع جدیدی نبوده و فقها در کتب فقهی در بحث حیل ربا آن را مورد بررسی و نقد قرار داده‌اند. به طور مشخص شهید صدر (ره) ضمن نقد استفاده از راهکار جعاله، به عنوان یکی از حیل ربای قرضی، اشکال می‌کند که: «از نظر عرفی، جعاله در جایی معنا دارد که جُعل در برابر عمل و کار قرار گیرد و نه در برابر مال. در حالی که از نظر عرفی، چنین مبلغ افزوده‌ای در برابر همان وام نهاده می‌شود و نه کار وام دادن..... در واقع در جعاله دو پایه اساسی وجود دارد. یکی دستور انجام کار و دیگری، مبلغی که در برابر آن کار، قرار داده می‌شود. آنچه سبب ضمان می‌شود، همان پایه نخست است. به عبارت دیگر، ضمان در جعاله، از نوع ضمان انجام کار می‌باشد» (صدر، ۱۴۱۰ق، ص ۱۶۹). بنابراین، صرف استفاده نکردن از پول نقد، عمل محترمی که به لحاظ

فقهی بتواند در مقابل جُعل قرار گیرد به حساب نیامده و این رابطه در واقع (و در نظر عرف) همان قرض همراه با زیاده است که صرفاً با صورت جعله اجرا می‌شود.

#### ۴-۶- اوراق استصناع بانک مرکزی

##### الف- تبیین

تبیین این راهکار بدین صورت است که بانک مرکزی در شرایطی که نیاز به اعمال سیاست‌های انقباضی پولی دارد، اقدام به انتشار صکوک استصناع نموده و موضوع این قراردادهای ساخت ساختمان برای بانک مرکزی می‌باشد. در این شرایط بانک مرکزی اقدام به ساختن ساختمان‌های جدیدی نموده و طی قراردادی، سفارش ساخت آن را به پیمانکاری می‌دهد و بر مبنای هر مرحله از اجرای آن، اقدام به انتشار «اوراق استصناع» نموده و اوراق مذکور را در بازار سرمایه توزیع می‌نماید و از این طریق به جمع‌آوری نقدینگی از اقتصاد اقدام می‌ورزد (نظریور و حقیقی، ۱۳۹۲، ص ۲۷۵).

##### ب- نقد

هر چند این راهکار از منظر فقهی اشکال جدی ندارد، اما از منظر اقتصادی و کارکردی از ضعف‌های بسیار جدی رنج می‌برد. چرا که اولاً، بانک مرکزی بانک تجاری نیست که نیاز به تعداد زیادی ساختمان داشته باشد. لذا نیاز بانک مرکزی به ساختمان، زمین و غیره، نهایتاً در حد چند میلیارد تومان است در حالی که حجم اوراق مورد نیاز برای هر مرتبه عملیات بازار باز، در حال حاضر در کشور ایران حدود سه هزار میلیارد تومان است.

ثانیاً، عملیات بازار باز زمانی معنی دارد که بتوان منابع جمع‌آوری شده از عموم مردم را بلوکه نمود. در حالی که در این پیشنهاد بانک مرکزی منابع جمع‌آوری شده را در اختیار پیمانکاران جهت ساخت ساختمان‌های مورد نیاز قرار می‌دهد و لذا منابع مجدداً به اقتصاد باز می‌گردد و عملیات بازار باز بی معنی می‌گردد. ثالثاً، عملیات بازار باز، عملیاتی در بازار پول است و باید اوراق مذکور در بازار بین بانکی توزیع شود و نه در بازار سرمایه. چرا که ماهیت ریسک، بازده، نقدینگی و غیره در این دو بازار کاملاً متفاوت است.

#### ۴-۷- ورود بانک مرکزی در بازار سرمایه

##### الف- تبیین

پیشنهاد دیگر مطرح شده توسط برخی از محققین جهت اجرای عملیات بازار باز، ورود بانک مرکزی در بازار سرمایه می‌باشد. این دسته از محققین اعتقاد دارند که بانک مرکزی می‌تواند، همانند بازار پول، در بازار سرمایه نیز وارد شده و به اعمال سیاست‌های پولی مورد نظر خود بپردازد. در واقع بانک مرکزی هم می‌تواند به صورت مستقیم و بی‌واسطه وارد بازار سرمایه شده و به خرید و فروش

اوراق بهادار اسلامی موجود در بازار سرمایه پردازد و هم می‌تواند این عملیات را به صورت غیرمستقیم و از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک انجام دهد.

در این دیدگاه سازوکار اعمال سیاست پولی از طریق بازار سرمایه در اقتصاد می‌تواند دو مزیت عمده برای اقتصاد به دنبال داشته باشد. اولاً، می‌تواند نوسان را در قیمت‌های اوراق موجود در بازار سرمایه (به خصوص اوراق سهام) تحت تأثیر قرار داده و این امر باعث می‌شود که بهره‌وری بنگاه‌های موجود در بازار سرمایه و رشد اقتصادی تحت تأثیر واقع شود. ثانیاً، چون بازار سرمایه (سهام)، استعداد بوجود آوردن «حباب» را دارا می‌باشد، سیاستگذاران بانک مرکزی می‌توانند نوسان قیمت‌های اوراق سهام و سایر اوراق بهادار موجود در این بازار را بررسی کنند و در صورت وجود حباب، برای جلوگیری از آشفتگی در بازارهای مالی (که باعث به وجود آمدن شکاف بین فعالیت‌های بخش واقعی و بخش مالی می‌شوند) در بازار سرمایه دخالت کنند. بنابراین، اعمال سیاست پولی توسط بانک مرکزی در قالب عملیات بازار باز در بازار سرمایه، می‌تواند به عنوان یک اقدام احتیاطی که نوسانات شدید در قیمت دارایی‌ها را کاهش می‌دهد، در نظر گرفته شود (نظریور و حقیقی، ۱۳۹۲، ص ۲۸۵).

#### ب- نقد

این پیشنهاد نیز هر چند از منظر معیارهای فقهی اشکال خاصی ندارد، اما از منظر معیارهای اقتصادی و کارکردی دارای اشکالات جدی می‌باشد. اولین چالش این راهکار آن است که بانک مرکزی را به بازیگری در بازار سرمایه تبدیل می‌کند. در حالی که محل اعمال سیاست‌های پولی در تمامی کشورها، بازار بین بانکی و پول است و نه بازار سرمایه. بنابراین، اینکه بانک مرکزی در بازار سرمایه، که عمده ابزارهای موجود در آن دارای ریسک و میان‌مدت (یا بلندمدت) بوده و از طرفی نقدشوندگی آن‌ها نیز تضمین شده نبوده و تابع شرایط بازار است، با منطق عملیات بازار باز سازگار نیست. علاوه بر این، تجارب سایر کشورها نیز به ندرت موردی را نشان می‌دهد که بانک مرکزی جهت اجرای عملیات بازار باز در بازار سرمایه وارد شود (عملیات بازار باز معمولاً در بازار بین بانکی انجام می‌گیرد).

آخرین نکته در رابطه با این پیشنهاد، عدم امکان‌پذیری آن در نظام مالی کشور است. چرا که در حال حاضر بازار مالی کشور بانک محور بوده و حجم بازار سرمایه از تامین مالی خیلی کم است. لذا این بازار اساساً کشش ورود بانک مرکزی و خرید و فروش عمده (در حد چند هزار میلیارد تومان) در این بازار را ندارد.

## ۵- ارزیابی و نقد تجربه کشورهای مختلف در استفاده از ابزارهای اسلامی جهت عملیات بازار باز

ارزیابی تجارب کشورهای مختلف نشان می‌دهد که هر چند بانک‌ها و موسسات مختلف اسلامی در بسیاری از کشورهای اسلامی و حتی غیر اسلامی تشکیل شده‌اند، اما به دلیل آنکه معمولاً بانکداری اسلامی در اکثر کشورها در فضای دوگانه اجرائی شده است (بانک‌های اسلامی در کنار بانک‌ها متعارف حضور دارند) و از سوی دیگر، حجم عملیات مالی اسلامی نیز در مقایسه با کل عملیات مالی محدود است، به ندرت به مقوله طراحی ابزار برای عملیات بازار باز پرداخته شده است. در واقع در اکثر کشورها ابزارها و اوراق اسلامی تهیه شده، برای تامین مالی شرکت‌ها و فعالیت‌های خرد هستند و نه انجام سیاست‌گذاری پولی در سطح کلان. با این حال معدود کشورهایی هستند که مقوله سیاست‌گذاری پولی با ابزارهای اسلامی را عملیاتی نموده‌اند که سودان، مالزی و اندونزی، اصلی‌ترین آن‌ها می‌باشند. در این راستا در ادامه به بررسی تجربه این سه کشور پرداخته می‌شود.

### ۵-۱- سودان

#### الف- تبیین

به لحاظ تاریخی، اولین تلاش‌ها در زمینه طراحی ابزارهای عملیات بازار باز منطبق با شریعت، در کشور سودان مطرح گردید و توسعه یافت. در این رابطه تلاش‌های بانک مرکزی سودان در طول سال‌های گوناگون در نهایت به طراحی دو نوع اوراق مشارکت خاص انجامید که عبارت‌اند از: «اوراق مشارکت بانک مرکزی<sup>۱</sup>» که اصطلاحاً شمم نامیده می‌شود و «اوراق مشارکت دولتی<sup>۲</sup>» که اصطلاحاً شهامه نام دارد (ایوب<sup>۳</sup>، ۲۰۰۷، ص ۱۷). «اوراق مشارکت بانک مرکزی» از منظر فقهی، بیانگر این مطلب است که دارنده آن، در منفعتی که برای بانک مرکزی و دولت سودان بابت مالکیت بخشی از سهام برخی از بانک‌ها حاصل می‌شود، شریک است. بنابراین، دارندگان اوراق، سهم بانک مرکزی و دولت در بانک‌ها را نمی‌خرند، بلکه صرفاً در منفعت‌های احتمالی حاصل از مالکیت شریک هستند. این اوراق ویژگی‌های دیگری نیز دارد. اولاً، این اوراق به قیمت اسمی مشخص منتشر شده و «قیمت بازاری<sup>۴</sup>» آن نیز هر سه ماه یکبار توسط بانک مرکزی اعلام می‌گردد (این قیمت در واقع شامل سود واقعی می‌گردد).

ثانیاً، به دارنده این اوراق، هیچگونه سود نقدی پرداخت نمی‌شود؛ بلکه دارندگان اوراق صرفاً می‌توانند هنگام فروش اوراق به سود مورد انتظار خود دست یابند. ثالثاً، این اوراق قابلیت بازخرید

1. Central Bank Musharaka Certificates
2. Governmental Musharaka Certificates
3. Ayub
4. Market Value

آنی توسط بانک مرکزی را دارد. یعنی دارندگان اوراق هر زمان که بخواهند می‌توانند آن را به بانک مرکزی بازگردانند و به قیمت بازای تصفیه کنند (البته در چند سال اخیر بازار ثانویه برای این اوراق در بازار بورس خارطوم تشکیل شده است و فروش در این بازار انجام می‌شود). رابعاً، این اوراق فاقد سررسید مشخص زمانی می‌باشند. یعنی بدون سررسید منتشر می‌گردد (نودهی، ۱۳۸۷، ص ۱۵).

دومین نوع اوراق طراحی شده جهت اجرائی‌سازی عملیات بازار باز در سودان، «اوراق مشارکت دولتی» می‌باشد که در سال ۱۹۹۹ توسط دولت سودان برای اولین بار منتشر گردید. شیوه اعمال سیاست پولی با استفاده از این اوراق بدین صورت است که بانک مرکزی با ورود در بازار ثانویه اوراق و انجام خرید و فروش در مواقع ضروری، به اعمال سیاست‌های انقباضی و انبساطی اقدام می‌نماید (انور و عبداللا، ۲۰۱۱، ص ۲۱).

از منظر فقهی این اوراق کاملاً مشابه اوراق مشارکت بانک مرکزی می‌باشد و تنها تفاوت موجود آن است که دارائی‌های مبنای انتشار این اوراق، سهام دولت در مجموعه‌ای از شرکت‌های دولتی (مانند: سوداتل<sup>۱</sup>، النیل<sup>۲</sup> و اریاب<sup>۳</sup>) می‌باشد. در واقع این اوراق به صاحبانش این فرصت را می‌دهد که بدون اینکه در مالکیت شرکت‌ها سهمی داشته باشند، در سودی که از عملیات مجموع این شرکت‌ها به دست می‌آید، سهیم گردند. این اوراق نیز از ویژگی‌های خاصی برخوردار می‌باشد. اولاً، برخلاف اوراق مشارکت بانک مرکزی، این اوراق هم برای تامین نیازهای مالی دولت (سیاست‌گذاری مالی) کارکرد دارد و هم برای سیاست‌گذاری پولی. ثانیاً، به این اوراق سود تعلق می‌گیرد که نرخ آن متناسب با نرخ تورم تعیین می‌گردد. ثالثاً، اوراق سررسید یک ساله دارند. رابعاً، این اوراق از راه مزایده در دوره‌های مشخص زمانی عرضه می‌شود و مزایده با شرایط و ضوابط محدودی صورت می‌گیرد. نهایتاً اینکه بازخرید اوراق قبل از سررسید صرفاً در بازار ثانویه انجام می‌شود (الزاهی و دیگران، ۲۰۰۳، ص ۱۴).

#### ب- نقد

علیرغم نقاط قوتی که این اوراق دارد، اما از منظر فقهی دارای برخی ضعف‌ها می‌باشد. مهمترین چالش قابل تصور آن است که در این الگو، خریداران اوراق در مالکیت دارائی پایه شریک نمی‌شوند و فقط در منافع حاصل از آن شریک می‌گردند. در واقع همان طور که قبلاً نیز ذکر گردید، شرکتی که بین بانک مرکزی و دارندگان اوراق شکل می‌گیرد، از نوع مشارکت در منفعت می‌باشد که از منظر فقه امامیه قابل نقد است. به این معنا که نمی‌توان رأس‌المال عقد مشارکت را منافع قرار داد و لذا، مثلاً دو نفر نمی‌توانند منافع خانه‌هایشان را با هم شریک شوند تا سهم هر نفر، نصف مجموع

1. Sudatell
2. Ellnill
3. Eryab

منافع باشد. این مطلب به خوبی توسط فقها مورد بحث واقع شده است (یزدی، ۱۴۲۸ق، ج ۲، ص ۶۹۹).

بنابراین، اوراق مشارکت بانک مرکزی و دولت سودان که برای حل مشکل شرعی عملیات بازار باز متعارف طراحی شده است، از نوع مشارکت اموال بین دو یا چند نفر به منظور دستیابی به سود نمی‌باشد؛ بلکه شریک کردن یک فرد در اموال (عیون یا منافع) دیگری است که از منظر فقهی قابل تأیید نمی‌باشد. همچنین این ابزار نیز از جمله عقود مشارکتی بوده و به لحاظ اقتصادی ویژگی‌های ابزار مناسب جهت عملیات بازار باز را تأمین نمی‌کند.

### ۵-۲- مالزی

#### الف- تبیین

به لحاظ سیاست‌گذاری پولی اسلامی، هر چند کشور مالزی عمدتاً ابزار مستقیمی برای عملیات بازار باز اسلامی طراحی و اجرا نکرده است و صرفاً از ابزارهای متعارف سیاست‌گذاری پولی بهره می‌برد، اما با جدیت زیاد، تلاش کرده است تا علاوه بر بازار بین بانکی متعارف و بهره محور، بازار بین بانکی اسلامی را راه‌اندازی کرده و توسعه دهد و از این طریق اهداف سیاست پولی خود را پیگیری کند. در واقع با توسعه بازار بین بانکی، در مواقع مورد نیاز در این بازار ورود نموده و با خرید و فروش اوراق بهادار اسلامی، اهداف سیاست پولی خود را عملیاتی کند (البته در موارد معدودی نیز خود بانک مرکزی مالزی اقدام به انتشار اوراق بهادار اسلامی در بازار بین بانکی نموده است).

در راستای چنین هدفی، «بازار پولی بین بانکی اسلامی»<sup>۱</sup> در سوم ژانویه ۱۹۹۴ در کشور مالزی راه‌اندازی گردید و از آن تاریخ به بعد، به صورت پیوسته انواع مختلفی از ابزارها و شیوه‌های اسلامی طراحی و در این بازار اجرائی گردیده است. در حال حاضر ابزارهای مختلفی در این بازار مورد استفاده واقع می‌شود که در ادامه به بررسی و تحلیل برخی از مهمترین آن‌ها پرداخته می‌شود.

#### \* سرمایه‌گذاری بین بانکی مضاربه<sup>۲</sup>

با توجه به اینکه عقد مضاربه در فقه اهل سنت (بر خلاف مشهور فقه امامیه)، عقدی عام بوده و در تجارت و غیره آن کاربرد دارد، جهت سپرده‌های سرمایه‌گذاری در بانک‌های اسلامی استفاده می‌شود (الزحیلی، ۱۴۰۵ق، ج ۱، ص ۷۸). یعنی فرد با مراجعه به بانک اسلامی، منابع خود را براساس عقد مضاربه سرمایه‌گذاری کرده و در سود فعالیت‌های بانک شریک می‌شود. مشابه همین

1. The Islamic Inter-bank Money Market (IIMM)

2. Mudarabah Interbank Investment (MII)

فعالیت در بازار بین بانکی، بین بانکها و تحت عنوان سرمایه‌گذاری بین بانکی مضاربه انجام می‌شود.

شیوه عملیاتی این ابزار بدین صورت است که بانکی که دارای مازاد می‌باشد، منابع خود را در بانکی که دارای کسری می‌باشد در افق‌های زمانی کوتاه‌مدت (از شبانه<sup>۱</sup> تا نهایتاً دوازده ماهه) سرمایه‌گذاری کرده و در سود بانک دریافت‌کننده منابع شریک می‌شود.

#### \* سپرده مبتنی بر ودیعه<sup>۲</sup>

با توجه به اینکه بانک مرکزی مالزی نیز یکی از اجزای بازار بین بانکی اسلامی می‌باشد، در این شیوه رابطه مالی براساس عقد ودیعه بین بانک دارای مازاد و بانک مرکزی شکل می‌گیرد. در واقع بانک مرکزی اعلام می‌کند که حاضر است منابع بانکها را به عنوان ودیعه (امانت) دریافت نموده و در عوض هدیه‌ای (پایه‌ای) غیر مشروط به عنوان سود به آنها بپردازد. نرخ این هدیه احتمالی نیز از ابتدا به بانکها اعلام می‌شود.

#### \* اوراق سرمایه‌گذاری دولتی<sup>۳</sup>

در این شیوه دولت مالزی اوراق بهاداری را بر اساس «بیع العینه» طراحی کرده و به جای آنکه آن را به افراد در سطح خرده فروشی عرضه کند، آن را به صورت عمده فروشی<sup>۴</sup> در بازار بین بانکی ارائه می‌کند. شیوه کار نیز بدین صورت است که دولت کالائی را به صورت نسیه (با در نظر گرفتن نرخ سود) به بانک دارای کسری منابع فروخته، به این شرط که بانک نیز همان کالا را نقدی به دولت بفروشد. در اثر این دو معامله همزمان، کالا مجدداً به دولت بازگشته و وجوه نیز در اختیار بانک متقاضی قرار می‌گیرد.

#### \* توافقنامه فروش و خرید مجدد<sup>۵</sup>

در این شیوه بانک دارای کسری و بانک دارای مازاد با یکدیگر وارد یک معامله عینه می‌شوند با این تفاوت که عقد بیع اقساطی و بیع نقدی در دو معامله جدا از یکدیگر انجام می‌شوند و شرط صریحی مبنی بر مشروط بودن این دو معامله به یکدیگر، در هیچ یک از قراردادهای وجود ندارد. در واقع بین

- 
1. Overnight
  2. Wadiah Acceptance
  3. Government Investment Issue (GII)
  4. Wholesale Market
  5. Sell and Buy Back Agreement (SBBA)

معامله اول و دوم صرفاً یک «وعده»<sup>۱</sup> وجود دارد؛ که طرفین خود را اخلاقاً (و نه شرعاً و قانوناً) به اجرای آن ملزم می‌دانند.

### \* گواهی بدهی اسلامی قابل معامله<sup>۲</sup>

این شیوه نیز مبتنی بر بیع‌العینه است. به این معنا که در ابتدا بانک اسلامی بخشی از دارایی‌های خود را با قیمت توافقی بر اساس بیع نسبه به بانک طرف معامله در بازار بین بانکی می‌فروشد با این شرط که بتواند بلافاصله همان دارائی‌ها را نقداً از وی خریداری کند. در نتیجه این معامله بانک نیازمند نقدینگی به وجوه نقد دست پیدا کرده و کالا نیز به مالک اول باز می‌گردد و می‌تواند برای معامله‌های مشابه بعدی مورد استفاده واقع شود.

### \* اوراق بدهی خصوصی اسلامی<sup>۳</sup>

این شیوه مبتنی بر معاملات ثانویه اوراق بهادار اسلامی (صکوک) است. به این معنی که بانک اسلامی تسهیلاتی به مشتریان خود ارائه نموده است (بر اساس عقود مبادله‌ای) و بر این اساس از آن‌ها طلبکار می‌باشد. در این شرایط بانک می‌تواند مطالبات خود را به اوراق بهادار تبدیل نماید و این اوراق را در بازار بین بانکی بر اساس عقد بیع دین در اختیار بانک‌های دارای مازاد منابع قرارداده و کسری نقدینگی خود را تامین کند.<sup>۴</sup>

#### ب- نقد

در تحلیل تجربه کشور مالزی در زمینه سیاست‌گذاری پولی اسلامی چند نکته قابل ذکر است. اولاً، با توجه به اینکه مقوله سیاست‌گذاری پولی بحث کلان اقتصادی می‌باشد و از سوی دیگر تنها ۲۰ درصد نظام بانکی مالزی اسلامی می‌باشد، نباید انتظار داشت که در مالزی مقوله سیاست‌گذاری پولی اسلامی به اندازه بانکداری خرد اسلامی رشد کرده باشد. بر این اساس، اقدامات بانک مرکزی مالزی در تشکیل بازار بین بانکی اسلامی و زمینه‌سازی اجرای سیاست‌گذاری پولی منطبق با شریعت بسیار قابل توجه می‌باشد. ثانیاً، با توجه به اینکه بازار پولی و مالی در کشور مالزی تقریباً بازاری توسعه یافته و ساختار یافته می‌باشد و بازارهای ثانویه فعالی در آن وجود دارد، نیاز به انتشار اوراق بهادار توسط بانک مرکزی مالزی به صورت مستقیم چندان وجود نداشته و این بانک می‌تواند

1. Waad
2. Negotiable Islamic Debt Certificate
3. Islamic Private Debt Securities (IPDS)

۴. جهت دریافت اطلاعات تکمیلی در رابطه با این ابزارها به تارنمای بانک مرکزی مالزی به آدرس ذیل مراجعه

شود: <http://www.bnm.gov.my>



صرفاً با ورود در بازارهای ثانویه (به ویژه بازارهای بین بانکی اسلامی و متعارف) به اهداف سیاستی خود دست یابد. البته در موارد معدودی نیز مستقیماً به انتشار اوراق بهادار اسلامی اقدام نموده است.

نکته دیگری که در رابطه با تجربه مالزی دارای اهمیت می‌باشد آن است که اکثر ابزارهای مورد استفاده در بازار بین بانکی مالزی بر اساس ساختارهایی شکل یافته‌اند که از منظر فقه امامیه و حتی برخی مذاهب فقهی اهل سنت (مانند حنبلی که در عربستان و برخی کشورهای حاشیه خلیج فارس مکتب غالب است) نامشروع می‌باشند. مثلاً استفاده از عقد بیع‌العینه جهت طراحی اوراق سرمایه‌گذاری دولتی، توافقنامه فروش و خرید مجدد و گواهی بدهی اسلامی قابل معامله، قابل قبول نمی‌باشد. همچنین استفاده از عقد ودیعه جهت سپرده مبتنی بر ودیعه قابل نقد به نظر می‌رسد. چرا که هر چند در این قرارداد شرط صریحی مبنی بر پرداخت سود وجود ندارد، اما شرط ضمنی (به اصطلاح تبانی) وجود داشته و شبهه حیلۀ ربا بودن آن جدی به نظر می‌رسد. چرا که فقهای شیعه و اهل سنت، در مقوله شرط ربوی، تفاوتی بین شروط صریح و ضمنی قائل نیستند.

مشابه همین اشکال در رابطه «توافقنامه فروش و خرید مجدد» که مبتنی بر بیع‌العینه همراه با وعده طراحی شده، قابل ذکر است. در واقع اینکه بین دو عقد بیع «وعده سیستمی» وجود داشته باشد، عملاً این وعده را از حالت اختیاری خارج ساخته و آن را شرط ضمنی می‌کند. از این رو، در این معامله در واقع دو معامله به صورت ضمنی به یکدیگر مشروط هستند که این قرارداد را با چالش فقهی مواجه می‌سازد.

علاوه بر این، برخی از ابزارهای مورد استفاده در این بازار با فقه امامیه ناسازگار است. مثلاً سرمایه‌گذاری بین بانکی مضاربه بر این فرض شکل می‌گیرد که عقد مضاربه عقدی عام بوده و اختصاص به تجارت نداشته باشد. در حالی که در فقه امامیه (براساس نظر مشهور)، عقد مضاربه صرفاً مخصوص تجارت بوده و کارکرد عام ندارد.

### ۳-۵- اندونزی

#### الف- تبیین

هر چند کشور اندونزی بیشترین جمعیت مسلمان را در کل جهان در خود جای می‌دهد، اما صنعت بانکداری اسلامی در این کشور سهم کوچک (اما رو به رشدی) از کل نظام مالی را به خود اختصاص می‌دهد. به نحوی که در حال حاضر از کل دارایی‌های مالی موجود در نظام پولی و مالی این کشور، صرفاً پنج درصد از آن‌ها منطبق با شریعت به حساب می‌آید (اسمال، ۲۰۱۳، ص ۲۲).

بر این اساس تجربه بانکداری اسلامی در کشور اندونزی چندان با کشورهای موفق (مانند مالزی) قابل مقایسه نیست. شاید به همین علت است که در زمینه توسعه ابزارها و شیوه‌های

اسلامی جهت ارائه خدمات مالی و پولی منطبق با شریعت، کشور اندونزی در سطح بین‌المللی جزو کشورهای پیشرو به حساب نمی‌آید.

نکته جالب توجه در نظام بانکی کشور اندونزی آن است که بانک مرکزی این کشور در کنار استفاده از ابزارهای متعارف جهت عملیات بازار باز، نسبت به انتشار اوراق بهادار اسلامی جهت سیاست‌گذاری پولی اقدام نموده است. این اوراق که اصطلاحاً «اوراق بانک اندونزی» نامیده می‌شود، توسط بانک مرکزی این کشور در بازار بین بانکی منتشر شده و هدف از آن جمع‌آوری نقدینگی می‌باشد.

اوراق بانک مرکزی اندونزی براساس عقد جعاله طراحی شده است. بدین معنی که بانک مرکزی اعلام می‌دارد که قصد دارد تورم را به میزانی که تشخیص می‌دهد (مثلاً دو درصد) کاهش دهد و هر کس در انجام این کار مشارکت کند، مستحق جُعَل (سود اوراق) خواهد بود. بر این اساس بانک‌های دارای مازاد نقدینگی در بازار بین بانکی نسبت به خرید این اوراق اقدام نموده و در سررسید به سود مورد نظر دست می‌یابند (اسمال، ۲۰۱۳، ص ۲۴۵).

#### ب- نقد

این راهکار از منظر فقه امامیه و همچنین دیدگاه چهار مذهب فقهی اهل سنت قابلیت پذیرش ندارد. چرا که (براساس مباحثی که در قسمت‌های قبل مطرح گردید)، در جعاله لازم است جعل، صرفاً با توجه به کار انجام شده تعیین گردد. در حالی که در راهکار پیشنهادی، کاری که خریداران اوراق جعاله انجام می‌دهند صرفاً دادن یک اجازه به بانک مرکزی جهت مسدود نمودن اموالشان می‌باشد.

#### جدول ۱- چالش‌های ابزارهای مورد استفاده توسط کشورهای اسلامی جهت سیاست‌گذاری پولی

کشور	ابزارهای مورد استفاده	مهمترین اشکالات
سودان	۱- اوراق مشارکت بانک مرکزی (شمم) ۲- «اوراق مشارکت دولتی» (شهامه)	۱- عدم شراکت خریداران اوراق در مالکیت دارائی پایه و مشارکت صرف در منافع ۲- مبتنی بودن بر عقود مشارکت و ناسازگاری عقد شرکت با ماهیت عملیات بازار باز
مالزی	۱- سرمایه‌گذاری بین بانکی مضاربه ۲- سپرده مبتنی بر ودیعه ۳- اوراق سرمایه‌گذاری دولتی ۴- توافقنامه فروش و خرید مجدد ۵- گواهی بدهی اسلامی قابل معامله ۶- اوراق بدهی خصوصی اسلامی	۱- استفاده گسترده از عقد بیع‌العینه ۲- وجود شروط ضمنی (به اصطلاح تبانی) در برخی ابزارها و ایجاد شبهه حيله ربا ۳- استفاده عام از عقد مضاربه در تجارب و غیر آن
اندونزی	اوراق جعاله بانک مرکزی اندونزی	ناسازگاری با ماهیت عقد جعاله و ایجاد شبهه حيله ربا

### نتیجه گیری

پژوهش حاضر تلاش کرد تا ابزارهای پیشنهادی توسط محققین بانکداری اسلامی جهت اجرای عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی را از منظر فقهی و اقتصادی مورد آسیب شناسی قرار دهد. یافته های تحقیق نشان می دهد که اکثر ابزارهای پیشنهادی مذکور یا به لحاظ موضوع شناسی و درک صحیح عملیات بازار باز از منظر اقتصادی دارای خطا هستند و یا اینکه به لحاظ حکم شناسی و سازگاری با فقه اسلامی دارای ضعف های جدی می باشند.

توصیه سیاستی این اثر برای اقتصاد ایران آن است که انتشار اوراق مشارکت، به عنوان تنها ابزاری که تاکنون توسط بانک مرکزی کشور جهت اجرای عملیات بازار باز مورد استفاده واقع شده، اساسا با ماهیت سیاست گذاری پولی سازگاری نداشته و نمی تواند به عنوان راه حل جایگزین اوراق قرضه متعارف مورد استفاده واقع شود.

با توجه به یافته های این پژوهش می توان مدعی بود که مسئله طراحی ابزارهای اسلامی جهت سیاست گذاری پولی همچنان از موضوعات بسیار مهم و باز در دانش بانکداری مرکزی اسلامی به حساب آمده و لازم است در آینده مورد توجه پژوهشگران واقع شود. در واقع، لازم است تحقیقات آینده با ارزیابی ضعف های پیشنهادات گذشته و همچنین چالش های موجود در تجارب کشورهای اسلامی، ابزارهایی مشروع و دارای کارکرد اقتصادی مناسب جهت اجرای عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی کشور طراحی کنند.

## منابع

۱. امام خمینی، سید روح الله، ۱۳۶۳، «تحریر الوسیله»، نجف: چاپ آداب.
۲. بازمحمدی، حسین، ۱۳۹۴، «اوراق ریالی اجاره طلای بانک مرکزی ایران: ابزاری نوین برای سیاستگذاری پولی»، ارائه شده در بیست و پنجمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی.
۳. حسینی دولت آبادی، سید مهدی، ندیری، کامران، ۱۳۹۱، «آثار بخشی سیاست پولی در چارچوب نظام بانکداری بدون ربا»، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی ایران، شماره ۱۷.
۴. حقیقت، جعفر، قلی‌پور تپه، امید محمد، ۱۳۹۳، «بررسی تاثیر ناطمینانی رشد پول بر رشد اقتصادی ایران»، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی ایران، شماره ۲۱.
۵. دادگر، یدالله، سعادت‌فر، جواد، ۱۳۸۶، «امکان‌سنجی وقف پول»، فصلنامه علمی-پژوهشی پژوهش‌های اقتصادی، سال هفتم، شماره اول.
۶. الزحیلی، وهبه، ۱۴۰۵ق، «الفقه الأسلامی و ادلته»، دمشق: دارالفکر.
۷. صدر، محمد باقر، ۱۴۱۰ق، «البنک اللاریوی فی الإسلام»، بیروت: دارالتعارف للمطبوعات.
۸. طباطبایی یزدی، سید محمد کاظم، ۱۴۲۸ق، «العروه الوثقی»، قم: مؤسسه نشر اسلامی.
۹. عربی، سید هادی و معارفی، محسن، ۱۳۸۹، «بررسی مسئله گذار به ابزار غیرمستقیم پولی در کشورهای اسلامی: تحلیل فقهی-اقتصادی»، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، شماره ۱۳.
۱۰. فراهانی فرد، سعید، ۱۳۹۱، «سیاست‌های پولی در بانکداری بدون ربا: بررسی فقهی-اقتصادی»، قم: بوستان کتاب.
۱۱. فیاض، مرتضی، ۱۳۹۳، «اجاره طلا از منظر فقه»، فصلنامه کاوشی نو در فقه اسلامی، شماره ۷۷.
۱۲. قحف، منذر، ۱۴۱۴ق، «سندات القراض و ضمان الفریق الثالث و تطبیقاتهما فی تمویل التنمیه فی البلدان الاسلامیه»، مجله جامعه ملک عبدالعزیز، المجلد ۱.
۱۳. محقق حلی، جعفر بن حسن، ۱۴۰۹ق، «شرایع الاسلام فی مسائل الحلال و الحرام»، جلد ۴، تهران: انتشارات استقلال، چاپ دوم.
۱۴. مصباحی مقدم، غلامرضا، سیاح، سجاد، و نادری، محمدمهدی، ۱۳۸۸، «امکان‌سنجی وقف سهام و پول: مدل وقف سهام و پول در ایران»، فصلنامه علمی-پژوهشی جستارهای اقتصادی، شماره ۱۲.

۱۵. مقدسی، محمدرضا، ۱۳۷۳، «سیاست‌های پولی: انتخاب ابزاری به عنوان جایگزین خرید و فروش اوراق قرضه با توجه به موازین اسلامی»، تهران: معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی دارایی.
۱۶. موسویان، سید عباس و میثمی، حسین، ۱۳۹۶، «بانکداری اسلامی (۱): مبانی نظری-تجارب عملی»، ویراست پنجم، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۱۷. موسویان، سید عباس، ۱۳۷۸، «بررسی فقهی-اقتصادی ابزارهای جایگزین عملیات بازار باز و معرفی ابزاری جدید در بازار سرمایه»، فصلنامه تازه‌های اقتصاد، شماره ۸۴.
۱۸. موسویان، سید عباس، ۱۳۸۸، «صکوک مرابحه ابزار مالی مناسب برای بازار پول و سرمایه اسلامی»، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی ایران، شماره ۱۱.
۱۹. نجفی، محمد حسن، ۱۴۱۷ق، «جواهرالکلام فی شرح شرائع الإسلام»، بیروت: دار إحياء التراث العربی، چاپ هفتم.
۲۰. نظریور، محمدنقی و حقیقی، میثم، ۱۳۹۲، «ارتباط متقابل بانکداری اسلامی و بازار سرمایه»، قم: انتشارات زمزم حیات.
۲۱. نظریور، محمدنقی، ۱۳۹۲، «عقد و اوراق استصناع: کاربردهای استصناع در بازارهای مالی اسلامی»، تهران: سمت.
۲۲. نودهی، محسن، ۱۳۸۷، «بررسی امکان طراحی اوراق مناسب عملیات شبه بازار باز»، نشریه اقتصاد اسلامی، شماره ۳۰.
۲۳. یسری، عبدالرحمن، ۲۰۰۱، «قضایا النقود و النبوک و التمويل»، مصر: الدار الجامعیه.

24. Alvi, J., (2009), "Interbank Money Market Operations", AAOIFI World Bank Annual Conference on Islamic Banking and Finance, Bahrain: AAOIFI.
25. Axilrod, S. (2009), "Inside the Fed", Cambridge: The MIT Press.
26. Ayub, M., (2007), "Understanding Islamic Finance", London: John Wiley & Sons.
27. Bindseil, U. and Jablecki, J. (2011), "The optimal width of the central bank standing facilities corridor and banks' day-to-day liquidity management", ECB Working Paper, No. 1350.
28. Bindseil, U., (2014), "Monetary Policy Operations and the Financial System", London: Oxford University Press.

29. Elzahi A., Rosly A. and Ibrahim, M., (2003), "The X-efficiency of the Sudanese Islamic banks", IIUM, Journal of Economics and Management, V. 11, N.2.
30. European Central Bank, (2012), "Euro Money Market Survey", Frankfurt: ECB.
31. Hubbard, O. (2012), "Money, banking, and the financial system", Boston: Prentice-Hall.
32. Ismal, R. (2013), "The Islamic gracious monetary instruments: a theoretical approach", Journal of Economic and Administrative Sciences, Vol.29, No.1.
33. Krishnan, T., (2008), "A qualitative study on Islamic banking in Malaysia: issues, prospects and challenges", MBA Dissertation of the Faculty of Business and Accountancy, Malaya: University of Malaya.
34. Mishkin, Frederic, (2013), "the Economics of Money, Banking, and Financial Markets", 10th Edition, Princeton: Prentice Hall.
35. Onour, I. and Abdalla, A., (2011), "Efficiency of Islamic banks in Sudan: a non-parametric approach", Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, V. 7. N. 4.
36. The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, (1992), London: Macmillan.
37. Wallace, W. (2013), "The American Monetary System: an Insider's View of Financial Institutions, Markets and Monetary Policy", Springer: Cham Heidelberg.