

Open Market and Open Quasi–Market Operations in Islamic Economics

Ghanbar-Ali Hosseini*

Mohammad-Jawad Tavakkoli**

Mohammad-Saeed Panahi***

Abstract

Open market operations are among the most important and effective instruments of central banks in implementing monetary policy. These operations are feasible in countries with well-developed financial markets, but cannot be executed in economies with shallow financial markets. Such countries may instead employ *quasi–open market operations* as a transitional mechanism.

In conventional economics, both open-market and quasi–open–market operations are conducted through interest-bearing bonds. However, in Islamic economics, the use of usury bonds is prohibited, necessitating the adoption of alternative securities that are both effective for monetary operations and consistent with the principles of Islamic law.

This study, conducted using a descriptive–analytical method and based on library sources, examines open-market and quasi–open–market operations, their conditions of implementation, and the securities suitable for use in Islamic economics.

The findings indicate that the most significant securities meeting the requirements for open market operations in Islamic economics are cost-plus sale bonds, lease bonds, partnership bonds, and manufacturing/construction bonds. Furthermore, the securities appropriate for quasi–open market operations include Central Bank lease bonds, Government-Central Bank lease bonds, Government partnership bonds, Central Bank partnership bonds, and partnership bonds for the National Project of Liquidity Management.

Keywords: Islamic economics; open market operation securities; quasi–open market operation securities; partnership bonds for the National Project of Liquidity Management.

JEL Classification: P52, E52, E58.

* Corresponding Author: Institute of Islamic Humanities, Al-Mustaf University, Qom, Iran; Email: hosaini1352@gmail.com.

** Department of Economics, Imam Khomein Educational and Research Institute, Qom, Iran; Email: tavakoli@iki.ac.ir.

*** Department of Economics, Institute of Islamic Humanities, al-Mustafa University, Qom, Iran; Email: sa.panahi@gmail.com.

اوراق عملیات بازار باز و شبه‌بازار باز در اقتصاد اسلامی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۱۱/۰۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۱۲/۰۵

قنبرعلی حسینی*

محمدجواد توکلی**

محمدسعید پناهی***

چکیده

عملیات بازار باز یکی از ابزارهای مهم و کارآمد بانک مرکزی برای اعمال سیاست‌های پولی است. عملیات بازار باز در کشورهایی که بازار توسعه‌یافته مالی دارند، قابل‌اجراست و در کشورهایی که بازار مالی عمیق ندارند، اجراشدنی نیست. این کشورها برای رسیدن به عملیات بازار باز می‌توانند از عملیات شبه‌بازار باز استفاده کنند. در اقتصاد متعارف عملیات بازار باز و شبه‌بازار باز با اوراق قرضه انجام می‌شود. در اقتصاد اسلامی استفاده از اوراق قرضه ربوی ممنوع است و باید از اوراق بهادار جایگزینی استفاده شود که برای عملیات بازار باز و شبه‌بازار باز کارایی داشته باشد و با موازین اقتصاد اسلامی نیز هماهنگ باشد. در این تحقیق که به روش توصیفی - تحلیلی و با استفاده از منابع کتابخانه‌ای صورت گرفته است، عملیات بازار باز و شبه‌بازار باز و شرایط اجرا و اوراق بهادار آنها در اقتصاد اسلامی بیان و تعدادی از اوراق بهادار برای عملیات بازار باز و شبه‌بازار باز در اقتصاد اسلامی مطرح و بررسی شده است. براساس یافته‌های تحقیق، مهم‌ترین اوراق بهاداری که شرایط استفاده برای عملیات بازار باز در اقتصاد اسلامی را دارد، «اوراق مباحه»، «اوراق اجاره»، «اوراق مشارکت» و «اوراق استصناع» می‌باشد. همچنین، اوراق بهاداری که دارای شرایط استفاده برای عملیات شبه‌بازار باز در اقتصاد اسلامی هستند، «اوراق اجاره بانک مرکزی»، «اوراق اجاره دولتی و بانک مرکزی»، «اوراق مشارکت دولتی»، «اوراق مشارکت بانک مرکزی» و «اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی» می‌باشند.

واژگان کلیدی: اقتصاد اسلامی، اوراق عملیات بازار باز، اوراق عملیات شبه‌بازار باز، اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی.

طبقه‌بندی JEL: P52, E52, E58.

* جامعه المصطفی العالمیه، مجتمع آموزش عالی علوم انسانی اسلامی (نویسنده مسئول).

Email: hosaini1352@gmail.com

** گروه اقتصاد مؤسسه آموزشی و پژوهشی امام خمینی (ره) قم.

Email: tavakoli@iki.ac.ir

*** گروه اقتصاد مجتمع آموزش عالی علوم انسانی اسلامی، جامعه المصطفی العالمیه.

Email: sa.panahi@gmail.com

۱. مقدمه

سیاست‌های پولی نقش بسیار مهمی در تغییرات شاخص‌های اقتصاد کلان و به‌ویژه بازار پول دارند. یکی از ابزارهای مهم و کارآمد بانک مرکزی برای اعمال سیاست‌های پولی «عملیات بازار باز» یا خریدوفروش اوراق بهادار دولتی توسط بانک مرکزی در بازار ثانوی است. عملیات بازار باز یک نقش محوری در اجرای بهینه سیاست‌های پولی بانک مرکزی ایفا می‌کند؛ زیرا بانک مرکزی در قالب این عملیات انعطاف لازم را برای مداخله در بازار و مدیریت نقدینگی به دست می‌آورد.

در کشورهایی که بازار توسعه‌یافته مالی وجود دارد، دولت برای تأمین مالی خود با انتشار اوراق بهادار دولتی از بازار اولیه استفاده می‌کند و بانک مرکزی هم از همان اوراق دولتی در بازار ثانوی برای مدیریت نقدینگی استفاده می‌نماید. بنابراین، برای «مدیریت بدهی» و «مدیریت پولی» از یک ابزار در دو بازار استفاده می‌شود (نودهی، ۱۳۸۷، ص ۱۷۶).

اما در کشورهای در حال توسعه که بازار مالی عمیق و گسترده‌ای ندارند، بانک‌های مرکزی برای مدیریت نقدینگی نمی‌توانند از بازار ثانوی استفاده کنند. ولی با توجه به اهمیت عملیات بازار باز، این کشورها نمی‌توانند از این ابزار مهم چشم‌پوشی کنند. از این‌رو، در برخی از کشورها حداقل در گام‌های اولیه برای انجام دادن عملیات بازار باز از بازارهای اولیه استفاده می‌شود؛ به این صورت که بانک مرکزی یا دولت اوراق بهادار منتشر و در بازار اولیه خریدوفروش می‌کند تا به تدریج بازارهای مالی توسعه یابند و بانک مرکزی بتواند عملیات بازار باز اصلی را به کار گیرد. به این عملیات انتشار و خریدوفروش اوراق بهادار در بازار اولیه توسط بانک مرکزی، عملیات شبه‌بازار باز می‌گویند. استفاده از عملیات شبه‌بازار باز می‌تواند به مرور زمان، بازارهای ثانوی را توسعه دهد و واسطه‌ای برای رسیدن به عملیات بازار باز شود و به تدریج با تقویت بازارهای ثانوی می‌توان عملیات شبه‌بازار باز را کنار گذاشت (همان، ص ۱۷۷).

در اقتصاد سنتی عملیات بازار باز و شبه‌بازار باز توسط خریدوفروش اوراق قرضه انجام می‌شود؛ اما در اقتصاد اسلامی، چون اوراق قرضه بر ربا استوار است، استفاده از آن ممنوع می‌باشد و باید از اوراق بهادار جایگزینی استفاده شود که برای اجرای سیاست‌های پولی کارایی داشته باشد و با موازین اقتصاد اسلامی نیز هماهنگ باشد. پس، سؤال تحقیق به این صورت است: آیا برای عملیات بازار باز و شبه‌بازار باز در اقتصاد اسلامی، اوراق بهادار کارآمد و هماهنگ با

موازین اقتصاد اسلامی وجود دارد؟

در تحقیق حاضر، بعد از بیان پیشینه تحقیق، با استفاده از روش توصیفی - تحلیلی و منابع کتابخانه‌ای، به بیان عملیات بازار باز و شبه‌بازار باز و بررسی فقهی و کارایی اوراق بهادار پیشنهادی برای عملیات بازار باز و شبه‌بازار باز در اقتصاد اسلامی پرداخته می‌شود.

۲. پیشینه تحقیق

با بررسی‌های انجام‌شده، می‌توان گفت: تحقیقات محدودی درباره موضوع «عملیات بازار باز و شبه‌بازار باز در اقتصاد اسلامی» انجام شده که در اینجا به بعضی آنها اشاره می‌شود. نودهی (۱۳۸۷) در مقاله «بررسی امکان طراحی اوراق مناسب عملیات شبه‌بازار باز» ابتدا بعضی از کشورهای در حال توسعه را ذکر کرده است که از اوراق دولتی و بانک مرکزی برای عملیات شبه‌بازار باز استفاده می‌کنند و کشورهای ایران و سودان تلاش کرده‌اند اوراق بهادار جایگزین طراحی نمایند. از تجربه‌های ایران و سودان در طراحی ابزار جایگزین برای عملیات شبه‌بازار باز استفاده کرده و نتیجه گرفته است که اوراق مشارکت دولتی و بانک مرکزی سودان در صورتی که براساس قرارداد صلح طراحی شود اشکال شرعی شرکت در منافع برطرف می‌شود و کارایی هم دارد و همچنین، اوراق مشارکت بانک مرکزی ایران در صورتی که مبتنی بر عقد شرکت و تنزیل باشد، اشکال شرعی ندارد و از نظر کارایی اقتصادی هم درجه جانشینی بیشتری دارد.

نظری (۱۳۹۲) در مقاله «عملیات شبه‌بازار باز در نظام بانکداری اسلامی» با در نظر گرفتن نبود بازار گسترده سرمایه در ایران، به نقد و بررسی کارایی و شرعی ده ابزار پیشنهاد شده برای جایگزینی اوراق قرضه از سوی بانک مرکزی پرداخته است و در پایان با مقایسه آنها با یکدیگر، اوراق اجاره و مشارکت در منفعت را کاراترین و درعین حال نزدیک‌ترین ابزار به شرع معرفی می‌نماید.

نظرپور و موسویان (۱۳۹۳) در فصل هفتم کتاب «بانکداری بدون ربا از نظریه تا تجربه» تحت عنوان ابزارهای سیاست‌های پولی رایج، ابتدا عملیات بازار باز و مزایای آن را بیان کرده و سپس عملیات شبه‌بازار باز و ابزارهای آن از قبیل سپرده‌های دولتی نزد بانک مرکزی، اوراق قرضه دولتی و اوراق بانک مرکزی را مطرح نموده و نتیجه گرفته‌اند که در عملیات شبه‌بازار باز که بانک مرکزی اوراق بهادار را منتشر می‌کند سیاست انقباضی رخ می‌دهد و این برای کشورهای در حال توسعه که حجم نقدینگی بالایی دارند، راهگشاست.

میشمی (۱۳۹۴) در مقاله «عملیات بازار باز با اوراق بهادار دولت و بانک مرکزی» ماهیت عملیات بازار باز را در اقتصاد متعارف تبیین کرده و تجربه چند کشور را که عملیات بازار باز بر روی اوراق دولتی و بانک مرکزی انجام داده‌اند، بررسی و مقایسه کرده و هیچ‌کدام از این دو شیوه را

بر دیگری ترجیح نداده است. همچنین، تجربه استفاده ایران از اوراق مشارکت بانک مرکزی در عملیات بازار باز را بررسی و نقد نموده و آن را با ماهیت عملیات بازار باز ناسازگار دانسته و پیشنهاد اوراق بهادار جایگزین نموده است. در این مقاله تلاش می‌شود با استفاده از تحقیقات پیشین، اوراق بهادار جایگزین در عملیات بازار باز و شبهه بازار باز ارائه و از نظر شرعی و کارایی برای سیاست پولی بررسی شوند.

۳. اوراق عملیات بازار باز در اقتصاد اسلامی

عملیات بازار باز، دخالت بانک مرکزی در بازار اوراق بهادار دولتی به منظور تنظیم و مدیریت حجم پول و نقدینگی متناسب با نیازهای نقدینگی اقتصاد می‌باشد. به‌دیگرسخن، منظور از عملیات بازار باز خرید و فروش اوراق بهادار دولتی توسط بانک مرکزی در بازار ثانوی است (داودی و صمصامی، ۱۳۸۸، ص ۲۶۶ و رحمانی و اسدالله‌زاده، ۱۳۹۴، ص ۹۵).

در شرایطی که بانک مرکزی احساس کند حجم پول و نقدینگی در اقتصاد بیش از حد مطلوبش است و یا هزینه اعتبارات در سطح پایین‌تر از حد مطلوبش قرار دارد، از طریق عملیات بازار باز سیاست پولی انقباضی انجام می‌دهد و اوراق بهادار دولتی را به بانک‌ها و مردم می‌فروشد. با فروش اوراق بهادار توسط بانک مرکزی، حجم پول و نقدینگی در جامعه کاهش و نرخ سود اعتبارات افزایش می‌یابند. برعکس، اگر بانک مرکزی احساس کند که حجم پول و نقدینگی در اقتصاد کمتر از حد مطلوبش است و هزینه اعتبارات بیشتر از حد مطلوبش می‌باشد، از طریق عملیات بازار باز سیاست پولی انبساطی اجرا می‌کند و اوراق بهادار را از بانک‌ها و مردم می‌خرد. با خریدن اوراق بهادار توسط بانک مرکزی، نقدینگی در جامعه افزایش و نرخ سود اعتبارات کاهش می‌یابد (داودی و صمصامی، ۱۳۸۸، ص ۲۶۶).

در اقتصاد متعارف عملیات بازار باز توسط خرید و فروش اوراق قرضه انجام می‌شود؛ اما در اقتصاد اسلامی به دلیل ربوی بودن آن، باید از اوراق جایگزین استفاده شود که افزون‌بر تأثیر بر حجم نقدینگی، نقدشوندگی و انعطاف لازم در مدیریت نقدینگی داشته باشد و با موازین اقتصاد اسلامی نیز هماهنگ باشد. از جمله اوراق بهاداری که تا حدودی شرایط یادشده را دارا هستند و با مبانی و معیارهای اقتصاد اسلامی نیز تطابق دارند و کارایی لازم را برای اجرای سیاست‌های پولی دارند، بعضی از اوراق بهادار اسلامی می‌باشند. در اینجا «اوراق مرابحه»، «اوراق اجاره»، «اوراق مشارکت» و «اوراق استصناع» به‌عنوان مهم‌ترین ابزارهای عملیات بازار باز در اقتصاد اسلامی طرح و بررسی می‌شوند.

۱-۳. اوراق مرابحه

مرابحه یک نوع بیع است که در آن فروشنده قیمت واقعی کالا را همراه با مبلغ یا درصد زیاده به عنوان سود، به مشتری اعلام می‌کند (نجفی، ۱۳۶۸، ج ۲۳، ص ۳۰۳). بیع مرابحه می‌تواند به صورت نقد یا نسیه یا اقساطی باشد و در صورتی که نسیه باشد، به طور معمول، نرخ سود آن بیشتر است. ورق مرابحه سند دینی است که براساس قرارداد مرابحه حاصل شده است و دارنده ورق مرابحه مالک و طلبکار آن دین است. اوراق مرابحه بازدهی ثابت و معین دارند و قابل خرید و فروش در بازار ثانوی هستند (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۴۹۸). اوراق مرابحه دارای آثار اقتصادی زیادی است که از جمله آنها برآوردن طیف وسیعی از نیازها، افزایش تولید و اشتغال، نقدشوندگی بالا، توزیع عادلانه درآمد، ابزار مناسب برای تأمین مالی دولت و کارآیی بالاتر می‌باشند.

۱-۱-۳. انواع اوراق مرابحه

اوراق مرابحه دارای انواع مختلفی است که به سه نوع آن اشاره می‌شود.

الف) اوراق مرابحه دولتی

در این نوع اوراق مرابحه، دولت و سازمان‌های دولتی برای تأمین مالی کالاهای مورد نیاز خود توسط یک مؤسسه مالی اوراق مرابحه منتشر می‌کنند. مؤسسه مالی واسط با انتشار و واگذاری اوراق مرابحه با نرخ سود معین و سررسیدهای مشخص، وجوه نقدی مازاد افراد را جمع‌آوری کرده و به وکالت از طرف آنان کالاهای مورد نیاز بانی دولتی را به صورت نقد خریداری می‌کند و به صورت بیع مرابحه نسیه به قیمت بالاتر به بانی می‌فروشد. بانی متعهد می‌شود در سررسید مشخص قیمت نسیه کالا را از طریق مؤسسه مالی واسط به دارندگان اوراق برساند (همان).

سود حاصل از عملیات خرید و فروش کالاها نیز به صورت ماهانه یا فصلانه یا سالانه یا در آخر همراه اصل وجوه بین صاحبان اوراق توزیع می‌شود. دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر بمانند و قیمت اسمی و سود اوراق را دریافت کنند یا قبل از سررسید، اوراق خود را در بازار ثانوی با قیمت کمتر بفروشند.

ب) اوراق مرابحه بدهی بانک مرکزی

بانک مرکزی زمانی که احساس کند نقدینگی در اقتصاد افزایش یافته است و دولت هم نیاز به خرید کالاهایی دارد، می‌تواند اوراق مرابحه با سود معین و سررسیدهای مشخص منتشر کند و

وجوه مازاد مردم را جمع‌آوری کرده، به وکالت از طرف آنان کالاهای مورد نیاز دولت را به صورت نقد خریداری نماید و سپس با افزودن درصدی به عنوان سود بر اصل قیمت کالاها، آنها را به صورت نسیه دفعی یا اقساطی به دولت بفروشد و سود حاصل از عملیات خرید و فروش را به صورت فصلی یا سالانه بین صاحبان اوراق توزیع کند. دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر بمانند و قیمت اسمی و سود اوراق را دریافت کنند و نیز می‌توانند قبل از سررسید، اوراق خود را در بازار ثانوی با قیمت کمتر بفروشند. بانک مرکزی با این کارش هم کالاهای مورد نیاز دولت را تأمین کرده و هم نقدینگی و تورم را کاهش داده است.

ج) اوراق مرابحه مؤسسات خصوصی

در این نوع از اوراق مرابحه، مؤسسات و بنگاه‌های خصوصی برای تأمین مالی کالاهای مورد نیاز خود توسط یک مؤسسه مالی، اوراق مرابحه منتشر می‌کنند. مؤسسه مالی واسطه با انتشار و واگذاری اوراق مرابحه، وجوه نقدی مازاد افراد را جمع‌آوری و به وکالت از طرف کالاهای مورد نیاز مؤسسات و بنگاه‌های اقتصادی بخش خصوصی را به صورت نقد خریداری می‌کند و سپس با افزودن نرخ معینی به عنوان سود، به صورت نسیه دفعی یا اقساطی به آنها می‌فروشد. سود حاصل از عملیات خرید و فروش نیز پس از کسر درصدی به عنوان حق وکالت مؤسسه مالی به صورت فصلانه یا سالانه بین صاحبان اوراق توزیع می‌شود. دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر بمانند و قیمت اسمی و سود اوراق را دریافت کنند یا قبل از سررسید، اوراق خود را در بازار ثانوی با قیمت کمتر یا بیشتر بفروشند. (موسویان، ۱۳۹۰، ص ۶۰۶).

۳-۱-۲. حکم فقهی اوراق مرابحه

بیع مرابحه از معاملات مجاز و مشروع نزد همه مسلمانان است و هیچ اختلافی در آن وجود ندارد؛ اما خرید و فروش اوراق مرابحه در بازارهای اولی و ثانوی مشتمل بر قراردادهای دیگری غیر از مرابحه است که از نظر فقهی نیاز به تأمل دارد (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۵۱۰). بازارهای اولی و ثانوی هر سه نوع اوراق مرابحه ذکر شده، ترکیبی از قراردادهای وکالت، بیع نقد، بیع نسیه و بیع دین (تنزیل) است. از نظر فقهی، قراردادهای بیع نقد و بیع نسیه وکالتی هیچ مشکلی ندارد؛ اما قرارداد فروش اوراق مرابحه در بازار ثانوی که مصداق خرید و فروش دین به شخص ثالث به کمتر از مبلغ دین می‌باشد، محل بحث و اختلاف است که این معامله به نظر مشهور فقهای شیعی، شافعی و

مالکی صحیح است (همان)؛ ولی به نظر برخی از فقهای شیعی و سنی اشکال دارد (فراهانی فرد، ۱۳۷۸، ص ۱۷۸-۱۸۵).

۳-۱-۳. کارایی سیاست پولی اوراق مرابحه

در همه انواع اوراق مرابحه که ذکر شد، دارندگان آنها، مالک یک دین یا سند مالی با سررسید معین هستند و می‌توانند این دین را قبل از سررسید در بازار ثانوی به شخص ثالث بفروشند. این اوراق که اسناد بدهی دولت، بانک مرکزی و مؤسسات خصوصی هستند، همان‌گونه که قابل خرید و فروش توسط مردم، بنگاه‌های اقتصادی و بانک‌های تجاری در بازار ثانوی است، توسط بانک مرکزی نیز قابل خرید و فروش می‌باشد؛ یعنی بانک مرکزی می‌تواند برای انجام عملیات بازار باز از خرید و فروش این اوراق در بازار ثانوی استفاده کند. بنابراین، اوراق مرابحه می‌تواند ابزاری مناسب و کارا برای سیاست پولی و مدیریت نقدینگی در اقتصاد اسلامی باشد (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۵۱۴).

۳-۲. اوراق اجاره

اوراق اجاره، اوراق بهاداری است که براساس عقد اجاره منتشر می‌شوند و نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن در دارایی مبنای انتشار اوراق هستند که به بانی اجاره داده می‌شود (همان، ص ۵۴۱). در واقع، در اوراق اجاره، نهاد واسط داری را از فروشنده خریداری کرده و سپس آن را به بانی اجاره می‌دهد. حق استفاده از منافع آن دارایی در قبال اجاره‌بها از مالک به بانی منتقل می‌شود. مدت قرارداد اجاره نیز مشخص است و می‌توان اجاره‌بها را در ابتدای دوره، انتهای دوره یا در سررسیدهای ماهانه، فصلانه یا سالانه پرداخت کرد. این اوراق انتفاعی و قابل معامله در بازار ثانوی است.

انتشار گسترده و منظم اوراق اجاره می‌تواند آثار و کارکردهای گوناگون اقتصادی به همراه داشته باشد که برخی آنها گسترش بازار مالی، رشد تولید، گسترش رفاه عمومی و ابزار مناسب برای سیاست مالی می‌باشند.

۳-۲-۱. انواع اوراق اجاره

اوراق اجاره به دو نوع اجاره عادی و اجاره به شرط تملیک تقسیم می‌شود.

الف) اوراق اجاره عادی

در این اوراق، مؤسسه مالی واسط، کالاهای سرمایه‌ای و مصرفی بادوام را متناسب با عمر مفید آنها برای مدت‌زمان مشخص، به بانی (مستأجر) اجاره می‌دهد و در پایان قرارداد، کالای یادشده را تحویل گرفته، در بازار کالاهای مستهلک به فروش می‌رساند و قیمت حاصل از فروش را به حساب صاحبان اوراق منظور می‌دارد (فراهانی‌فرد، ۱۳۷۸، ص ۲۷۶).

شرکت بانی یا درخواست‌کننده انتشار اوراق، پس از پایان سررسید اوراق، هیچ تعهدی بابت خرید تجهیزات یا دارایی مورد اجاره ندارد. با توجه به این مسئله، امکان دارد دارایی مورد نظر با قیمت بالاتر یا پایین‌تر از قیمت اولیه فروخته شود. ریسک این نوع اوراق بیشتر است و سوددهی و پاداش این اوراق نیز با توجه به بالاتر رفتن قیمت دارایی، بیشتر خواهد بود.

ب) اوراق اجاره به شرط تملیک

اوراق اجاره به شرط تملیک مبتنی بر عقد اجاره‌ای است که در آن شرط می‌شود مستأجر در پایان مدت اجاره، عین مستأجره را مالک شود. در این نوع اوراق اجاره، مؤسسه مالی ناشر اوراق با استفاده از منابع حاصل از واگذاری اوراق اجاره به شرط تملیک، کالاهای سرمایه‌ای و مصرفی بادوام را خریده، با قرارداد اجاره به شرط تملیک به بانی واگذار می‌کند. بانی متعهد می‌شود اجاره‌بهای آنها را در سررسیدهای مقرر به مؤسسه مالی ناشر پرداخت کند. ناشر اجاره‌بها را به‌عنوان سود در اختیار صاحبان اوراق قرار می‌دهد و در پایان قرارداد اجاره، مطابق شرط، کالاهای موردنظر به تملیک مستأجر درمی‌آورد (صبری، ۱۹۹۹، ص ۳۰۶).

۲-۲-۳. حکم فقهی اوراق اجاره

در اوراق اجاره عادی و اجاره به شرط تملیک، معامله‌های متعدد و گوناگونی شکل می‌گیرد که همه آنها براساس فقه اسلامی صحیح است. واگذاری اوراق اجاره و گرفتن وجوه آنها از متقاضیان اوراق، خرید کالاها و واگذاری آنها در قالب قرارداد اجاره عادی یا اجاره به شرط تملیک، دریافت اجاره‌بهاها و کارهایی از این قبیل همه از وظایف وکیل هستند و مؤسسه مالی می‌تواند در برابر ارائه این خدمات درصدی از اجاره‌بهاها را به صورت حق وکالت بردارد.

فروش اوراق اجاره در بازار ثانوی، همان‌طور که گذشت، از باب فروش سهم شرکت فرد در کالاهای مورد اجاره است که از جهت فقهی صحیح می‌باشد. بعد از معامله، صاحب جدید اوراق، در تمام مسائل حقوقی، جانشین صاحب پیشین اوراق خواهد بود (موسویان، ۱۳۹۰، ص ۵۸۷-۵۸۸).

۳-۲-۳. کارایی سیاست پولی اوراق اجاره

همه انواع اوراق اجاره به‌ویژه اوراق اجاره به‌شرط تملیک قابلیت خرید و فروش در بازار ثانوی را دارند. صاحبان اوراق اجاره به‌صورت مشاع مالک آن کالاها و اجاره‌بهای آنها هستند و هر زمان بخواهند می‌توانند سهم خودشان را به هر کس که بخواهند منتقل کنند. بعد از انتقال، صاحب جدید اوراق مالک سهم مشاع از دارایی‌ها خواهد بود و تمام منافع حاصل از اوراق از این تاریخ به بعد به صاحب جدید تعلق خواهد گرفت (همان، ص ۵۸۶).

بنابراین، در صورت گسترش قابل توجه اوراق اجاره و شکل‌گیری بازار منسجم برای آنها، بانک مرکزی می‌تواند در مواقع نیاز با ورود به این بازار و خرید و فروش اوراق اجاره، روی حجم نقدینگی و نرخ بازده اوراق تأثیر بگذارد (همان، ص ۵۹۰).

۳-۳. اوراق مشارکت

مشارکت به معنای شراکت چند نفر به‌منظور فراهم آوردن سرمایه مورد نیاز برای انجام کاری می‌باشد. عقد شرکت در اصطلاح، اجتماع حقوق مالکان متعدد در شیء واحد به‌صورت مشاع است (هادوی تهرانی، ۱۳۸۷، ص ۴۷). اوراق مشارکت، اوراق بهادار با نام یا بی‌نامی است که به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی واگذار می‌شود که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های موضوع انتشار اوراق را دارند. دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت در سود حاصل از اجرای طرح مربوط، شریک خواهند بود. خرید و فروش این اوراق، مستقیم یا از طریق بورس اوراق بهادار مجاز می‌باشد (ضیایی، ۱۳۷۲، ص ۲۸۲).

اوراق مشارکت به‌منظور مشارکت عموم مردم در تأمین مالی طرح‌های عمرانی، تولیدی، ساختمانی و خدماتی دولتی و شرکت‌های خصوصی، مانند ساخت بزرگراه، سد، تونل، جاده، راه‌آهن، نیروگاه، فرودگاه، کارخانه‌ها و مجتمع‌های اداری و مسکونی منتشر می‌شود. بنابراین، اوراق مشارکت سند مالکیت مشاع دارنده آن در سرمایه معینی برای انجام یک طرح اقتصادی است و نوعی بدهی برای ناشر محسوب می‌شود که با انتشار آن تعهد می‌نماید طی بازه‌های زمانی معین، سود علی‌الحساب معینی را که در برگه اوراق ذکر شده است، در قالب سود اوراق مشارکت به سرمایه‌گذاران بپردازد.

انتشار مستمر، منظم و در حد نیاز اوراق مشارکت می‌تواند آثار اقتصادی زیادی روی متغیرها، شاخص‌ها و نهادهای اقتصادی داشته باشد که برخی از آنها تأمین مالی طرح‌های اقتصادی، افزایش مشارکت مردم در سرمایه‌گذاری، ابزار مناسب سیاست‌های مالی، ابزار مناسب سیاست‌های پولی، روش توزیع عادلانه درآمدها و افزایش رشد اقتصادی می‌باشند.

۳-۳-۱. حکم فقهی اوراق مشارکت

قرارداد بازار اولیه اوراق مشارکت طرح‌های سازندگی شرکت است؛ چون سرمایه‌گذاران برای اجرای طرح‌های عمرانی انتفاعی شرکت می‌کنند. اما قرارداد بازار ثانوی اوراق مشارکت بیع است؛ چون در این بازار، دارنده اوراق، سهم شرکت خود از دارایی موضوع مشارکت را به شخص ثالث می‌فروشد و شخص ثالث جایگزین او در قرارداد مشارکت می‌شود. عقد شرکت در بازار اولی اوراق مشارکت، وکالت ناشر از طرف سرمایه‌گذاران و بیع اوراق مشارکت در بازار ثانوی به شخص ثالث، همه این موارد از نظر فقهی صحیح است.

۳-۳-۲. کارایی سیاست پولی اوراق مشارکت

یکی از مسئولیت‌های مهم نظام بانکی به‌ویژه بانک مرکزی، مدیریت و هدایت نقدینگی جامعه است. در اقتصاد متعارف، بانک مرکزی از طریق خرید و فروش اوراق قرضه دولتی بر میزان نقدینگی و نرخ بهره تأثیر می‌گذارد. در اقتصاد اسلامی که خرید و فروش اوراق قرضه ممنوع است، این هدف از طریق خرید و فروش اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی قابل تحقق است. زمانی که جامعه ۱۲۷ مواجه با میزان بالای نقدینگی بوده و اقتصاد تورمی است، بانک مرکزی با ورود به بازار اوراق بهادار و فروش اوراق مشارکت دولتی بخشی از نقدینگی را جذب می‌کند و از این طریق از فشار تقاضا و افزایش سطح عمومی قیمت‌ها می‌کاهد و برعکس زمانی که جامعه با کاهش نقدینگی مواجه است، به خرید اوراق مشارکت اقدام کرده، از این طریق پول وارد جامعه می‌کند (رحیمی، ۱۳۸۱، ص ۸۴). البته اجرای سیاست پولی از طریق خرید و فروش اوراق مشارکت در صورتی کارایی لازم را دارد که اوراق مشارکت در جامعه در حد نیاز اقتصاد وجود داشته باشد و به‌طور منظم و مستمر منتشر شود.

۳-۴. اوراق استصناع

استصناع در اصطلاح فقهی، قراردادی است که به‌موجب آن یکی از طرفین قرارداد، در مقابل مبلغی معین، ساخت و تحویل چیز مشخصی را در زمان معین نسبت به طرف دیگر به عهده می‌گیرد (زرقاء، ۱۴۱۲، ج ۷، جزء ۲، ص ۳۰۷). اوراق استصناع (سفارش ساخت) اوراق بهاداری است که بر پایه عقد استصناع طراحی می‌شود و دارندگان آن به‌صورت مشاع مالک دارایی هستند که براساس عقد استصناع ساخته می‌شود. این اوراق قابل مبادله در بازار ثانوی بوده و دارای بازده معین است.

اوراق استصناع آثار و کارکردهای اقتصادی فراوان دارد که بعضی آنها عبارت از نقدشوندگی بالا، کارایی بالا، کمک به رشد اقتصادی، کمک به عدالت توزیعی درآمدها، ابزار مناسب برای تأمین مالی کسری بودجه دولت و تحقق اهداف کلان دولت هستند.

۳-۴-۱. انواع اوراق استصناع

برای مدیریت نقدینگی و اجرای سیاست پولی دو نوع اوراق استصناع پیشنهاد می‌شود.

الف) اوراق استصناع موازی

در این نوع اوراق استصناع، بانی برای اجرای طرح بزرگ یا کوچک به مؤسسه واسط مراجعه می‌کند و تأمین مالی و اجرای طرح را از طریق استصناع به آن می‌سپارد و بخشی یا همه مبالغ قرارداد را به صورت اوراق بهادار استصناع با سررسیدهای معین به مؤسسه واسط می‌دهد. اما از آنجاکه مؤسسه واسط خودش نمی‌تواند عملیات ساخت طرح را انجام دهد، طبق قرارداد استصناع دومی، ساخت و اجرای طرح مورد نظر را به یک پیمانکار و مجری طرح می‌سپارد و متعهد می‌شود قیمت طرح را طبق زمان‌بندی مشخص به پیمانکار بپردازد. مؤسسه واسط می‌تواند صبر کند تا در سررسید تمام مبالغ اوراق استصناع را از بانی دریافت کند و در صورتی که نیاز به پول نقد داشته باشد، می‌تواند همه یا بخشی از اوراق استصناع بانی را در بازار ثانوی با تنزیل به مردم بفروشد و به تناسب کار و پیشرفت طرح بدهی خود را به پیمانکار بپردازد (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۵۹۹).

ب) اوراق استصناع اجاره به شرط تملیک

در اوراق استصناع مبتنی بر اجاره به شرط تملیک، بانی دولتی یا خصوصی به مؤسسه واسط مراجعه می‌کند و به آن پیشنهاد می‌دهد که اگر طرح خاصی را اجرا کند یا کالای مورد نظرش را بسازد، آن را به صورت اجاره به شرط تملیک می‌گیرد. مؤسسه واسط طبق قرارداد استصناعی اجرای طرح یا ساخت کالای مورد نظر را به پیمانکار واگذار می‌کند و در مقابل، متعهد می‌شود قیمت طرح یا کالا را طبق زمان‌بندی مشخص به پیمانکار بپردازد. مؤسسه واسط بعد از کسب مجوزهای لازم، اوراق بهادار استصناع را منتشر و به مردم واگذار و وجوه آنان را جمع‌آوری می‌کند و سپس به وکالت از طرف آنان قیمت طرح یا کالا را به پیمانکار می‌پردازد (همان، ص ۶۰۲). دارندگان اوراق استصناع می‌توانند اوراق خود را نگهدارند که در این صورت، افزون‌بر دریافت اصل سرمایه خود در پایان دوره، اجاره‌بها را در طول دوره دریافت نمایند و می‌توانند اوراق خود را فروخته، از افزایش قیمت آن سود ببرند.

بعد از اجرای طرح یا ساختن کالای مورد نظر توسط پیمانکار، مؤسسه واسط آن را از پیمانکار تحویل گرفته، به وکالت از طرف صاحبان اوراق استصناع، به بانی اجاره به شرط تملیک می‌دهد. بانی از محل بودجه خود یا از طریق واگذاری دارایی ساخته شده، اصل سرمایه و سود صاحبان اوراق استصناع را در قالب اجاره به مؤسسه واسط می‌پردازد (همان). بعد از دریافت تمام اصل سرمایه و سود صاحبان اوراق استصناع توسط مؤسسه واسط و دادن آنها به صاحبان اوراق و تصفیه حساب کامل، در پایان دوره، دارایی ساخته شده به ملکیت بانی درآورده می‌شود.

۲-۴-۳. حکم فقهی اوراق استصناع

خریدوفروش اوراق استصناع موازی در هر دو بازار اولی و ثانوی، مبتنی بر خریدوفروش دین است. مشهور فقهای شیعه خریدوفروش دین واقعی را مجاز می‌شمارند. اوراق استصناع موازی که اسناد دین واقعی است، براساس فتوای مشهور فقهای شیعه خریدوفروش آنها هم در بازار اولی و هم در بازار ثانوی جایز است (همان، ص ۶۰۹). بنابراین، می‌توان از اوراق استصناع به‌عنوان ابزار برای اعمال سیاست پولی بهره برد؛ ولی مطابق دیدگاه برخی فقهای امامی و مشهور عالمان اهل سنت خریدوفروش دین جایز نیست؛ ازاین‌رو، قبل از احداث طرح یا تولید کالا، اوراق استصناع قابلیت خریدوفروش ندارد.

برای رفع این مشکل، اوراق استصناع اجاره به شرط تملیک پیشنهاد شده است که ابتدا سفارش ساخت دارایی مورد نظر بر پایه عقد استصناع داده می‌شود و پس از ساخت دارایی، براساس عقد اجاره به شرط تملیک به متقاضی واگذار می‌شود. به این طریق پس از ساخت دارایی مورد نظر، دارندگان این اوراق می‌توانند در بازار ثانوی به خریدوفروش سهم مشاع خود از دارایی فیزیکی بپردازند (همان، ص ۶۱۰). از نظر فقهی همه قراردادهای مورد استفاده در بازارهای اولی و ثانوی این نوع اوراق استصناع، از قبیل وکالت، اجاره و فروش سهم مشاع از دارایی فیزیکی اجاره داده شده، به اتفاق نظر اکثر فقها صحیح است.

۳-۴-۳. کارایی سیاست پولی اوراق استصناع

با توجه به آثار و کارکردهای اقتصادی اوراق استصناع، این اوراق می‌تواند یکی از ابزارهای مناسب برای اجرای سیاست‌های پولی از طریق عملیات بازار باز باشد. یعنی بانک مرکزی در زمان رکود که تصمیم بر سیاست پولی انبساطی است، وارد بازار ثانوی اوراق استصناع شده، با پیشنهاد قیمت بالاتر از قیمت بازار، اوراق استصناع در دست مردم و بانک‌های تجاری را خریداری کند و

به این ترتیب حجم نقدینگی جامعه و قدرت اعتباری بانک‌ها را افزایش دهد و در زمان تورم که تصمیم بر سیاست پولی انقباضی است، با کاهش قیمت اوراق استصناع در دست خود، این اوراق را بفروشد و به این طریق نقدینگی مازاد در دست مردم و بانک‌های تجاری را جذب کند (همان).

۴. اوراق عملیات شبه‌بازار باز در اقتصاد اسلامی

در کشورهایی که بازار کارآمد برای عملیات بازار باز وجود ندارد، می‌توان از عملیات شبه‌بازار باز برای اجرای سیاست‌های پولی استفاده کرد. عملیات شبه‌بازار باز عبارت از انتشار اوراق بهادار و خرید و فروش آن در بازار اولیه برای اعمال سیاست‌های پولی است (نظریور و موسویان، ۱۳۹۳، ص ۲۵۸-۲۶۰ و نودهی، ۱۳۸۷، ص ۱۷۷).

برای مدیریت نقدینگی در اقتصاد اسلامی نیز می‌توان از عملیات شبه‌بازار باز به‌عنوان واسطه‌ای برای دستیابی به عملیات بازار باز استفاده کرد؛ ولی استفاده کارآمد از عملیات شبه‌بازار باز برای مدیریت نقدینگی در اقتصاد اسلامی به ابزارهای کارآمد و مطابق با موازین شریعت اسلامی نیاز دارد. در اینجا تعدادی از اوراقی بررسی می‌شوند که در برخی کشورهای اسلامی برای عملیات شبه‌بازار باز استفاده می‌شوند.

۴-۱. اوراق ودیعه بانک مرکزی

در کشور مالزی از سوی بانک مرکزی اوراقی تحت عنوان گواهی نگهداری منابع مالی مازاد بانک‌ها با سررسیدهای متغیر منتشر می‌شود. سازوکار این ابزار به‌گونه‌ای است که مؤسسات و بانک‌های اسلامی، منابع مازاد خود را تحت عقد ودیعه در اختیار بانک مرکزی قرار می‌دهند. بانک مرکزی تحت این قرارداد، هیچ تعهدی به پرداخت بازدهی و سود به آنها ندارد و در عوض مبلغی را به‌عنوان هبه در سررسید متناسب با متوسط بازدهی حساب سرمایه‌گذاری مضاربه بین‌بانکی پرداخت می‌کند. این ابزار در راستای تسهیل عملیات مدیریت نقدینگی بانک مرکزی از طریق جذب مازاد نقدینگی بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی کاربرد دارد (ندری و محرابی، ۱۳۹۴، ص ۱۷).

گواهی ودیعه بانک مرکزی مالزی از نظر شرعی اشکالی ندارد؛ زیرا این گواهی براساس عقد ودیعه ایجاد شده است. شرط زیاده هم ندارد و سود آن به‌عنوان هبه پرداخت می‌شود. ولی از نظر سیاست پولی مدیریت نقدینگی کارایی ندارد؛ زیرا دایره آن محدود به بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی است و به‌دلیل معین نبودن سود آن مورد استقبال بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی نیز قرار نمی‌گیرد؛ از این رو، تأثیری بر نقدینگی در اقتصاد ندارد و ابزار مناسبی برای عملیات شبه‌بازار باز نیست.

در کشور اندونزی نیز بانک مرکزی برای انجام عملیات بازار باز در بازار بین‌بانکی، اوراق ودیعه به‌عنوان ابزاری جهت مدیریت نقدینگی بانک‌هایی منتشر می‌کند که براساس شریعت عمل می‌کنند. این اوراق برای وجوه پس‌انداز کوتاه‌مدت در دوره‌های یک هفته و چند هفته است که سود و زیان آن روزانه محاسبه می‌شود.

اوراق ودیعه بانک مرکزی اندونزی براساس عقد جُعّاله طراحی شده است؛ بدین معنا که بانک مرکزی اعلام می‌کند قصد دارد تورم را به میزانی که تشخیص می‌دهد مثلاً دو درصد کاهش دهد و هرکس در انجام این کار مشارکت کند، مستحق جُعّال و پاداش خواهد بود. براساس این، بانک‌های دارای مازاد نقدینگی در بازار بین‌بانکی نسبت به خرید این اوراق اقدام می‌کنند و در سررسید به سود مورد نظر دست می‌یابند. نرخ سود این اوراق پایین‌تر از نرخ بازدهی بازار پولی بین‌بانکی اسلامی و متناسب با سپرده‌های سرمایه‌گذاری مضاربه است (همان، ص ۲۶-۲۷).

اوراق ودیعه بانک مرکزی اندونزی که براساس عقدهای ودیعه و جُعّاله طراحی شده است، از نظر شرعی اشکالی ندارد. ولی از نظر سیاست پولی مدیریت نقدینگی کارایی ندارد؛ زیرا مدت آن کوتاه است و دایره آن به نقدینگی مازاد بانک‌های اسلامی محدود می‌باشد. از این رو، بر حجم نقدینگی در اقتصاد تأثیری ندارد و ابزار مناسبی برای عملیات شبه‌بازار باز نیست.

۲-۴. اوراق اجاره بانک مرکزی

در کشور بحرین، بانک مرکزی نوعی اوراق سرمایه‌گذاری منتشر می‌کند که بیانگر مالکیت واحدهای سرمایه‌گذاری با ارزش برابر از دارایی‌های بادوام فیزیکی می‌باشد و به یک قرارداد اجاره پیوند خورده است. این اوراق اجاره بلندمدت و بین سه تا ده سال است و از طریق ایجاد تسهیلات بازخرید در سررسید از سوی بانک مرکزی در بازار بورس بحرین قابل خرید و فروش می‌باشد. بازدهی این اوراق اجاره هم می‌تواند ثابت یا شناور باشد و به‌صورت سالانه پرداخت می‌شود. از این اوراق می‌توان در اجرای سیاست‌های پولی نیز استفاده کرد (همان، ص ۲۸-۳۱).

اوراق بهادار اجاره بانک مرکزی بحرین که بر مبنای عقد اجاره طراحی شده است، از نظر شرعی اشکالی ندارد و از نظر سیاست پولی نیز به دلایل داشتن سود مطمئن، ریسک پایین، نقدشوندگی بالا و بلندی مدت، کارایی لازم را دارد. بنابراین، بانک مرکزی می‌تواند از این اوراق برای اجرای سیاست پولی مدیریت نقدینگی در عملیات شبه‌بازار باز در اقتصاد اسلامی استفاده کند.

۳-۴. اوراق اجاره دولتی و بانک مرکزی

اوراق اجاره دولتی و بانک مرکزی در کشور سودان منتشر می‌شود و نشان‌دهنده مالکیت بخشی از دارایی‌های بانک مرکزی یا دولت است که از محل اجاره‌بهای آن دارایی‌ها، از قبیل ساختمان یا دیگر دارایی‌ها به صاحبان اوراق، اجاره داده می‌شود و این اجاره‌بها در واقع، همان سود اوراق اجاره را تشکیل می‌دهد. مدت قرارداد اجاره مشخص است و می‌توان اجاره‌بها را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهانه، فصلانه یا سالانه پرداخت کرد. از آنجاکه اوراق اجاره، اوراق بهاداری است که بیانگر مالکیت مشاع فرد است، می‌توان آن را در بازار ثانوی و به قیمتی معامله کرد که به وسیله عامل‌های بازار تعیین می‌شود. انتشار اوراق اجاره باید تنها از طریق نهاد واسط انجام پذیرد و پس از واگذاری اوراق بهادار به سرمایه‌گذاران، نهاد واسط ضمن انتقال اوراق به دارندگان اوراق، خود را به‌عنوان وکیل دارندگان در امر انعقاد قراردادهای مربوط به دارایی مبنای انتشار اوراق معرفی می‌کند. این اوراق اجاره دارای ویژگی‌های زیر است:

✓ بانک مرکزی می‌تواند از این ابزار برای انجام عملیات بازار باز و کنترل نقدینگی استفاده کند؛

✓ این اوراق در بورس قابل معامله است؛ ولی بازخرید آنها تنها توسط بانک مرکزی امکان‌پذیر است؛

✓ عرضه این اوراق با توجه به قابلیت دسترسی به دارایی‌ها جهت فروش و بازگرداندن مورد اجاره محدود است (همان، ص ۲۴).

اوراق اجاره دولتی و بانک مرکزی سودان که مبتنی بر عقد اجاره و نشان‌دهنده مالکیت بخشی از دارایی‌های دولت و بانک مرکزی می‌باشند، از نظر شرعی اشکالی ندارند و از نظر سیاست پولی مدیریت نقدینگی نیز کارایی دارند؛ چون به دلیل داشتن سود مطمئن و ریسک پایین آنها مورد استقبال مردم، بانک‌ها و مؤسسات قرار می‌گیرند. بنابراین، دولت و بانک مرکزی می‌توانند از این اوراق در عملیات شبه‌بازار باز برای اجرای سیاست پولی در اقتصاد اسلامی استفاده کنند.

۴-۴. اوراق مشارکت دولتی

وزارت مالیه سودان در سال ۱۹۹۹، به‌ازای سهم دولت در مالکیت مؤسسه‌ها و بنگاه‌های سودده، اوراق بهادار مشارکت دولتی منتشر کرد. این اوراق مبتنی بر قرارداد مشارکت در سود و زیان و با پشتوانه دارایی است. دارندگان گواهی مشارکت دولتی، افزون‌بر ارزش اسمی ثابت، سهمی از منافع حاصل از مجموع فعالیت‌های مؤسسه‌ها و شرکت‌ها را نیز به دست خواهند آورد. این

مؤسسه‌ها و شرکت‌ها ملزم به ارائه حساب‌های بررسی‌شده فصلی هستند. مهم‌ترین ویژگی‌های اوراق مشارکت دولتی سودان به قرار زیر می‌باشند:

- ✓ این اوراق کسری بودجه دولت را به واسطه یک ابزار غیرتورمی جبران می‌کند و هم به‌عنوان ابزاری برای عملیات بازار باز می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد؛
- ✓ این اوراق بهادار با سررسید کوتاه‌مدت، ثابت و یک‌ساله است؛
- ✓ سودهای این اوراق بهادار، حقیقی است که از سود دارایی‌ها و سرمایه هر سهم ناشی می‌شود؛
- ✓ این اوراق قابل مبادله و انتقال در بورس هستند و در دسترس بانک‌ها و سایر مؤسسات مالی، شرکت‌های دولتی و خصوصی و افراد قرار می‌گیرد؛
- ✓ دولت با خرید این اوراق را به قیمت اسمی ثابت و منافع حاصله تضمین می‌کند (ندری و محرابی، ۱۳۹۴، ص ۲۳؛ نودهی، ۱۳۸۷، ص ۱۸۳-۱۸۴).

اوراق مشارکت دولتی سودان که ابزاری مبتنی بر قرارداد شرکت در سود و زیان و با پشتوانه دارایی است، از نظر شرعی اشکالی ندارد و از نظر اقتصادی و مدیریت نقدینگی نیز کارایی دارند؛ چون پول‌های جمع‌آوری شده به‌سوی تولید کالاها و خدمات هدایت می‌شود و به‌دلیل داشتن سود مطمئن و ریسک پایین آن، مورد استقبال مردم، بانک‌ها و مؤسسات قرار می‌گیرد. از این رو، به‌سرعت بازار ثانوی برای این اوراق شکل گرفت و در بازارهای مالی خارطوم به‌راحتی قابل تبدیل به پول نقد بود (نودهی، ۱۳۸۷، ص ۱۸۴). بنابراین، دولت می‌تواند برای اجرای سیاست پولی مدیریت نقدینگی در اقتصاد اسلامی از این اوراق در عملیات شبه‌بازار باز استفاده کند.

۵-۴. اوراق مشارکت بانک مرکزی

در کشور سودان، یک نوع اوراق بهادار مبتنی بر قرارداد مشارکت در سود و زیان و با پشتوانه دارایی است که با مشارکت بانک مرکزی و وزارت مالیه این کشور جهت مالکیت بخشی از دارایی‌های بانک‌های تجاری منتشر شد. دارندگان این اوراق سهامداران واقعی نیستند و سودی به آنها پرداخت نمی‌شود؛ بلکه عایدی آنها ارزش اسمی سهام به‌اضافه منفعت و یا زیان حاصله است. از سوی دیگر، ریسک نگهداری این اوراق با توجه به تنوع دارایی‌ها پایین بوده و با توجه به فروش این اوراق در مزایده، بازدهی آن به تفاوت بین نرخ خرید و فروش بستگی دارد.

این اوراق با سررسید میان‌مدت، قابل انتقال و مبادله در بازار بورس است و می‌تواند به‌منظور تسویه بدهی یا به‌عنوان اوراق بهادار در قبال تأمین مالی مورد استفاده قرار گیرند. افزون‌براین، کاملاً

نقد بوده و در صورت نبودن خریدار، بانک مرکزی سودان خرید آنی آنها را تقبل می‌کند. بانک مرکزی می‌تواند از این ابزار برای هدایت عملیات پولی استفاده کند. این ابزار فرصتی را برای مردم و بانک‌ها جهت سرمایه‌گذاری ذخایر اضافی آنها ایجاد می‌کند. دسترسی به این گواهی مشارکت برای بانک‌های تجاری، شرکت‌هایی با مالکیت دولتی و شرکت‌های بیمه با محدودیت همراه است (همان، ص ۲۲).

این اوراق از طریق بانک مرکزی در کنترل نقدینگی مورد استفاده قرار می‌گیرد؛ به این صورت که هنگامی که بانک مرکزی احساس کرد فعالیت‌های اقتصادی نیازمند نقدینگی است به خرید این اوراق از مالکان آن اقدام می‌کند و هنگامی که احساس کرد نقدینگی در جامعه فراوان شده است اوراقی را که برای فروش دارد به مقدار لازم عرضه می‌کند. طبیعی است قیمتی را که بانک مرکزی برای فروش اوراق در هر زمان تعیین می‌کند، نقش مهمی در خرید و فروش این اوراق ایفا می‌کند (نودهی، ۱۳۸۷، ص ۱۸۳).

اوراق مشارکت بانک مرکزی سودان که ابزاری مبتنی بر قرارداد مشارکت در سود و زیان و با پشتوانه دارایی است، نیز از نظر شرعی اشکالی ندارد و از نظر اقتصادی و مدیریت نقدینگی نیز کارایی دارد؛ چون پول‌های جمع‌آوری شده به سوی تولید کالاها و خدمات هدایت می‌شود و به دلیل نقدشوندگی بالا و ریسک پایین آن مورد استقبال مردم، بانک‌ها و مؤسسات قرار می‌گیرد. برای این اوراق نیز به زودی در کشور سودان بازار ثانوی شکل گرفت و در بازارهای مالی خارطوم به راحتی قابل تبدیل به پول نقد بود (نودهی، ۱۳۸۷، ص ۱۸۴). بنابراین، بانک مرکزی می‌تواند از این اوراق در عملیات شبه‌بازار باز برای اجرای سیاست پولی مدیریت نقدینگی در اقتصاد اسلامی استفاده کند.

در ایران نیز براساس ماده ۹۱ قانون برنامه‌های سوم و چهارم توسعه و تصویب شورای پول و اعتبار و مجلس شورای اسلامی، بانک مرکزی از سال ۱۳۷۹ به بعد هر ساله برای کنترل و هدایت حجم پول در گردش اوراق مشارکت منتشر کرده است (آریا، ۱۳۸۵، ص ۱۳۵؛ پایگاه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، «ابزارهای سیاست پولی در ایران»).

اوراق مشارکت بانک مرکزی ایران، از نظر مدیریت نقدینگی، یکی از ابزارهای مهم سیاست انقباضی و اجرای عملیات شبه‌بازار باز می‌باشد و به‌ویژه در صورتی که وجوه این اوراق نزد بانک مرکزی مسدود شود، از حجم نقدینگی و پایه پولی کاسته می‌شود. اما از نظر فقهی، اوراق مشارکت بانک مرکزی به دو دسته تقسیم می‌شود: اوراق مشارکت سرمایه‌گذاری در طرح‌های اقتصادی و اوراق مشارکت مدیریت نقدینگی. اوراق مشارکتی که بانک مرکزی برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های

اقتصادی منتشر می‌کند و در فعالیت‌های اقتصادی نیز به کار گرفته می‌شود، سود آن که حاصل از سرمایه‌گذاری اقتصادی می‌باشد، اشکال شرعی ندارد. پس، بانک مرکزی می‌تواند برای اجرای سیاست پولی مدیریت نقدینگی در اقتصاد اسلامی از این اوراق در عملیات شبه‌بازار باز استفاده کند. ولی اوراق مشارکتی که تنها برای مدیریت نقدینگی و جمع‌آوری نقدینگی مازاد و مهار افزایش سطح عمومی قیمت‌ها منتشر می‌شود و منابع حاصل از آن در هیچ فعالیت اقتصادی سرمایه‌گذاری نمی‌شود، سود آن که حاصل از سرمایه‌گذاری نیست، به نظر بعضی اقتصاددانان مسلمان، شبهه ربا پیدا می‌کند (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۶۴۲). ادامه بحث اوراق مشارکت بانک مرکزی ایران در مباحث اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی پیگیری می‌شود.

۶-۴. اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی

«اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی» یک نوع اوراق بهاداری است که بانک مرکزی در زمان افزایش یافتن نقدینگی و تورم در اقتصاد، به منظور کاهش نقدینگی و حفظ ارزش پول ملی، با سود علی‌الحساب معین منتشر می‌کند. بانک مرکزی با فروش این اوراق نقدینگی مازاد اقتصاد را جمع‌آوری و بلوکه می‌کند و برعکس، در زمان کاهش یافتن نقدینگی در اقتصاد، با خریدن اوراق مشارکت مردم، نقدینگی را در جامعه افزایش می‌دهد.

در عملیات بازار باز، که دولت اوراق بهادار خود را ارائه می‌دهد و بانک مرکزی آن را می‌خرد، سیاست انبساطی رخ می‌دهد؛ اما در عملیات شبه‌بازار باز که بانک مرکزی اوراق بهادار منتشر می‌کند و می‌فروشد، سیاست انقباضی رخ می‌دهد. حال با توجه به شرایط کشورهای در حال توسعه که نقدینگی بالایی دارند، انتشار «اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی» توسط بانک مرکزی می‌تواند راهگشا باشد و سیاست پولی انقباضی مناسبی در جهت جمع‌آوری نقدینگی اضافی شکل گیرد.

در عملیات شبه‌بازار باز با «اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی» باید وجوه حاصل از فروش این اوراق بلوکه یا در حساب مخصوص نگهداری شود و از چرخه اقتصاد بیرون رود؛ در درون اقتصاد با آن هیچ‌گونه فعالیتی انجام نشود و تنها در مواقع نیاز به اقتصاد جامعه تزریق شود. اما در عملیات بازار باز، با جمع‌آوری وجوه اضافی هم می‌توان نقدینگی را تغییر داد و هم از وجوه جمع‌آوری شده برای تأمین مالی انواع طرح‌های صنعتی، تولیدی و تأمین مالی کسری بودجه دولت استفاده کرد.

۴-۶-۱. حکم فقهی اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی

«اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی» براساس عقد شرکت ایجاد شده است. در عقد شرکت صاحب سرمایه به نسبت سرمایه خود در سود و زیان سرمایه‌گذاری شریک است و سودی که به صاحبان سرمایه داده می‌شود باید حاصل از سرمایه‌گذاری سرمایه باشد؛ چنان‌که در ماده ۲ قانون اوراق مشارکت آمده است: «دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط، شریک خواهند بود» (ضیایی، ۱۳۷۲، ص ۲۸۲).

اما در اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی، بانک مرکزی برای مدیریت نقدینگی در اقتصاد اسلامی با انتشار و فروختن این اوراق با سود علی‌الحساب معین، نقدینگی مازاد اقتصاد را جمع‌آوری و بلوکه می‌کند و این پول‌های جمع‌آوری شده را در هیچ فعالیت اقتصادی به کار نمی‌گیرد. حالا بحث در حکم شرعی سودهای اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی است که بانک مرکزی به صاحبان اوراق می‌دهد و حاصل از سرمایه‌گذاری پول‌های اوراق مشارکت در فعالیت اقتصادی نیست.

به نظر بعضی از اقتصاددانان مسلمان، اوراق مشارکتی که تنها برای مدیریت نقدینگی و جمع‌آوری نقدینگی مازاد و مهار افزایش سطح عمومی قیمت‌ها منتشر می‌شود و منابع حاصل از آن در هیچ فعالیت اقتصادی سرمایه‌گذاری نمی‌شود، سود آن، که حاصل از سرمایه‌گذاری نیست، شبیهه ربا پیدا می‌کند (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۶۴۱).

قبل از بیان حکم شرعی سود اوراق مشارکت طرح مدیریت نقدینگی، باید دانسته شود که منظور از سرمایه‌گذاری در فعالیت اقتصادی و سود حاصل از آن چیست؟ در حالت کلی، سرمایه‌گذاری عبارت از هرگونه کاربرد سرمایه به انتظار کسب درآمد است. برای هر واحد اقتصادی مورد نظر، سرمایه‌گذاری تغییر مثبت طی یک دوره معین است (تواناییان فرد، ۱۳۸۵، ص ۵۲۸). سرمایه‌گذاری بر دو دسته است: سرمایه‌گذاری واقعی، مانند ساختن یک کارگاه تولیدی و سرمایه‌گذاری مالی و پولی، مانند خرید اوراق مشارکت یا ایجاد پس‌انداز در بانک (همان، ص ۵۲۷). سرمایه‌گذاری بر سه نوع است:

الف) مبادله پولی در برابر یک شکل مالکیت که انتظار می‌رود با دوام و مثمر باشد؛ مانند خرید اوراق مشارکت و مالکیت‌های دیگری که اصل آن باقی بماند و درآمد رضایت‌بخشی عاید سازد؛

ب) خرید وسایل تولید به وسیله سرمایه پولی و برای تولید اضافی؛

ج) تغییر شکل سرمایه‌های نقدی به سرمایه‌های غیرنقدی به صورت اموال، ماشین، حقوق انحصار و تحقیق علمی (همان).

مجموع این سه نوع سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری کلی را در حسابداری ملی تشکیل می‌دهد. سرمایه‌گذاری خریداران اوراق مشارکت در طرح ملی مدیریت نقدینگی از دسته دوم، یعنی سرمایه‌گذاری مالی و پولی و از نوع اول، یعنی مبادله پولی در برابر یک شکل مالکیت شمرده می‌شود؛ اما سرمایه‌گذاری بانک مرکزی در طرح ملی مدیریت نقدینگی از دسته دوم، یعنی سرمایه‌گذاری مالی و پولی و از نوع سوم، یعنی تغییر شکل سرمایه‌های نقدی به سرمایه‌های غیرنقدی می‌باشد که نقدینگی مازاد اقتصاد بلوکه و راکد می‌شود؛ چون سرمایه‌گذاری در هر طرحی باید به‌حسب همان طرح سنجیده شود. سرمایه‌گذاری در طرح‌های عمرانی این است که پول‌های جمع‌آوری شده با انتشار اوراق مشارکت آن طرح‌ها برای ساختن آنها به کار گرفته شود؛ اما سرمایه‌گذاری در طرح ملی مدیریت نقدینگی این است که پول‌های جمع‌آوری شده با «اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی» در زمان افزایش نقدینگی، بلوکه و ذخیره شود و زمانی که پول در جامعه کمبود شود، بانک مرکزی از آن استفاده می‌کند.

بنابراین، «طرح ملی مدیریت نقدینگی» یک فعالیت اقتصادی است؛ بلوکه کردن پول‌های مازاد اقتصاد یک نوع سرمایه‌گذاری در فعالیت اقتصادی است و سود حاصل از سرمایه‌گذاری در این طرح، فواید اقتصادی و اجتماعی، مانند حفظ و تقویت ارزش پول ملی و کاهش تورم و قیمت‌ها می‌باشد. با توجه به مطالب و توضیحات یادشده، حکم شرعی سود اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی به سه عنوان بیان می‌شود:

الف) سود اوراق مشارکت طرح مدیریت نقدینگی به‌عنوان سود حاصل از سرمایه‌گذاری: گفته شد که سرمایه‌گذاری و سود در هر طرحی باید به‌حسب همان طرح سنجیده شوند. طرح ملی مدیریت نقدینگی یک فعالیت اقتصادی است. بلوکه کردن پول‌های مازاد اقتصاد در زمان افزایش نقدینگی و تورم توسط بانک مرکزی یک نوع سرمایه‌گذاری در فعالیت اقتصادی است که سود آن، فواید اقتصادی و اجتماعی، مانند کاهش تورم و قیمت‌ها و حفظ ارزش پول ملی می‌باشد. بانک مرکزی که عامل و مجری این سرمایه‌گذاری است، فواید این سرمایه‌گذاری را براساس ارزش پولی سنجیده و محاسبه می‌کند و درصد آن ارزش افزوده را به‌عنوان سود به صاحبان اوراق مشارکت می‌دهد. همان‌گونه که گاهی در قرارداد مزارعه، عامل محصولات را با پول قیمت‌گذاری می‌کند و به‌جای دادن قسمتی از محصولات، قیمت آن را به صاحب زمین می‌دهد. همچنین، در اوراق مشارکت ساختن یک جاده، بعد از تکمیل جاده، جاده و فواید اقتصادی و اجتماعی آن به پول سنجیده و قیمت‌گذاری می‌شود و مبلغ افزون‌بر هزینه به‌عنوان سود به صاحبان اوراق مشارکت داده می‌شود. بنابراین، سود اوراق مشارکت طرح مدیریت نقدینگی، که از سرمایه‌گذاری در یک فعالیت اقتصادی حاصل شده است، اشکال شرعی ندارد.

ب) سود اوراق مشارکت طرح مدیریت نقدینگی به‌عنوان قیمت خدمات پولی: مدیریت نقدینگی در اقتصاد که توسط بانک مرکزی انجام می‌گیرد، مانند طرح‌های عمرانی و خدماتی عمومی ساختن جاده، پل، سد، بیمارستان و مدرسه، یک طرح خدماتی اقتصادی و اجتماعی مفید برای اقتصاد و عموم مردم یک کشور است. از جمله فایده‌های اجرای طرح مدیریت نقدینگی کاهش تورم و قیمت‌ها و حفظ ارزش پول ملی و جلوگیری از ضررهای پولی مردم هستند. این فایده‌ها خدمات پولی‌ای هستند که با سرمایه‌گذاری، یعنی بلوکه کردن پول‌های «اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی» به دست آمده‌اند و باید قیمت این خدمات پرداخت شود. سود «اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی» که بانک مرکزی به صاحبان آن می‌دهد، در واقع، قیمت خدماتی است که بانک مرکزی با سرمایه‌گذاری پول‌های آن در فعالیت اقتصادی طرح ملی مدیریت نقدینگی انجام داده است. پس سود «اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی» بهای خدماتی است که بانک مرکزی با پول‌های آن انجام داده است و گرفتن آن اشکال شرعی ندارد.

ج) سود اوراق مشارکت طرح مدیریت نقدینگی به‌عنوان جُعل و پاداش مشارکت در این طرح: «اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی» براساس عقد جُعله طرح شود. به این صورت که بانک مرکزی با انتشار این اوراق اعلام می‌کند که هرکس در «طرح ملی مدیریت نقدینگی» شرکت کند و اوراق آن را خریداری و نگهداری کند، از سود علی‌الحساب معین آن برخوردار می‌شود. بنابراین، سودی که از سوی بانک مرکزی به صاحبان اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی داده می‌شود، همان جُعلی است که بانک مرکزی برای صاحبان آن قرار داده است؛ پس این سود اشکال شرعی ندارد.

د) سود اوراق مشارکت طرح مدیریت نقدینگی به‌عنوان سود تنزیل بدهی دولت: در این صورت «اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی» مبتنی بر بدهی دولت به بانک مرکزی است. بانک مرکزی به وکالت از دولت معادل طلب خود از دولت، اوراق و اسناد بدهی منتشر می‌کند و برای اجرای سیاست‌های پولی خود آن را به پول نقد به مبلغی کمتر از مبلغ اسمی آن به مردم می‌فروشد و وجوه حاصل از آن را که در تملک بانک مرکزی است می‌تواند مسدود کند. در سررسید هم بانک مرکزی به وکالت از دولت می‌تواند درباره بازخرید اوراق مشارکت اقدام کند (نودهی، ۱۳۸۷، ص ۱۹۵-۱۹۶ و ۱۹۸). اوراق مشارکت در این صورت مبتنی بر تنزیل یعنی بیع دین می‌باشد که بیع دین و سود آن از نظر مشهور فقیهان امامی بدون اشکال است. (نظری، ۱۳۹۱؛ موسویان، ۱۳۹۱، ص ۵۱۰؛ فراهانی‌فرد، ۱۳۷۸، ص ۱۷۷-۱۷۸).

با توجه به تجربه کشورهای پیشرفته که خود بانک مرکزی به انتشار اوراق بهادار اقدام نمی‌کند، بلکه برای اعمال سیاست پولی از طریق خرید و فروش اوراق بهادار موجود در بازار، به‌ویژه اسناد

خزانه دولتی، استفاده می‌کند؛ به این صورت که برای سیاست انبساط پولی با خرید اوراق خزانه، پول به بازار تزریق می‌کند و برای سیاست انقباض پولی، با فروش اوراق خزانه، پول مازاد را از بازار جمع‌آوری می‌کند؛ در اقتصاد اسلامی نیز بهتر است بانک مرکزی به جای انتشار اوراق مشارکت، به خرید و فروش اوراق مشارکت دولتی موجود در بازار ثانوی اقدام کند که در این صورت از نظر فقهی اشکال ندارد (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۶۴۲).

۴-۶-۲. کارایی سیاست پولی اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی

انتشار «اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی» در زمان افزایش حجم نقدینگی در اقتصاد باعث کاهش تورم و خرید آن در زمان کاهش نقدینگی در اقتصاد باعث رونق اقتصادی می‌شود که برای همه مردم یک کشور مفید است. زمانی که جامعه با میزان بالایی نقدینگی مواجه بوده و اقتصاد تورمی است، بانک مرکزی با انتشار و فروش «اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی» بخشی از نقدینگی را جذب می‌کند و به این طریق از فشار تقاضا و افزایش سطح عمومی قیمت‌ها می‌کاهد و برعکس زمانی که جامعه با کاهش نقدینگی مواجه است، به خرید اوراق مشارکت اقدام و از این طریق پول وارد جامعه می‌کند.

اوراق عملیات: بازار باز و شبه‌بازار باز در اقتصاد اسلامی ۱۳۹

انتشار و عرضه «اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی» از جمله ابزارهای سیاست انقباضی و اجرای عملیات شبه‌بازار باز می‌باشد؛ به‌ویژه در صورتی که وجوه این اوراق نزد بانک مرکزی مسدود شود از حجم نقدینگی کاسته می‌شود. در بخش پایه پولی نیز انتشار این اوراق موجب افزایش جزء بدهی‌های بانک مرکزی و کاهش پایه پولی خواهد شد. از این رو، در مجموع، انتشار اوراق مشارکت موجب کاهش رشد نقدینگی را فراهم می‌کند. در واقع، این اوراق مشارکت سیاست‌گذار پولی را قادر می‌نماید تا در مواقع لزوم از طریق کنترل نقدینگی، دستیابی به نرخ تورم پایین را میسر کند.

با توجه به مطالب و توضیحاتی که درباره «اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی» آمد، از نظر شرعی استفاده از این اوراق در عملیات شبه‌بازار باز در اقتصاد اسلامی اشکالی ندارد و این اوراق کارایی لازم را برای اجرای سیاست‌های پولی در اقتصاد اسلامی دارد. بنابراین، بانک مرکزی می‌تواند از این اوراق در عملیات شبه‌بازار باز برای اجرای سیاست‌های پولی مدیریت نقدینگی در اقتصاد اسلامی استفاده کند.

۵. نتیجه‌گیری

با بررسی عملیات بازار باز و شبه‌بازار باز و اوراق بهاداری که برای عملیات بازار باز و شبه‌بازار باز در اقتصاد اسلامی مطرح شدند، نتایج ذیل به دست آمده‌اند:

الف) عملیات بازار باز در کشورهای که بازار توسعه یافته مالی دارند، قابل‌اجراست. کشورهای که بازار مالی عمیق ندارند، برای رسیدن به عملیات بازار باز از عملیات شبه‌بازار باز استفاده کنند؛

ب) اوراق بهاداری که در عملیات بازار باز و شبه‌بازار باز در اقتصاد اسلامی به کار گرفته می‌شوند، باید کارآمد و هماهنگ با موازین اقتصاد اسلامی باشند؛

ج) مهم‌ترین اوراق بهادار برای عملیات بازار باز در اقتصاد اسلامی «اوراق مرابحه»، «اوراق اجاره»، «اوراق مشارکت» و «اوراق استصناع» می‌باشند و مجموع آنها می‌تواند جایگزین اوراق قرضه شوند؛

د) اوراق بهاداری که در برخی کشورهای اسلامی برای عملیات شبه‌بازار باز استفاده می‌شوند، «اوراق ودیعه بانک مرکزی»، «اوراق اجاره بانک مرکزی»، «اوراق اجاره دولتی و بانک مرکزی»، «اوراق مشارکت دولتی» و «اوراق مشارکت بانک مرکزی» هستند. از میان این اوراق بهادار «اوراق ودیعه بانک مرکزی» برای اجرای سیاست‌های پولی کارایی ندارد و سود «اوراق مشارکت بانک مرکزی ایران»، به نظر بعضی اقتصاددانان مسلمان، شبهه ربا پیدا می‌کند و بقیه آنها از نظر شرعی اشکالی ندارند و کارایی لازم را برای اجرای سیاست‌های پولی نیز دارند؛

ه) استفاده از «اوراق مشارکت طرح ملی مدیریت نقدینگی» برای عملیات شبه‌بازار باز در اقتصاد اسلامی و گرفتن سود آن، با توضیحاتی که داده شد، از نظر شرعی اشکالی ندارد و از نظر مدیریت نقدینگی کارایی بالایی دارد.

منابع

۱. آریا، کیومرث (۱۳۸۵). سیاست‌های پولی و ارزی، اولویت‌ها و گرایش‌ها. چاپ اول، تهران: انتشارات کویر.
۲. پایگاه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران www.cbi.ir، «ابزارهای سیاست پولی در ایران».
۳. توانابان‌فرد، حسن (۱۳۸۵). فرهنگ تشریحی اقتصاد. چاپ اول، تهران: نشر الکترونیکی و اطلاع‌رسانی جهان رایانه.
۴. رحمانی، تیمور، اسدالله‌زاده، میررستم (۱۳۹۴). پول و ارز و بانکداری. چاپ اول، تهران: انتشارات طراحان ایماژ.
۵. رحیمی، زهرا (۱۳۸۱). بررسی آثار اقتصادی انتشار اوراق مشارکت. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۶. داودی، پرویز، و صمصامی، حسین (۱۳۸۸). اقتصاد پول و بانکداری. چاپ اول، تهران: انتشارات دانشگاه شهید بهشتی.
۷. زرقاء، مصطفی احمد (۱۴۱۲). مجلة الفقه الاسلامی. جده: مؤتمر مجمع الفقه الاسلامی.
۸. صبری، هارون (۱۹۹۹). احکام الاسواق المالیه. اردن: دارالفنائس.
۹. ضیایی، منوچهر (۱۳۷۲). قانون عملیات بانکی بدون ربا. تهران: مؤسسه تحقیقاتی پولی و بانکی.
۱۰. فراهانی‌فرد، سعید (۱۳۷۸). سیاست‌های پولی در بانکداری بدون ربا. چاپ اول، قم: مرکز انتشارات دفتر تبلیغات اسلامی.
۱۱. موسویان، سیدعباس (۱۳۹۰). طرح تحول نظام بانکی. چاپ اول، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۱۲. موسویان، سیدعباس (۱۳۹۱). بازار سرمایه اسلامی. چاپ اول، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۱۳. نجفی، محمدحسن (۱۳۶۸). جواهر الکلام. چاپ نهم، تهران: دارالکتب الاسلامیه.
۱۴. ندری، کامران، و محرابی، لیلا (۱۳۹۴). تجربه کشورهای مختلف اسلامی در به‌کارگیری ابزارهای مالی منطبق با شریعت در بازار پول بین‌بانکی اسلامی. فصلنامه مطالعات مالی و بانکداری اسلامی، ۱، ۱-۳۷.

۱۵. نظریور، محمدنقی، و موسویان، سیدعباس (۱۳۹۳). بانکداری بدون ربا از نظریه تا تجربه. چاپ اول، قم: دانشگاه مفید.
۱۶. نظری، علی (۱۳۹۲). عملیات شبه‌بازار باز در نظام بانکداری اسلامی، مجموعه مقالات بیست و دومین همایش سیاست‌های پولی و ارزی اسلامی، چاپ اول، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۱۷. نودهی، محسن (۱۳۸۷). بررسی امکان طراحی اوراق مناسب عملیات شبه‌بازار باز. فصلنامه اقتصاد اسلامی، ۳۰(۸)، ۱۷۳-۲۱۰.
۱۸. هادوی‌تهرانی، مهدی (۱۳۸۷). مبانی فقهی اوراق مشارکت. مجموعه مقالات دهمین سمینار بانکداری اسلامی، چاپ اول، تهران: مؤسسه عالی بانکداری ایران.