

طراحی مدل های عملیاتی اوراق بهادار (صلوکون) جهت انجام عملیات بازار باز:  
چارچوبی نوین برای سیاست گذاری پولی اسلامی

با مقدمه حضرت آیت ... محمد علی تسخیری

نویسندگان:

دکتر حسین میثمی  
دکتر کامران ندری



## فهرست مطالب

سخن ناشر.....	۲۱
مقدمه حضرت آیت الله محمد علی تسخیری.....	۲۱
مقدمه نویسندگان.....	۲۵
<b>فصل اول: کلیات و مفاهیم.....</b>	<b>۲۹</b>
۱-۱. مقدمه.....	۲۹
۲-۱. مسئله پژوهش.....	۲۹
۳-۱. پیشینه پژوهش.....	۳۲
۴-۱. اهداف و سؤالات.....	۴۱
۵-۱. روش شناسی و نوآوری.....	۴۲
۶-۱. پیش فرض ها و قلمرو.....	۴۳
۷-۱. فصول تحقیق.....	۴۴
<b>فصل دوم: عملیات بازار باز در ادبیات اقتصادی و تجارب کشورهای مختلف در استفاده از ابزارها و</b>	
<b>شیوه های متعارف.....</b>	<b>۴۷</b>
۱-۲. مقدمه.....	۴۷
۲-۲. سیاست گذاری پولی در اقتصاد متعارف.....	۴۹
۱-۲-۲. تعریف.....	۴۹
۲-۲-۲. اهداف.....	۵۰
۳-۲-۲. جایگاه و اهمیت قاعده سیاستی.....	۵۱
۴-۲-۲. لنگر اسمی و گزینش ابزار مناسب.....	۵۴
الف. لنگر ارزی.....	۵۵

۶ □ طراحی مدل‌های عملیاتی اوراق بهادار (صکوک) جهت انجام عملیات بازار باز

- ب. لنگر پولی ..... ۵۶
- ج. لنگر نرخ تورم ..... ۵۷
- ۵-۲-۵. هدف‌گذاری تورمی: چارچوب نوین سیاست‌گذاری پولی ..... ۵۹
- الف. تعریف و ماهیت ..... ۶۰
- ب. تاریخچه ..... ۶۰
- ج. اصول و مبانی ..... ۶۲
- د. سازوکار ..... ۶۴
- ه. شیوه‌های اجرائی ..... ۶۵
- \* عملیات بازار باز ..... ۶۵
- \* تسهیلات قاعده‌مند ..... ۶۶
- \* ذخایر قانونی ..... ۶۷
- \* خرید و فروش ارز ..... ۶۸
- \* ترغیب اخلاقی ..... ۶۸
- و. مزیت‌های عملیات بازار باز ..... ۶۹
- ۳-۲. عملیات بازار باز در بانکداری مرکزی نوین ..... ۷۰
- ۱-۳-۲. تعریف ..... ۷۰
- ۲-۳-۲. ماهیت ..... ۷۰
- ۳-۳-۲. اهداف ..... ۷۰
- ۴-۳-۲. سازوکار (عملیات بازار باز در کریدور بهره تسهیلات قاعده‌مند) ..... ۷۱
- ۵-۳-۲. زیرساخت‌های مورد نیاز ..... ۷۲
- ۶-۳-۲. مشخصه‌های اوراق مبنای عملیات بازار باز ..... ۷۳
- الف. حداقل ریسک ..... ۷۴
- ب. قابلیت معامله در بازار ..... ۷۵
- ج. نقدشوندگی ..... ۷۶
- د. دوره زمانی کوتاه‌مدت ..... ۷۶
- ه. نرخ بهره قطعی ..... ۷۶
- و. قابلیت قبض و بسط پایه پولی ..... ۷۶
- ز. قابلیت وثیقه‌گذاری ..... ۷۷
- ۴-۲. تجارب کشورهای منتخب در اجرای عملیات بازار باز ..... ۷۷
- ۱-۴-۲. کشورهای انجام‌دهنده عملیات بازار باز بر روی اوراق بهادار دولتی ..... ۷۸

فهرست مطالب □ ۷

الف. ایالات متحده آمریکا	۷۸
ب. استرالیا	۸۲
ج. ترکیه	۸۵
* جمع‌بندی	۸۹
۲-۴-۲. کشورهای انجام‌دهنده عملیات بازار باز بر روی اوراق بهادار بانک مرکزی	۹۲
الف. تایلند	۹۲
ب. مکزیک	۹۵
* جمع‌بندی	۹۶
۳-۴-۳. مقایسه عملیات بازار باز بر روی اوراق دولتی و اوراق بانک مرکزی	۹۷
الف. هزینه‌های اقتصادی و ضرر بانک مرکزی	۹۸
ب. خطر تجزیه بازار اوراق بهادار	۹۹
ج. کاهش فشار به ترانزنامه بانک مرکزی جهت تأمین مالی دولت	۹۹
د. توسعه بازار اوراق بهادار کوتاه‌مدت (بازارسازی)	۱۰۰
ه. وجود بازار ثانویه با عمق کافی	۱۰۰
و. تعامل بالای سیاست پولی و سیاست مالی	۱۰۱
ز. آزادی عمل بانک مرکزی	۱۰۱
ح. فقدان ویژگی‌های مناسب در اوراق مبنای عملیات	۱۰۱
* جمع‌بندی	۱۰۲
۵-۲. ماهیت حقوقی سیاست‌گذاری پولی و عملیات بازار باز	۱۰۴
۶-۲. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری	۱۰۷
<b>فصل سوم: عملیات بازار باز از منظر فقهی و تجارب کشورهای مختلف در استفاده از ابزارهای جایگزین اسلامی</b>	
جایگزین اسلامی	۱۱۹
۱-۳. مقدمه	۱۱۹
۲-۳. معیارهای فقهی در طراحی ابزارهای مالی جهت انجام عملیات بازار باز	۱۲۰
۱-۲-۳. ضوابط عمومی قراردادها	۱۲۰
الف. اصل صحت قراردادها	۱۲۱
ب. اصل لزوم قراردادها	۱۲۲
ج. ممنوعیت اکل مال به باطل	۱۲۲
د. ممنوعیت ربا	۱۲۳
ه. ممنوعیت ضرر و ضرار	۱۲۴

۸ □ طراحی مدل‌های عملیاتی اوراق بهادار (صکوک) جهت انجام عملیات بازار باز

- و. ممنوعیت غرر ..... ۱۲۴
- ز. ممنوعیت معاملات صوری و وجود اتحاد مالکیت ..... ۱۲۴
- ۲-۲-۳. ضوابط اختصاصی قراردادها ..... ۱۲۷
- الف. قرض ..... ۱۲۸
- ب. بیع ..... ۱۳۰
- ج. اجاره ..... ۱۳۱
- د. جعاله ..... ۱۳۲
- ه. شرکت ..... ۱۳۳
- ۳-۳. تحلیل فقهی سیاست‌گذاری پولی و عملیات بازار باز متعارف ..... ۱۳۳
- ۱-۳-۳. مشروعیت و ضرورت کنترل تورم در چارچوب اسلامی ..... ۱۳۴
- ۲-۳-۳. مشروعیت استفاده از نرخ منابع در بازار پول جهت دستیابی به تورم هدف ..... ۱۳۶
- ۳-۳-۳. حرمت ربا در روابط بانک مرکزی و بانک‌ها در بازار پول (بازار بین بانکی) ..... ۱۳۹
- ۴-۳-۳. تحلیل انگیزه‌های معاملاتی سیاست‌گذار پولی از منظر فقهی ..... ۱۴۳
- الف. نفع عقلایی نوعی ..... ۱۴۵
- ب. نفع عقلایی نوعی و نفع عقلایی شخصی واقعی ..... ۱۴۶
- ج. نفع عقلایی نوعی، نفع عقلایی شخصی واقعی و نفع عقلایی شخصی ذهنی ..... ۱۴۸
- د. تحلیل نفع مورد غرض سیاست‌گذار پولی ..... ۱۴۹
- ۵-۳-۳. صوری نبودن معاملات بانک مرکزی جهت سیاست‌گذاری پولی ..... ۱۵۱
- ۶-۳-۳. تحلیل فقهی شیوه‌های عملیاتی سیاست‌گذاری پولی ..... ۱۵۳
- الف. ذخایر قانونی ..... ۱۵۳
- ب. تسهیلات قاعده‌مند ..... ۱۵۳
- ج. عملیات بازار باز ..... ۱۵۴
- د. توافق با خرید (رپو) و چالش بیع‌العینه ..... ۱۵۵
- ۴-۳. تجربه کشورهای مختلف در طراحی و استفاده از ابزارهای جایگزین اسلامی جهت انجام عملیات بازار باز ..... ۱۵۵
- ۱-۴-۳. سودان ..... ۱۵۶
- الف. تبیین ..... ۱۵۶
- ب. نقد ..... ۱۵۹
- ۲-۴-۳. مالزی ..... ۱۵۹
- الف. تبیین ..... ۱۵۹

ب. نقد	۱۶۳
۳-۴-۳. اندونزی	۱۶۴
الف. تبیین	۱۶۴
ب. نقد	۱۶۵
۳-۵. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری	۱۶۶
<b>فصل چهارم: آسیب‌شناسی فقهی - اقتصادی اوراق مشارکت بانک مرکزی جهت انجام عملیات</b>	
<b>بازر بازار در نظام پولی کشور.</b>	
۱-۴. مقدمه	۱۷۷
۲-۴. تجربه انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی در ایران	۱۷۸
۱-۲-۴. تعریف	۱۷۹
۲-۲-۴. ارکان	۱۸۰
۳-۲-۴. تاریخچه	۱۸۰
۴-۲-۴. آمار و ارقام	۱۸۳
۵-۲-۴. شیوه اجرایی	۱۸۶
۶-۲-۴. ویژگی‌های اساسی	۱۸۹
۷-۲-۴. ماهیت فقهی	۱۸۹
۸-۲-۴. مبانی قانونی	۱۹۰
۳-۴. چالش‌های اوراق مشارکت بانک مرکزی	۱۹۱
۱-۳-۴. چالش‌های فقهی - حقوقی	۱۹۲
الف. شبهه فقدان طرح‌های سودده اقتصادی	۱۹۲
ب. شبهه واقعی نبودن نرخ سود پرداختی به دارندگان اوراق	۱۹۳
ج. عدم اطلاع‌رسانی در رابطه با فعالیت‌های اقتصادی مبنای انتشار اوراق و شکل	
نگرفتن قصد شرکت	۱۹۴
د. تضمین اصل و سود اوراق توسط بانک مرکزی	۱۹۴
ه. ناسازگاری با قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و قانون برنامه پنجم توسعه	۱۹۶
۲-۳-۴. چالش‌های اقتصادی - مالی	۱۹۶
الف. هزینه‌بر بودن انتشار اوراق و تحمیل ضرر به ترازنامه بانک مرکزی	۱۹۶
ب. ناسازگاری عقد مشارکت با ماهیت کوتاه‌مدت عملیات بازار باز	۱۹۸
ج. عدم امکان بلوکه نمودن وجوه	۱۹۸
د. عرضه اوراق در قطع کوچک در سطح خرده‌فروشی	۱۹۸

۱۰ □ طراحی مدل‌های عملیاتی اوراق بهادار (صکوک) جهت انجام عملیات بازار باز

- ه. نبود بازار ثانویه منسجم و تعهد باخرید قبل از سررسید ..... ۱۹۹
- و. فقدان نرخ سود ثابت و از پیش تعیین شده ..... ۲۰۰
- ز. ماهیت مخاطره‌آمیز عقد شرکت ..... ۲۰۰
- ح. تعیین دستوری نرخ سود اوراق ..... ۲۰۰
- ط. فقدان شیوه مناسب جهت ارزش‌گذاری طرح‌های اقتصادی در پایان دوره مشارکت .. ۲۰۰
- ی. تحمیل هزینه به بانک‌های عامل بابت عاملیت و باخرید اوراق ..... ۲۰۱
- ک. عدم آزادی عمل بانک مرکزی و زمان بر بودن فرآیند دریافت مجوز از شورای پول و اعتبار ..... ۲۰۱
- ل. اثر معکوس سیاست در سررسید ..... ۲۰۱
- م. بی‌نام بودن اوراق ..... ۲۰۲
- ۴-۴. آسیب‌شناسی اوراق مشارکت بانک مرکزی بر اساس نظر خبرگان ..... ۲۰۲
- ۴-۴-۱. فرآیند دلفی در این پژوهش ..... ۲۰۳
- الف. تبیین سؤالات اصلی ..... ۲۰۴
- ب. تعیین شاخص‌های انتخاب خبرگان ..... ۲۰۴
- ج. تعیین جامعه، انتخاب نمونه و شیوه‌های ارتباط با هیئت خبرگان (پنل) ..... ۲۰۵
- د. پرسش‌نامه دور اول دلفی (پرسش‌نامه باز) ..... ۲۰۶
- ه. پرسش‌نامه دور دوم دلفی (پرسش‌نامه بسته) ..... ۲۰۷
- و. پرسش‌نامه دور سوم دلفی (پرسش‌نامه نهایی جهت رتبه‌بندی) ..... ۲۰۷
- ۴-۴-۲. تجزیه و تحلیل اطلاعات ..... ۲۰۷
- الف. روائی و پایائی پرسش‌نامه ..... ۲۰۸
- ب. روش‌های آماری مورد استفاده ..... ۲۰۹
- \* آمار توصیفی ..... ۲۰۹
- \* آزمون دوجمله‌ای ..... ۲۰۹
- \* آزمون فریدمن ..... ۲۱۱
- ۴-۴-۳. نتایج دوره‌های دلفی ..... ۲۱۲
- الف. نتایج آمار توصیفی (اطلاعات جمعیت‌شناختی نمونه) ..... ۲۱۲
- ب. نتایج دور اول ..... ۲۱۳
- ج. نتایج دور دوم ..... ۲۱۶
- د. نتایج دور سوم (رتبه‌بندی چالش‌ها) ..... ۲۱۸
- ۴-۵. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری ..... ۲۲۰



**فصل پنجم: طراحی مدل های عملیاتی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) جهت انجام عملیات**

بازار باز.....	۲۲۷
۱-۵. مقدمه .....	۲۲۷
۲-۵. معیارهای اساسی در طراحی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) جهت عملیات بازار باز .....	۲۲۸
۳-۵. نقد ابزارهای اسلامی پیشنهادی در ادبیات تحقیق جهت عملیات بازار باز .....	۲۲۹
۱-۳-۵. اوراق غیرانتفاعی دولت یا بانک مرکزی (شامل صکوک قرض الحسنه و وقف) .....	۲۲۹
الف. تبیین .....	۲۲۹
ب. نقد .....	۲۳۰
۲-۳-۵. اوراق مشارکت دولت یا بانک مرکزی .....	۲۳۲
الف. تبیین .....	۲۳۲
ب. نقد .....	۲۳۳
۳-۳-۵. اوراق مضاربه دولت .....	۲۳۴
الف. تبیین .....	۲۳۴
ب. نقد .....	۲۳۵
۴-۳-۵. اوراق مشارکت در منفعت بانک مرکزی .....	۲۳۵
الف. تبیین .....	۲۳۵
ب. نقد .....	۲۳۶
۵-۳-۵. اوراق جعاله بانک مرکزی .....	۲۳۷
الف. تبیین .....	۲۳۷
ب. نقد .....	۲۳۸
۶-۳-۵. اوراق استصناع بانک مرکزی .....	۲۳۹
الف. تبیین .....	۲۳۹
ب. نقد .....	۲۳۹
۷-۳-۵. ورود بانک مرکزی در بازار سرمایه .....	۲۴۰
الف. تبیین .....	۲۴۰
ب. نقد .....	۲۴۰
۴-۵. ارزیابی ظرفیت عقود مختلف جهت ابزارسازی برای عملیات بازار باز .....	۲۴۱
۵-۵. طراحی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) جهت تأمین مالی دولت و عملیات بازار باز .....	۲۴۲
در بازار ثانویه .....	۲۴۲
۱-۵-۵. اسناد خزانه اسلامی (صکوک بیع دین دولت) .....	۲۴۳

۱۲ □ طراحی مدل‌های عملیاتی اوراق بهادار (صکوک) جهت انجام عملیات بازار باز

۲۴۴.....	الف. تعریف
۲۴۵.....	ب. شیوه کاربرد
۲۴۶.....	ج. تحلیل فقهی
۲۴۶.....	* بیع دین به دین
۲۴۷.....	* بیع دین به غیر دین
۲۴۷.....	* فروش دین به کمتر از مبلغ دین (تنزیل دین)
۲۴۸.....	* بیع دین در حقوق ایران
۲۴۹.....	د. تحلیل اقتصادی
۲۴۹.....	ه. ملاحظات تکمیلی در رابطه با ابزار
۲۵۰.....	۲-۵-۵. صکوک مرابحه دولت
۲۵۱.....	الف. تعریف
۲۵۱.....	ب. شیوه کاربرد
۲۵۲.....	ج. تحلیل فقهی
۲۵۳.....	د. تحلیل اقتصادی
۲۵۳.....	ه. ملاحظات تکمیلی در رابطه با ابزار
۲۵۴.....	۳-۵-۵. صکوک اجاره و اجاره به شرط تملیک دولت
۲۵۴.....	الف. تعریف
۲۵۴.....	ب. شیوه کاربرد
۲۵۵.....	ج. تحلیل فقهی
۲۵۶.....	د. تحلیل اقتصادی
۲۵۶.....	ه. ملاحظات تکمیلی در رابطه با ابزار
۲۵۷.....	۴-۵-۵. صکوک استصناع دولت
۲۵۷.....	الف. تعریف
۲۵۷.....	ب. شیوه کاربرد
۲۵۸.....	ج. تحلیل فقهی
۲۵۹.....	د. تحلیل اقتصادی
۲۶۰.....	ه. ملاحظات تکمیلی در رابطه با ابزار
۲۶۰.....	۵-۵-۵. صکوک جعاله دولت
۲۶۰.....	الف. تعریف
۲۶۱.....	ب. شیوه کاربرد

فهرست مطالب □ ۱۳

ج. تحلیل فقهی.....	۲۶۲
د. تحلیل اقتصادی.....	۲۶۳
ه. ملاحظات تکمیلی در رابطه با ابزار.....	۲۶۳
۵-۶-۵. صکوک بانکی: تبدیل دارایی‌های تسهیلاتی و غیر تسهیلاتی بانک‌ها به اوراق بهادار.....	۲۶۳
الف. تعریف.....	۲۶۴
ب. شیوه کاربرد.....	۲۶۴
ج. تحلیل فقهی.....	۲۶۷
د. تحلیل اقتصادی.....	۲۶۷
ه. ملاحظات تکمیلی در رابطه با ابزار.....	۲۶۸
۵-۶-۶. طراحی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) جهت انتشار توسط بانک مرکزی و عملیات بازار باز در بازار اولیه.....	۲۶۸
۵-۶-۱. صکوک بیع دین بانک مرکزی.....	۲۶۸
الف. تعریف.....	۲۶۹
ب. شیوه کاربرد.....	۲۶۹
ج. تحلیل فقهی.....	۲۶۹
* انواع دیون صوری.....	۲۷۰
* اتحاد مالکیت دولت، بانک مرکزی و مؤسسات دولتی و تأثیر آن در تنزیل دیون.....	۲۷۰
مقدمه اول: اتحاد مالکیت بین شخصیت‌های حقیقی و نتایج آن.....	۲۷۱
مقدمه دوم: مشابهت شخصیت‌های حقوقی و حقیقی در شمول احکام از منظر فقه و حقوق.....	۲۷۲
مقدمه سوم: مالکیت دولت بر بانک مرکزی، بانک‌های دولتی و سایر شرکت‌های دولتی از منظر فقه و حقوق.....	۲۷۳
* تأثیر اتحاد مالکیت در تنزیل دیون مالی موجود بین دولت و مؤسسات دولتی.....	۲۷۶
* اتحاد مالکیت و تأثیر آن در احکام ربا.....	۲۷۶
د. صورت‌های مختلف استفاده از صکوک بیع دین جهت عملیات بازار باز.....	۲۷۸
* تنزیل بدهی دولت به بانک مرکزی (استقراض دولتی).....	۲۷۸
* تنزیل بدهی بانک‌های خصوصی به بانک مرکزی.....	۲۷۹
مورد اول: اضافه برداشت.....	۲۷۹
مورد دوم: خطوط اعتباری.....	۲۸۰
* تنزیل بدهی بانک‌های دولتی به بانک مرکزی.....	۲۸۱

## ۱۴ □ طراحی مدل‌های عملیاتی اوراق بهادار (صکوک) جهت انجام عملیات بازار باز

- مورد اول: اضافه برداشت ..... ۲۸۱
- مورد دوم: خطوط اعتباری ..... ۲۸۲
- ه. راهکار برطرف نمودن چالش اتحاد مالکیت در صکوک بیع دین بانک مرکزی ... ۲۸۳
- و. تحلیل اقتصادی ..... ۲۸۴
- ز. تحلیل حسابداری تأثیر صکوک بیع دین بانک مرکزی بر پایه پولی ..... ۲۸۵
- ح. ملاحظات تکمیلی در رابطه با ابزار ..... ۲۸۶
- \* صحت تنزیل اوراق بیع دین بانک مرکزی به مؤسسات و بانک‌های دولتی .. ۲۸۶
- \* صحت ورود بانک مرکزی و بانک‌ها و مؤسسات دولتی در بازار ثانویه اوراق ... ۲۸۶
- \* صحت تنزیل بدهی‌های ناشی از وجه التزام ..... ۲۸۷
- ۵-۶-۲. صکوک اجاره بانک مرکزی ..... ۲۸۸
- الف. تعریف ..... ۲۸۸
- ب. شیوه کاربرد ..... ۲۸۸
- ج. الگوهای نظری صکوک اجاره ..... ۲۸۸
- \* صکوک اجاره به شرط تملیک به منظور تهیه دارایی ..... ۲۸۹
- \* صکوک اجاره به شرط تملیک به منظور تأمین نقدینگی ..... ۲۸۹
- \* صکوک اجاره به شرط تملیک به منظور تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار ..... ۲۹۰
- د. مدل‌های عملیاتی صکوک اجاره جهت انجام عملیات بازار باز ..... ۲۹۱
- \* انتشار صکوک اجاره بانک مرکزی بر روی دارایی‌های سرمایه‌ای دولت ..... ۲۹۱
- \* انتشار صکوک اجاره دولتی بر روی دارایی‌های سرمایه‌ای دولت ..... ۲۹۵
- \* انتشار صکوک اجاره به شرط تملیک بر روی دارایی‌های بانک مرکزی ..... ۲۹۶
- ه. تحلیل فقهی ..... ۲۹۷
- و. تحلیل اقتصادی ..... ۲۹۹
- ز. ملاحظات تکمیلی در رابطه با ابزار: چالش‌های احتمالی و تدابیر لازم ..... ۳۰۰
- ۵-۷. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری ..... ۳۰۵
- فصل ششم: پیش‌نیازها و الزامات استفاده از مدل‌های عملیاتی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) جهت عملیات بازار باز**
- ۳۱۹
- ۱-۶. مقدمه ..... ۳۱۹
- ۲-۶. پیش‌نیازها و الزامات اجرایی ..... ۳۲۰
- ۱-۲-۶. اهتمام و جدیت دولت و بانک مرکزی جهت کنترل تورم ..... ۳۲۰
- ۲-۲-۶. تقویت بازار بین بانکی (بازار اوراق بهادار اسلامی کوتاه‌مدت) ..... ۳۲۰

۳۲۴.....	۳-۲-۶. مشارکت فعالانه بانکها و مؤسسات اعتباری غیربانکی
۳۲۴.....	۴-۲-۶. تعیین معامله‌گران عمده در بازار بین بانکی
۳۲۵.....	۵-۲-۶. طراحی ساختار مناسب جهت کشف قیمت اوراق
۳۲۷.....	۶-۲-۶. طراحی ساختار مناسب جهت مدیریت فرآیند حراج اوراق
۳۲۹.....	۷-۲-۶. تعیین صحیح قطع اوراق
۳۲۹.....	۸-۲-۶. ضرورت پذیرش مسئله وثیقه‌گذاری در روابط بانک مرکزی و بانکها
۳۳۰.....	۹-۲-۶. ضرورت کشف منحنی بازده در بازار پول
۳۳۱.....	۱۰-۲-۶. ضرورت وجود زیرساخت‌های انتشار الکترونیکی اوراق بهادار
۳۳۲.....	۳-۶. منافع
۳۳۲.....	۱-۳-۶. اجرای عملیات بازار باز در چارچوبی مؤثر و منطبق با شریعت
۳۳۳.....	۲-۳-۶. افزایش عمق بازار بین بانکی (بازار پول)
۳۳۳.....	۳-۳-۶. حرکت از ابزارهای مقداری به سمت ابزارهای قیمتی
۳۳۴.....	۴-۳-۶. آزادی عمل بانک مرکزی در رابطه با اوراق
۳۳۴.....	۵-۳-۶. افزایش شفافیت در عملکرد بانک مرکزی و بانکها
۳۳۵.....	۶-۳-۶. قاعده‌مندی در پیچه‌های اعتباری بانک مرکزی
۳۳۵.....	۴-۶. چالش‌ها و راهکارها
۳۳۵.....	۱-۴-۶. انتخاب صکوک مناسب جهت عملیات بازار باز به صورت اقتضائی
۳۳۶.....	۲-۴-۶. ضرورت بدون ریسک بودن ستون دارایی ترازنامه بانک مرکزی
۳۳۷.....	۳-۴-۶. تشکیل و فعالیت شرکت واسط بانک مرکزی
۳۳۷.....	۴-۴-۶. تشکیل استخر دارائی‌ها جهت انتشار صکوک
۳۳۸.....	۵-۴-۶. هزینه‌بر بودن فرآیند انتشار و مدیریت صکوک
۳۴۰.....	۶-۴-۶. تمدید و انتشار مجدد
۳۴۱.....	۷-۴-۶. جریمه تأخیر تأدیه
۳۴۲.....	۸-۴-۶. اختلاف فتوای فقهی
۳۴۳.....	۹-۴-۶. احتمال صوری شدن روابط در عمل
۳۴۴.....	۱۰-۴-۶. نظارت شرعی بر عملیات بازار باز
۳۴۵.....	۱۱-۴-۶. ثبت حسابداری اوراق
۳۴۶.....	۱۲-۴-۶. ابعاد مالیاتی اوراق
۳۴۶.....	۱۳-۴-۶. خلاء قانونی در رابطه با عملیات بازار باز و سیاست‌گذاری پولی منطبق با شریعت

۳۴۶.....	۵-۶. پیشنهاداتی جهت اصلاح قوانین.....
۳۴۷.....	۵-۶-۱. قانون عملیات بانکی بدون ربا.....
۳۴۸.....	۵-۶-۲. قانون پولی و بانکی.....
۳۵۰.....	۶-۶. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری.....
۳۵۳.....	<b>فصل هفتم: نتیجه‌گیری، توصیه‌های سیاستی و چشم‌انداز تحقیقات آینده</b>
۳۵۳.....	۷-۱. نتیجه‌گیری.....
۳۶۷.....	۷-۲. توصیه‌های سیاستی.....
۳۷۶.....	۷-۳. چشم‌انداز تحقیقات آینده.....
۳۷۹.....	<b>ضمائم</b>
۳۷۹.....	ضمیمه یک: پرسش‌نامه دور اول دلفی.....
۳۸۳.....	ضمیمه دو: پرسش‌نامه دور دوم دلفی.....
۳۸۷.....	ضمیمه سه: پرسش‌نامه دور سوم دلفی.....
۳۹۲.....	ضمیمه چهار: نظر آیت‌الله تسخیری در مقوله اتحاد مالکیت.....
۳۹۲.....	ضمیمه پنج: نظر آیت‌الله رضوانی در مقوله اتحاد مالکیت.....
۳۹۳.....	ضمیمه شش: نظر دیگری از آیت‌الله رضوانی در مقوله اتحاد مالکیت.....
۳۹۴.....	ضمیمه هفت: نظر آیت‌الله تسخیری در مورد چالش بیع‌العینه در صکوک اجاره بانک مرکزی.....
۳۹۵.....	ضمیمه هشت: نظر آیت‌الله تسخیری در مورد چالش بیع‌العینه در قراردادهای رپو.....
۳۹۶.....	ضمیمه نه: استفتاء از دفتر رهبری در مورد چالش بیع‌العینه در صکوک اجاره بانک مرکزی.....
۳۹۷.....	ضمیمه ده: استفتاء از دفتر رهبری در مورد حکم تنزیل دین به شخص ثالث.....
۳۹۹.....	<b>منابع و مآخذ</b>
۳۹۹.....	الف. منابع و مآخذ فارسی و عربی.....
۴۱۰.....	ب. منابع و مآخذ انگلیسی.....
۴۱۹.....	<b>نمایه</b>

### فهرست جداول

جدول (۱-۲): مقایسه هدف‌گذاری ارزی، پولی و تورمی	۵۸
جدول (۲-۲): مقایسه اوراق دولت و بانک مرکزی جهت عملیات بازار باز	۱۰۴
جدول (۱-۴): وضعیت انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی از ابتدا تا پایان سال ۱۳۹۲... ۱۸۴	۱۸۴
جدول (۲-۴): معیارها و شاخص‌های انتخاب هیئت خبرگان (پنل)	۲۰۵
جدول (۳-۴): مقیاس لیکرت پرسش‌نامه	۲۱۰
جدول (۴-۴): نظرات خبرگان در مورد چالش‌های فقهی - حقوقی اوراق مشارکت بانک مرکزی	۲۱۴
جدول (۵-۴): نظرات خبرگان در مورد چالش‌های اقتصادی - مالی اوراق مشارکت بانک مرکزی	۲۱۴
جدول (۶-۴): نظرات خبرگان در مورد چالش‌های فقهی - حقوقی اوراق مشارکت بانک مرکزی	۲۱۷
جدول (۷-۴): نظرات خبرگان در مورد چالش‌های اقتصادی - مالی اوراق مشارکت بانک مرکزی	۲۱۷
جدول (۸-۴): نتایج آزمون تحلیل واریانس فریدمن در رابطه با رتبه‌بندی چالش‌های فقهی - حقوقی	۲۱۸
جدول (۹-۴): نتایج آزمون تحلیل واریانس فریدمن در رابطه با رتبه‌بندی چالش‌های اقتصادی - مالی	۲۱۸
جدول (۱۰-۴): رتبه‌بندی چالش‌های فقهی - حقوقی (نتایج آزمون فریدمن)	۲۱۹
جدول (۱۱-۴): رتبه‌بندی چالش‌های اقتصادی - مالی (نتایج آزمون فریدمن)	۲۱۹
جدول (۱-۵): تأثیر اتحاد مالکیت در طراحی صکوک بیع دین بانک مرکزی	۳۰۹
جدول (۱-۶): معاملات بازار بین بانکی از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲	۳۲۲

### فهرست نمودارها

نمودار (۱-۲): رابطه نرخ‌های بهره در نظام کردوری	۷۲
نمودار (۱-۴): شیوه عملیاتی انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی	۱۸۸
نمودار (۳-۴): تحصیلات خبرگان	۲۱۳
نمودار (۴-۴): سوابق اجرائی خبرگان	۲۱۳
نمودار (۱-۵): الگوی انتشار صکوک اجاره بانک مرکزی بر روی دارایی‌های سرمایه‌ای بانک‌های دولتی، وزارتخانه‌ها و سایر زیرمجموعه‌های دولت	۲۹۴
نمودار (۲-۵): الگوی انتشار صکوک اجاره دولت بر روی دارایی‌های سرمایه‌ای بانک‌های دولتی، وزارتخانه‌ها و سایر زیرمجموعه‌های دولت	۲۹۵
نمودار (۳-۵): الگوی انتشار صکوک اجاره بانک مرکزی بر روی دارایی‌های سرمایه‌ای بانک مرکزی	۲۹۷
نمودار (۱-۶): منحنی بازده	۳۳۱





«بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ»  
وَلَقَدْ آتَيْنَا دَاوُودَ وَسُلَيْمَانَ عِلْمًا وَقَالَا الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
فَضَّلَنَا عَلَى كَثِيرٍ مِّنْ عِبَادِهِ الْمُؤْمِنِينَ  
(قرآن کریم. سوره مبارکه النمل. آیه شریفه ۱۵)

## سخن ناشر

فلسفه وجودی دانشگاه امام صادق (علیه السلام) که از سوی ریاست فقید دانشگاه به کرات مورد توجه قرار گرفته، تربیت نیروی انسانی ای متعهد، باتقوا و کارآمد در عرصه عمل و نظر است تا از این طریق دانشگاه بتواند نقش اساسی خود را در سطح راهبردی به انجام رساند. از این حیث «تربیت» را می‌توان مقوله‌ای محوری یاد نمود که وظایف و کارویژه‌های دانشگاه، در چارچوب آن معنا می‌یابد؛ زیرا که «علم» بدون «تزکیه» بیش از آنکه ابزاری در مسیر تعالی و اصلاح امور جامعه باشد، عاملی مشکل‌ساز خواهد بود که سازمان و هویت جامعه را متأثر و دگرگون می‌سازد.

از سوی دیگر «سیاست‌ها» تابع اصول و مبادی علمی هستند و نمی‌توان منکر این تجربه تاریخی شد که استواری و کارآمدی سیاست‌ها در گرو انجام پژوهش‌های علمی و بهره‌مندی از نتایج آنهاست. از این منظر پیشگامان عرصه علم و پژوهش، راهبران اصلی جریان‌های فکری و اجرایی به حساب می‌آیند و نمی‌توان آینده درخشانی را بدون توانایی‌های علمی - پژوهشی رقم زد و سخن از «مرجعیت علمی» در واقع پاسخ‌گویی به این نیاز بنیادین است.

**دانشگاه امام صادق (علیه السلام)** در واقع یک الگوی عملی برای تحقق ایده دانشگاه اسلامی در شرایط جهان معاصر است. الگویی که هم‌اکنون ثمرات نیکوی آن در فضای ملی و بین‌المللی قابل مشاهده است. طبعاً آنچه حاصل آمده محصول نیت خالصانه و جهاد علمی مستمر مجموعه بنیان‌گذاران و دانش‌آموختگان این نهاد است که امید

۲۰ □ طراحی مدل‌های عملیاتی اوراق بهادار (صکوک) جهت انجام عملیات بازار باز

می‌رود با اتکاء به تأییدات الهی و تلاش همه‌جانبه اساتید، دانشجویان و مدیران دانشگاه، بتواند به مرجعی تمام عیار در گستره جهانی تبدیل گردد.

**معاونت پژوهشی دانشگاه امام صادق (علیه‌السلام) با توجه به شرایط، امکانات و**

نیازمندی جامعه در مقطع کنونی با طرحی جامع نسبت به معرفی دستاوردهای پژوهشی دانشگاه، ارزیابی سازمانی - کارکردی آن‌ها و بالاخره تحلیل شرایط آتی اقدام نموده که نتایج این پژوهش‌ها در قالب کتاب، گزارش، نشریات علمی و... تقدیم علاقه‌مندان می‌گردد. هدف از این اقدام - ضمن قدردانی از تلاش خالصانه تمام کسانی که با آرمان و اندیشه‌ای بزرگ و ادعایی اندک در این راه گام نهادند- درک کاستی‌ها و اصلاح آنهاست تا از این طریق زمینه پرورش نسل جوان و علاقه‌مند به طی این طریق نیز فراهم گردد؛ هدفی بزرگ که در نهایت مرجعیت **مکتب علمی امام صادق (علیه‌السلام)** را در گستره بین‌المللی به همراه خواهد داشت. (ان‌شاءالله)

**ولله الحمد**

**معاونت پژوهشی دانشگاه**

## مقدمه حضرت آیت الله محمد علی تسخیری

این کتاب مستخرج از رساله دکتری محقق ارجمند جناب آقای دکتر حسین میثمی با عنوان: «طراحی مدل‌های عملیاتی اوراق بهادار (صکوک) منطبق با فقه امامیه جهت انجام عملیات بازار باز در نظام بانکی کشور: چارچوبی نوین برای سیاست‌گذاری پولی اسلامی» می‌باشد. این رساله در اردیبهشت ماه سال ۹۴ در دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد دانشگاه امام صادق (علیه السلام) دفاع شده است و اینجانب به‌عنوان استاد راهنمای فقهی (در کنار سایر اساتید) در این کار مشارکت داشته‌ام.

عمده پژوهش‌های انجام شده در حوزه بانکداری اسلامی در چند دهه اخیر، به مقوله بانکداری تجاری و طراحی شیوه‌های اسلامی جهت تنظیم رابطه بانک اسلامی با سپرده‌گذاران از یک سو و دریافت‌کنندگان تسهیلات از سوی دیگر پرداخته‌اند؛ اما رساله حاضر بر خلاف این پژوهش‌ها، به بحث سیاست‌گذاری پولی و طراحی ابزارهای اسلامی جهت تنظیم رابطه سیاست‌گذار پولی با عموم مردم پرداخته است. به تعبیر واضح‌تر، تحقیق حاضر در بحث «بانکداری مرکزی اسلامی» وارد شده است که حوزه‌ای بسیار جدید می‌باشد. به همین دلیل این تحقیق می‌تواند زمینه‌ساز جریان پژوهشی جدیدی در حوزه بانکداری مرکزی اسلامی در آینده باشد و امید است تحقیقات آتی بتوانند این بحث را ادامه دهند.

ویژگی اصلی دیگر این پژوهش که آن را از سایر آثار در این حوزه متمایز می‌سازد، ترکیب مباحث نظری فقهی با مباحث کاربردی در عمل است. در واقع نویسنده تلاش کرده است تا ضمن ارائه تحلیل‌های فقهی و شفاف‌سازی مبانی نظری

بحث، به طراحی شیوه‌های جدیدی در عمل جهت استفاده بانک مرکزی کشور دست یابد. ثمره این تلاش‌ها در نهایت طراحی شش نوع خاص صکوک جهت انتشار توسط دولت و عملیات بازار باز بانک مرکزی در بازار ثانویه و طراحی دو نوع خاص صکوک جهت انتشار توسط بانک مرکزی در بازار اولیه بوده است.

بنده در اینجا فرصت را غنیمت شمرده و به دو نکته اشاره می‌کنم. اولین بحث آن است که موضوع تورم که سیاست پولی جهت کنترل و مدیریت آن توسط بانک مرکزی انجام می‌شود، از مباحث بسیار مهمی است که می‌تواند از منظر فقهی تحلیل شود. بنده قویاً اعتقاد دارم که اگر سیاست‌های دولت و بانک مرکزی منجر به ایجاد تورم شدید گردد (و تورم ناشی از اقتضائات بخشی واقعی اقتصاد نباشد)، نهاد ایجادکننده تورم نسبت به عموم افراد جامعه ضامن شرعی بوده و موظف به جبران است.

نکته دوم نیز به مقوله آموزش اختصاص دارد. هر چند مباحث علمی در طراحی ابزارهای جدید اسلامی برای بانک‌های تجاری و بانک مرکزی مناسب و ضروری است، اما تا زمانی که مدیران و کارمندان بانک مرکزی و بانک‌های کشور از یک سو و عموم مردم از سوی دیگر آموزش‌های کافی در زمینه بانکداری اسلامی نبینند، نمی‌توان به اصلاح وضع موجود امید زیادی داشت. در واقع بانک مرکزی، بانک‌های کشور و همه نهادهای مسئول باید این واقعیت را بپذیرند که بانکداری اسلامی الگویی متفاوت از بانکداری متعارف است و اجرای آن نیازمند آموزش است و هزینه کردن در این مسیر در واقع امر سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌باشد.

در پایان از زحمات قابل توجه آقای دکتر میثمی در تدوین این رساله تقدیر می‌نمایم. رساله ایشان در بین تحقیقات بانکداری اسلامی حقیقتاً فرید و یگانه بوده و بنده از اینکه یک دانشجوی دانشگاه امام صادق (علیه السلام) بر ظرافت‌های فقهی عقود اسلامی تسلط یافته‌اند و توانسته‌اند بر اساس آن‌ها شیوه‌های کاربردی برای بانک مرکزی کشور طراحی کنند، واقعاً خوشحالم. تحلیل‌های فقهی ایشان که به‌طور عمده در فصول سوم و چهارم انجام شده شایسته تقدیر بوده و بنده از اینکه راهنمای این رساله بودم، خرسندم. از خداوند متعال برای این جهد بلیغ اجر شایسته تمنّا می‌کنم و امیدوارم نویسنده در پناه حضرت حق در تمامی مراحل زندگی موفق و ادامه‌دهنده راه بنیان‌گذار دانش

مقدمه حضرت آیت الله محمد علی تسخیری □ ۲۳

اقتصاد و بانکداری اسلامی یعنی آیت الله شهید صدر (علیه السلام) باشند. رحمت خدا بر آیت الله مهدوی کنی که با تأسیس شجره طیبه دانشگاه امام صادق (علیه السلام) زمینه انجام تحقیقاتی از این دست را فراهم نمودند. روحش شاد و یادش گرامی.

محمد علی تسخیری  
۱۳۸۶/۱۷



## مقدمه نویسندگان

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 مؤسسات 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 خلأ پژوهشی قابل ملاحظه‌ای مشاهده می‌شود.

پژوهش حاضر تلاش می‌کند تا یکی از مهم‌ترین ابعاد بانکداری مرکزی اسلامی، یعنی عملیات بازار باز با استفاده از ابزارهای منطبق با شریعت، را مورد بحث قرار دهد. اهمیت مسئله تحقیق در آن است که عملیات بازار باز، به اذعان اکثر کتب و مقالات معتبر در حوزه سیاست‌گذاری پولی، مهم‌ترین شیوه‌ای است که سیاست‌گذار پولی جهت دستیابی به اهدافی که دارد می‌تواند از آن استفاده کند. تجربه استفاده گسترده بانک‌های مرکزی در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه از عملیات بازار باز نیز تأییدی بر اهمیت استفاده از این ابزار است.

این پژوهش دارای دو ویژگی اساسی می‌باشد. **مورد اول** آن است که در این تحقیق تلاش شده تا با مراجعه به منابع دست اول دانش اقتصاد پولی و بانکداری

مرکزی، موضوع شناسی کامل و صحیحی از شیوه اجرای عملیات بازار باز در چارچوب‌های نوین سیاست‌گذاری پولی (با تأکید بر الگوی هدف‌گذاری تورمی<sup>۱</sup>) ارائه شده و سپس با مراجعه به منابع دست اول فقه امامیه، به استخراج احکام مرتبط و یا به تعبیری حکم‌شناسی پرداخته شود.

**ویژگی دوم** تحقیق آن است که مباحث نظری را با دلالت‌های کاربردی همراه می‌سازد. به این معنی که کلیه تحلیل‌های ارائه شده و ابزارهای طراحی شده در این پژوهش، از یک سو با نظر مشهور فقهای امامیه و شورای نگهبان قانون اساسی سازگاری دارد و از طرف دیگر، مخاطب آن‌ها بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران می‌باشد. در واقع سعی شده است که تا حد امکان ملاحظات، اقتضائات و چالش‌های سیاست‌گذاری پولی در نظام پولی کشور مورد توجه قرار گیرد. در نهایت نیز دلالت‌هایی مشخص جهت استقرار چارچوب نوین سیاست‌گذاری پولی با استفاده از شیوه‌های اسلامی در کشور پیشنهاد می‌گردد.

ساختار تحقیق بدین صورت است که **فصل اول** پژوهش به کلیات و مفاهیم (شامل روش‌شناسی، روش تحقیق و غیره) اختصاص یافته و **فصل دوم**، به شناخت عملیات بازار باز در ادبیات اقتصادی و تجارب کشورهای مختلف در استفاده از ابزارها و شیوه‌های متعارف می‌پردازد. **فصل سوم** به تحلیل عملیات بازار باز از منظر فقهی و تجارب کشورهای مختلف در استفاده از ابزارهای جایگزین اسلامی اختصاص یافته است. **فصل چهارم** به آسیب‌شناسی تجربه بانک مرکزی کشور در استفاده از اوراق مشارکت بانک مرکزی پرداخته و چالش‌های فقهی و اقتصادی این تجربه استخراج می‌گردد. **فصل پنجم** تحقیق به طراحی انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک) جهت عملیات بازار باز در چارچوب اسلامی اختصاص می‌یابد. پیش‌نیازها و الزامات استفاده از مدل‌های عملیاتی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) جهت عملیات بازار باز در **فصل ششم** مورد بحث قرار گرفته و **فصل آخر** نیز از مباحث مطرح شده نتیجه‌گیری نموده و توصیه‌های سیاستی مشخص جهت اجرا پیشنهاد می‌کند. در این فصل موضوعات متنوعی جهت تحقیقات آینده نیز ارائه می‌شود.

نویسندگان وظیفه خود می‌دانند از تمامی افرادی که به نحوی در موفقیت این پژوهش، اثر داشته‌اند تشکر نمایند. به‌طور خاص از حضرت آیت‌الله محمدعلی



تسخیری که استاد راهنمای فقهی پایان‌نامه (مبنای این کتاب) بوده‌اند تقدیر می‌گردد. ایشان علیرغم ضیق وقت و بیماری جسمی، با لطف و محبت فراوان و رویکردی کاملاً علمی، صفحه به صفحه تحقیق را مطالعه نموده و نکات مورد نظر خود را مطرح ساختند و در انتها نیز اقدام به تهیه مقدمه برای کتاب نمودند. همچنین از زحمات آقای دکتر داوود منظور، دکتر احمد شعبانی، دکتر محمد مهدی عسگری، دکتر سید عباس موسویان، دکتر فرهاد نیلی، دکتر کاظم یاور، دکتر سعید فراهانی فرد، دکتر محمد تقی محبی، دکتر محمد جواد شریف‌زاده، دکتر سید فرشاد فاطمی، جناب آقای علی اصغر میرمحمد صادقی و جناب آقای حسین بازمحمدی که هر یک به نحوی در تقویت این کار نقشی مهم داشته‌اند، تشکر و تقدیر می‌گردد. نهایتاً از پژوهشکده پولی و بانکی، که انجام این تحقیق بدون حمایت‌های این نهاد امکان‌پذیر نبود، تشکر ویژه می‌گردد.

نویسندگان در راستای ارتقای سطح علمی کتاب، پذیرای انتقادات و پیشنهادهای ارزنده خوانندگان ارجمند هستند. از این رو، درخواست می‌شود جهت مکاتبه با نویسندگان این مجموعه، پیشنهادهای خود را به آدرس [meisami@isu.ac.ir](mailto:meisami@isu.ac.ir) ارسال نمایید. امید است این کتاب گامی مختصر در راستای توسعه دانش اقتصاد و بانکداری اسلامی برداشته و زمینه‌ساز تحقیقات آتی در این حوزه باشد. در پایان گرامی می‌داریم یاد استاد عزیزمان حضرت آیت‌الله مهدوی کنی که همواره بر انجام پژوهش‌های علمی در حوزه اقتصاد اسلامی تأکید داشتند.

«رَبَّنَا تَقَبَّلْ مِنَّا إِنَّكَ أَنْتَ السَّمِيعُ الْعَلِيمُ»

(قرآن کریم، سوره بقره، آیه ۱۲۷)

حسین میثمی<sup>۱</sup>، کامران ندیری<sup>۲</sup>

دی ۱۳۹۴

---

## 1. Inflation Targeting

۲. استادیار پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.

۳. استادیار دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد، دانشگاه امام صادق (علیه‌السلام)



## فصل اول: کلیات و مفاهیم

### ۱-۱. مقدمه

تحقیق حاضر تلاش می‌کند تا به طراحی مدل‌های عملیاتی اوراق بهادار (صکوک) منطبق با فقه امامیه جهت انجام عملیات بازار باز (OMO) در نظام بانکی کشور پرداخته و از این منظر چارچوبی نوین برای سیاست‌گذاری پولی اسلامی در کشور ایران ارائه دهد. در راستای تحقق چنین هدفی، فصل حاضر تلاش می‌کند تا کلیات و مفاهیم تحقیق را مورد بحث قرار داده و ساختار مباحثی که در فصول بعد مطرح می‌شود را مشخص نماید. در ادامه به ترتیب به این مباحث پرداخته می‌شود: مسئله، پیشینه تحقیق، اهداف و سؤالات، روش‌شناسی و نوآوری، پیش‌فرض‌ها و قلمرو و نهایتاً فصل‌بندی.

### ۲-۱. مسئله پژوهش

در «نظام بانکداری متعارف<sup>۱</sup>»، بانک‌های مرکزی برای مداخله غیرمستقیم در بازار پول عموماً از سه ابزار نسبت سپرده قانونی، نرخ تنزیل و عملیات بازار باز استفاده می‌کنند. درحالی‌که تأثیرگذاری این ابزارها بر متغیرهای حجم پول و نرخ بهره بازار قطعی است، لیکن در طی زمان اهمیت آن‌ها در سیاست‌گذاری پولی فراز و فرودهایی داشته است. در حال حاضر مهم‌ترین ابزاری که در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه جهت سیاست‌گذاری پولی استفاده می‌شود، عملیات بازار باز می‌باشد. در واقع هر چند عملیات بازار باز در مقایسه با دو ابزار سنتی دیگر طول عمر کوتاه‌تری در ادبیات سیاست‌گذاری پولی دارد، اما به دلیل مزایای برجسته خود، از کاربرد وسیعی در

مداخلات روزانه بانک‌های مرکزی در بازارهای مالی کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه برخوردار گشته است (مشکین، ۲۰۱۳، ص ۱۵۶).

عملیات بازار باز در اکثر کشورهای پیشرفته که دارای بازارهای ثانویه ساختاریافته بر روی «اوراق بهادار دولتی»<sup>۳</sup> هستند، از طریق ورود و خروج بانک مرکزی در این بازار صورت می‌پذیرد. در واقع زمانی که اقتصاد به جهت عرضه کم پول با نرخ بهره بالا روبه‌رو است و مؤسسه‌های تولیدی و تجاری با کمبود نقدینگی مواجه هستند، بانک مرکزی به خرید اوراق بهادار از مردم می‌پردازد و به این وسیله، پایه پولی را افزایش می‌دهد. در نتیجه، عرضه پول افزایش یافته، نرخ‌های بهره کاهش می‌یابد و به دنبال آن مشکل نقدینگی حل شده و سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی افزایش می‌یابد. در مقابل، زمانی که اقتصاد به جهت بالا بودن حجم نقدینگی با تورم روبه‌رو است، بانک مرکزی با فروش اوراق بهادار، به جمع‌آوری نقدینگی و کاهش تقاضای کل و در نتیجه پایین آمدن سطح عمومی قیمت‌ها می‌پردازد. در مقابل در برخی از کشورهای در حال توسعه که فاقد بازارهای ثانویه کارا بر روی اوراق قرضه دولتی هستند، بانک مرکزی اقدام به انتشار مستقیم «اوراق بهادار بانک مرکزی»<sup>۴</sup> نموده و عملیات بازار باز را از این طریق سامان می‌دهد<sup>۵</sup> (مشکین، ۲۰۱۳، ص ۱۸۹).

در میان کشورهای در حال توسعه، تجربه جمهوری اسلامی ایران در سیاست‌گذاری پولی قابل توجه است. ارزیابی تجربه ایران نشان‌دهنده آن است که تورم دو رقمی، پدیده‌ای است که در سه دهه اخیر همواره با اقتصاد ایران عجین بوده و با توجه به اثرگذاری منفی این پدیده در حوزه‌های مختلف از جمله تولید ملی و سرمایه‌گذاری‌های اقتصادی، بانک مرکزی کشور به تلاش در جهت ارائه ابزارهای سیاست پولی به منظور مدیریت نقدینگی (به‌عنوان یکی از اصلی‌ترین عوامل اثرگذار بر تورم) اقدام نموده است.

از طرفی با توجه به اینکه در کشور قانون عملیات بانکی بدون ربا از سال ۱۳۶۲ تصویب شده و به اجرا می‌رسد و بر اساس این قانون (و بر اساس نظر مراجع تقلید و فقهای معظم) استفاده از اوراق قرضه جهت عملیات بازار باز ناصحیح است، بسیاری از ابزارهای متعارف سیاست‌گذاری پولی از دسترس بانک مرکزی خارج شده و این بانک مجبور به ارائه ابزارهای سازگار با تعالیم بانکداری اسلامی گردیده است. در این راستا،