

## کاربرد عملیات بازار باز در بانکداری بدون ربا

عبدالله انصاری \*

### چکیده

در بانکداری متعارف عملیات بازار باز به عنوان دخالت مقامات پولی در بازار اوراق قرضه و بهادار دولتی به منظور تنظیم حجم پول در گردش، متناسب با نیازهای اقتصادی کشور، مهم ترین ابزار سیاست پولی و دقیق ترین ابزار برای سیاست های بلندمدت و تنها ابزار کارآمد برای رویارویی با بحران های کوتاه مدت و مقطعی است. در عملیات بازار باز بانک مرکزی برای کنترل حجم پول، اوراق قرضه دولتی یا اوراق مشارکت دولتی را مورد معامله قرار می دهد تا از این طریق بر میزان نقدینگی در جامعه تأثیر بگذارد و حجم آن را بسته به شرایط موجود در جامعه افزایش یا کاهش دهد. با توجه جایگاه مهم این ابزار در بانکداری، آیا می شود از آن در بانکداری بدون ربا بهره برد؟ این نوشته درصدد است کاربرد این ابزار را در بانکداری بدون ربا مورد بررسی قرار داده و جایگاه آن را مشخص نماید. از آنجاکه عملیات بازار باز ریشه در بهره ربوی دارد استفاده آن در بانکداری غیر ربوی قانونی به نظر نمی رسد. **واژگان کلیدی:** سیاست پولی، عملیات بازار باز، بانکداری بدون ربا، اوراق قرضه و ابزار سیاست پولی.

---

\* دانشجوی دکتری فقه تربیتی جامعه المصطفی العالمیه

## مقدمه

عملیات بازار باز به دلیل انعطاف‌پذیری بالا، اثربخشی و کارایی فوق‌العاده کنترل حجم پول، فعال بودن نقش بانک مرکزی در اجرای آن، درآمدزایی برای بانک مرکزی و در نتیجه نقش مهم آن در خنثی‌سازی، آزادسازی مالی و توسعه بازارهای مالی؛ نسبت به دیگر ابزارهای سیاست پولی امتیازات زیادی دارد. این عملیات تنها می‌تواند بر اوراق منتشرشده توسط دولت یا بانک مرکزی اعمال گردد. به این ترتیب تمام آثاری مترتب بر حجم پول، متوجه نحوه اجرای عملیات بازار باز است. امروزه در بسیاری از کشورهای پیشرفته دنیا این ابزار به‌طور مکرر مورد بهره‌برداری قرار می‌گیرد. نکته قابل توجه اینکه ماهیت این اوراق، قرض با بهره است. با این اوصاف، این ابزار در بانکداری بدون ربا چه جایگاهی دارد؟ کاربرد این ابزار در بانکداری بدون ربا چگونه است؟ در این فصل تلاش می‌شود ضمن توضیح اوراق قرضه، انواع، انتشار، ماهیت و خرید و فروش آن‌ها، به پرسش‌های فوق پاسخ داده شود.

## عملیات بازار باز

به خرید و فروش اوراق قرضه دولتی توسط بانک مرکزی عملیات بازار باز اطلاق می‌شود. این اقدام بانک مرکزی به منظور کنترل و مدیریت حجم نقدینگی انجام می‌گیرد. عملیات بازار آزاد به دو صورت مورد بهره‌برداری قرار می‌گیرد:

یک: زمانی که اقتصاد به دلیل عرضه کم پول با نرخ بهره بالا مواجه است و بنگاه‌های تولیدی و تجاری دچار کمبود نقدینگی اند. بانک مرکزی سیاست انبساطی در پیش گرفته و اقدام به خرید اوراق قرضه دولتی از مردم می‌کند در نتیجه عرضه پول افزایش و نرخ بهره کاهش می‌یابد و مشکل نقدینگی در جامعه حل می‌شود.

دو: زمانی که اقتصاد به جهت بالا بود حجم نقدینگی با تورم مواجه است بانک مرکزی از طریق اجرای سیاست انقباضی از ناحیه فروش اوراق قرضه به جمع‌آوری نقدینگی و کاهش تقاضای کل و در نتیجه پایین آوردن سطح عمومی قیمت‌ها اقدام می‌کند.

### **اهمیت عملیات بازار باز**

در عملیات بازار باز بانک مرکزی برای افزایش حجم پول، اوراق قرضه دولتی یا اوراق مشارکت دولتی را از اشخاص خریداری می‌کند. اوراق قرضه اسنادی قانونی هستند معمولاً در سبد دارایی مردم وجود دارد. اوراق مربوطه یک قیمت اسمی دارند و سود ثابتی نیز بر مبنای قیمت اسمی به دارنده آن تعلق می‌گیرد. پشتوانه واقعی این اوراق، کارکرد دولت منتشرکننده آن است. در صورتی که ثبات اقتصادی و سیاسی دولت بالا باشد، قیمت بازاری اوراق از قیمت اسمی آن پیشی می‌گیرد و مردم تمایل خواهند داشت از آن اوراق به سیستم بانکی بفروشند و در مقابل پول رایج دریافت نمایند. این باعث گسترش حجم پول می‌گردد. از سوی دیگر افراد بخشی از پول دریافتی از بانک مرکزی را نیز ممکن است به بانک‌ها سپارند و آن نیز زمینه وام‌دهی و گسترش دیگری در حجم پول ایجاد نماید.

بنابراین، مردم به خاطر انگیز سود ثابت و افزایش قیمت بازاری همواره مقادیری اوراق در اختیاردارند. در صورتی که بانک مرکزی در نظر داشته باشد حجم پول را کاهش دهد، اعلام می‌کند که اوراق قرضه دولتی را به فروش می‌رساند. بدیهی است مردم به خاطر ارزان شدن اوراق و همچنین دریافت سود ثابت اقدام به خرید اوراق می‌نمایند و لذا بخشی از پول‌های خود را به بانک می‌سپارند و در نتیجه نهایی حجم پول کاهش می‌یابد.

## اوراق قرضه چیست؟

ورق قرضه سند قابل معامله‌ای است که بیانگر بدهکاری صادرکننده آن به دارنده آن است با سررسید معین و تازمانی که عودت داده نشود بهره ثابتی به دارنده آن تعلق می‌گیرد؛ در پایان مدت، مبلغ مندرج در آن توسط صادرکننده پرداخت می‌شود. این اوراق به‌طور معمول دارای کوپن بهره‌ای قابل پرداخت در فواصل زمانی معین است که معمولاً یک بانک به نمایندگی از مؤسسه صادرکننده اوراق قرضه، آن را پرداخت می‌کند (آرمان و پوریان، ۱۳۷۹: ۷).

## انواع اوراق قرضه

اوراق قرضه انواع گوناگونی دارد که تنها به بخشی که در شناخت موضوع، ماهیت و کارکرد اوراق دخالت دارند اشاره می‌شود.

### الف) اوراق قرضه عادی

اوراق قرضه عادی اوراقی است که مبلغ اسمی آن معلوم و متساوی و مدت آن مشخص و بهره متعلقه هم تصریح شده است. اشخاص، این اوراق را خریداری و در موقع معین به شرکت مراجعه کرده اصل و فرع آن را دریافت می‌دارند. ممکن است بهره آن به‌صورت ماهانه، فصلی، شش ماه و سالانه به‌موجب کوپن وصل به اوراق قرضه قابل پرداخت باشد. ممکن است برای اوراق قرضه تضمیناتی هم تعیین گردد؛ مانند اینکه بانک یا شرکت دیگری پرداخت آن را ضمانت نماید، یا کارخانه، در رهن دارندگان اوراق قرضه قرار گیرد. ولی در هر حال رعایت دو امر لازم است:

۱. دارندگان اوراق قرضه در امور شرکت هیچ‌گونه دخالتی نداشته و فقط بستانکار شرکت

محسوب می‌شوند

۲. پذیرهنویسی در خرید اوراق قرضه، عملی تجاری نیست.

## ب) اوراق قرضه دولتی

اوراق قرضه دولتی انواع گوناگونی دارد:

۱. اسناد خزانه (treasury bonds): اسناد خزانه اوراق بهادار کوتاه مدتی هستند که توسط دولت با سررسید سه ماهه تا یک ساله منتشر می شود. از آنجا که این اوراق به صورت تنزیل شده به فروش می رسند و در سررسید دارنده آن مبلغ اسمی سند را دریافت می کند، فاقد کوپن بهره است (موسویان، ۱۳۸۶: ۲۷۴).

انتشار و بازخرید این اوراق توسط بانک مرکزی و به نمایندگی از دولت انجام می شود (جونز، ۱۳۸۶: ۶۸). فاقد ریسک بودن از مهم ترین ویژگی اسناد خزانه است. از خواسته های سرمایه گذار که وجوه خود را در اسناد خزانه سرمایه گذاری کند که پذیرای کمترین ریسک است و به همین دلیل بازده نسبتاً پایینی دارد. اسناد خزانه عمده تاً توسط مؤسسات سرمایه گذاری که به دنبال سرمایه گذاری موقت در مکان مطمئن هستند، خریداری می شود (علا، ۱۳۸۴: ۲۶). نرخ بهره این اسناد با توجه به سیاست پولی و نرخ تورم در حدی است که بازدهی آن، نرخ تورم را پوشش دهد تا از خروج سرمایه از کشورها جلوگیری شود (جهانی، ۱۳۷۴: ۱۷۵-۱۷۴ و گلریز، ۱۳۷۴: ۳۷).

۲. اوراق قرضه تأمین: این اوراق توسط دولت با سررسید درازمدت برای تأمین کسری بودجه و سرمایه مورد نیاز طرح های عمرانی خاص یا عام منتشر می شود. نرخ بهره این اوراق به طور معمول ثابت است. در واقع اوراق قرضه در حکم وامی است که خریداران اوراق قرضه به شرکت صادرکننده اعطا می کنند. خریداران می توانند اوراق را به دیگران بفروشند، در این صورت خریداران جدید از شرکت صادرکننده طلبکار خواهند بود (علا، ۱۳۸۴: ۲۷). خریداران این اوراق ممکن است در شرایط تورمی متضرر شوند.

### **(ج) اوراق قرضه شهرداری (municipal bonds)**

این گونه اوراق وثیقه یا ضمانت ملکی ندارد و در اغلب کشورها، شهرداری‌ها نیازهای مالی خود را از رهگذر انتشار اوراق قرضه تأمین می‌نمایند که اصل و بهره این وام‌ها از محل عوارض شهرداری یا از محل درآمد طرح‌هایی همچون عوارض پل‌ها و بزرگراه‌ها پرداخت می‌شود (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۴: ۱۱۶). این اوراق دارای ارزش اسمی و با سررسید مختلف منتشر می‌شوند تا هرکسی به اندازه توان مالی و برنامه سرمایه‌گذاری که دارد تعداد معینی آن را بتواند بخرد. شهرداری نیز به دو صورت زیر اوراق قرضه منتشر می‌کند:

**(الف) اوراق قرضه عمومی:** اوراق قرضه عمومی توسط دولت و سازمان‌های وابسته به آن به منظور تأمین کسری بودجه و از محل مالیات منتشرکننده، منتشر می‌شود (جونز، ۱۳۸۶: ۴۰). سرمایه‌گذاری در این عرصه قبل از همه نیازمند اطمینان از قانونی بودن انتشار این اوراق و توان مالی نهاد منتشرکننده آن است (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۴: ۱۱۹).

**(ب) اوراق قرضه طرح‌های ویژه (درآمدزا):** این اوراق توسط دولت، سازمان‌های وابسته به آن و شرکت‌های خصوصی منتشر می‌شود. منابع حاصل از فروش این اوراق در تأسیس یا توسعه طرح‌ها و پروژه‌های خاص چون ساخت بزرگراه، فرودگاه، بیمارستان و... به کار گرفته می‌شود و طبق برنامه‌ریزی مشخص، اصل و بهره اوراق قرضه از محل درآمد طرح‌ها یا مالیات‌های ویژه پرداخت می‌شود (جونز، ۱۳۸۶: ۴۱).

ارزش و میزان موفقیت این اوراق به قابلیت اقتصادی طرح‌ها بستگی دارد. اگر یک طرح از نظر اقتصادی وضع مطلوب داشته باشد، اوراق قرضه‌ای که برای اجرای آن طرح منتشر می‌شود موفقیت‌آمیز خواهد بود (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۴: ۱۹۷-۱۹۳).

## د) اوراق قرضه شرکت‌ها

اوراق قرضه شرکت‌ها از مهم‌ترین منابع تأمین‌کننده منابع پولی و مالی شرکت‌ها محسوب می‌شود (جونز، ۱۳۸۶: ۶۹). شرکت‌ها جهت تأمین نیازهای مالی برنامه‌های عملیاتی و طرح‌های سرمایه‌ای، کاهش هزینه تأمین مالی و اصلاح ساختار سرمایه به منظور افزایش ارزش حقوق سهامداران، اقدام به انتشار اوراق قرضه می‌کنند (عبدالله زاده، ۱۳۸۱: ۹۷). این اوراق توسط شرکت‌های خصوصی منتشر شده بدهی شرکت را نشان می‌دهد و نرخ بازده آن بیشتر از نرخ بازده اوراق قرضه دولتی است. تغییرات میزان بازدهی اوراق قرضه شرکت‌ها نیز از تغییرات نرخ بازدهی سالانه اوراق قرضه دولتی بیشتر است.

مشکل اساسی این اوراق خطر ناتوانی بازپرداخت اصل و بازدهی آن توسط شرکت‌ها به دلیل ورشکستگی و نوسان زیاد قیمت آن در بازار ثانوی است. قابل‌یادآوری است شرکت‌ها به دو دلیل ترجیح می‌دهند نقدینگی موردنیاز خود را از رهگذر انتشار اوراق قرضه تأمین نمایند:

۱. پایین بودن نرخ بهره اوراق قرضه از دیگر روش‌های تأمین نقدینگی؛

۲. سهولت تأمین نقدینگی توسط این اوراق.

یک شرکت سهامی با انتشار اوراق قرضه، درواقع نوعی وام درازمدت می‌گیرد و متعهد می‌شود در زمان مقرر مبالغی مشخصی را به‌عنوان بهره بپردازد.

سررسیدی که برای اوراق قرضه شرکت‌ها در نظر می‌گیرند معمولاً بیست‌ساله است؛ هرچند که گاهی اوراق پنج‌ساله تا ده‌ساله نیز منتشر می‌شود. تلاش شرکت‌ها در قرارداد اوراق قرضه شرط بازخرید برای خود است تا در مواقعی که تورم پایین می‌آید و نرخ بهره کاهش می‌یابد، با انتشار اوراق جدید با نرخ بهره کم، اوراق قرضه سابق را بازخرید نمایند (جونز، ۱۳۸۶: ۲۰۴-۲۰۱).

اوراق قرضه از جهت تعلق بهره و بازده و کیفیت محاسبه و پرداخت آن انواعی دارند

## هـ) اوراق قرضه با بهره صفر

شرکت انتشاردهنده در پایان سررسید ارزش اسمی و بهره اوراق را یکجا می‌پردازد. نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری به قیمت پیشنهادی اوراق قرضه، ارزش اسمی و زمان سررسید بستگی دارد (علا، ۱۳۸۴: ۳۷ و بهمن‌پور و مشیری، ۱۳۹۰: ۵۵). طرفداران دریافت مبلغ کلان، خرید با این اوراق معامله می‌کنند. از ویژگی‌های این اوراق، دریافت بهره مرکب در سررسید و ریسک بالای آن نسبت به تغییرات نرخ بهره است. در صورتی که نرخ بهره بازار کاهش یابد صاحبان اوراق سود کلانی را نصیب می‌شوند و اگر نرخ بهره افزایش یابد خریداران اوراق زیان خواهند دید (موسویان، ۱۳۸۶: ۲۷۹).

به‌طورکلی اوراق قرضه بدون بهره به‌طورکلی ذیل قابل‌واگذاری است.

۱. به ارزش اسمی معامله شده و در پایان مدت با نرخ بهره مرکب محاسبه و تسویه می‌شود؛
۲. ارزش اسمی مدت‌دار طبق نرخ بهره مرکب تنزیل شده به ارزش حال به فروش می‌رسد. در صورتی که نرخ تنزیل سالانه و ورقه قرضه به ارزش اسمی ۱۰۰۰ واحد به سررسید ده سال باشد، به قیمت ۲۷۰ واحد فروخته می‌شود و خریدار بعد از ده سال مبلغ ۱۰۰۰ واحد از منتشركنده ورق می‌گیرد (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۴: ۱۸۲) که از رابطه ذیل به دست می‌آید.

$$270 \cdot P = \frac{1000}{(1 + 0.14)^{10}} =$$

## و) اوراق قرضه درآمدی

در اوراق قرضه درآمدی، شرط پرداخت بهره، سود شرکت است (بریگام و ارهارت، ۱۳۹۱: ۳۵۵). در صورتی که شرکت سود کافی کسب نماید به دارندگان اوراق قرضه کوپن پرداخت



خواهد شد و صاحبان اوراق حق درخواست بهره ندارند. این احتمال وجود دارد که طبق قرارداد، سود پرداخت نشده به صورت تراکمی در آینده قابل پرداخت باشد یا سوخت شود. این اوراق به اوراق سهام شباهت دارد با این تفاوت که اگر شرکت سود ببرد، صاحبان اوراق سهمی از سود شرکت را دریافت نمی‌کنند بلکه تنها نرخ بهره مندرج در اوراق را مستحق‌اند.

### **ز) اوراق قرضه با بهره متغیر**

اوراق قرضه با بهره متغیر اوراقی است که نرخ بهره آن متغیر و تابعی از یک شاخص اقتصادی مانند نرخ تورم یا نرخ بهره اوراق خزانه است. خریداران این نوع اوراق قرضه نمی‌دانند در آینده چه میزان سود دریافت می‌کنند. میزان بازدهی این اوراق متناسب با تغییر نرخ بهره بازار متغیر است. (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۸۴: ۲۱۶ و گلریز، ۱۳۷۴: ۴۰). از ویژگی این اوراق عدم تغییر آن‌ها با تغییر در نرخ بازار و تساوی آن با ارزش اسمی است

### **ح) اوراق قرضه با جایزه**

اوراق قرضه با جایزه اسنادی است که بهره به آن تعلق نمی‌گیرد، ولی ممکن است از طریق قرعه‌کشی به جوایزی دست یابند (فرهنگ، ۱۳۷۱: ۱۶۶۸).

### **ط) اوراق قرضه بانام و بی‌نام**

در اوراق قرضه بانام، اسم و آدرس صاحب اوراق در دفاتر شرکت انتشاردهنده ثبت می‌شود و نقل و انتقال آن در صورتی میسر است که صاحب آن‌ها اسناد و مدارک، انتقال را امضا کند. اوراق قرضه بی‌نام معمولاً متعلق به دارنده آن است و مالکیت آن درجایی ثبت نمی‌شود و تغییر مالکیت آن از طریق دست‌به‌دست شدن اوراق صورت می‌گیرد.

## ی) اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام

اوراق قابل تبدیل به سهام اوراقی است که به اراده دارنده آن و بنا به پیشنهاد هیئت مدیره و گزارش خاص بازرسان و تصویب مجمع عمومی فوق العاده قابل تبدیل به تعداد مشخصی سهام عادل می باشند. به این طریق که دارندگان اوراق قرضه می توانند به شرکت مراجعه نموده و سهام بانام دریافت نمایند. در موردی باید همزمان با انتشار اعلامیه پذیره نویسی اوراق قرضه، شرکت سرمایه خود را افزایش دهد که دارندگان اوراق قرضه بتوانند سهم خریداری نمایند. پس از فروش سهم در ظرف یک ماه هیئت مدیره باید افزایش سرمایه را که این طریق به دست می آید به مرجع ثبت شرکت ها اعلام نماید. سرمایه گذار به دو دلیل در این اوراق سرمایه گذاری می کند:

۱. برخورداری از سود ثابت یا مزایای حاصل از دریافت بهره؛
۲. بهره گیری از افزایش قیمت بازار سهام عادی (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۴: ۱۲۳).

## ویژگی های اوراق قرضه

مهم ترین ویژگی های اوراق قرضه عبارت اند از:

۱. سند بستانکار: دارنده اوراق به عنوان بستانکار حق دریافت اصل و بهره آن را دارد ولی هیچ مالکیتی در شرکت ندارد.
۲. تاریخ سررسید معین: سررسید اوراق قرضه کاملاً مشخص است.
۳. ارزش اسمی مشخصی دارند.
۴. اولویت: اگر شرکت منتشرکننده اوراق قرضه ورشکست شود، دارندگان اوراق قرضه در رابطه با دریافت اصل و فرع پول خود بر صاحبان سهام عادی حق تقدم دارند.
۵. وثیقه: معمولاً انتشار اوراق قرضه با وثیقه همراه است.

۶. حق رأی: دارندگان اوراق قرضه در تصمیم‌گیری‌هایی شرکت حق رأی ندارند مگر در صورت رعایت شرایط قرارداد قرضه که می‌توانند بر فعالیت‌های شرکت اعمال قدرت نمایند.

۷. امین: شخص سوم طرف قرارداد است که به نمایندگی از طرف دارندگان اوراق قرضه و اجرای تعهدات شرکت نظارت می‌کند.

۸. نرخ بهره: در گذشته اوراق دارای بهره ثابت بوده ولی اکثر اوراق جدید دارای نرخ بهره شناور (متغیر با توجه به نرخ بهره سایر اوراق رایج در بازار) هستند (راس، وسترفیلد و جردن، ۱۳۹۳: ۱۳۳-۱۲۸).

## نقش اقتصادی اوراق قرضه

اوراق قرضه دولتی به سه منظور تأمین کسری بودجه، اعمال سیاست پولی و کاهش میزان نقدینگی و حجم پول در جریان به هدف مهار تورم و بالاخره تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری و عمرانی انتشار می‌یابد که در ذیل به‌طور اختصار به اشاره می‌گردد.

### الف) انتشار اوراق قرضه برای تأمین کسری بودجه

دولت‌ها به‌منظور تأمین کسری بودجه، سه راه‌حل در پیش‌رو دارند.

۱. استفاده از منابع خارجی. بهره‌گیری از این منابع افزون برداشتن محدودیت‌های زیاد، تکرار و تراکم قرض‌های خارجی، بازپرداخت اصل و فرع آن روی اقتصاد داخلی فشار آورده، به تدریج بر نرخ‌های داخلی تأثیر گذاشته، آن‌ها را افزایش می‌دهد (مقدسی، ۱۳۷۳: ۳۲).
۲. استقراض از بانک مرکزی. استفاده از منابع سیستم بانکی گرچه راه آسانی است، اما از طریق بسط پایه پولی موجب افزایش نقدینگی شده، قیمت کالاها و خدمات را بالا می‌برد. اثرات استفاده از این شیوه در اقتصاد عامل اصلی بروز تورم و سیر فزاینده قیمت‌ها است (رحیمی، ۱۳۸۱: ۸۶).

۳. انتشار اوراق قرضه و فروش آن به مردم و استفاده از منابع بخش خصوصی برای تأمین کسری بودجه. این شیوه در کوتاه مدت اثر تورمی نداشته و از طریق کنترل نقدینگی ضد تورمی است؛ اما در بلندمدت موجب کاهش توان بخش خصوصی و افت سرمایه گذاری ها و فعالیت های تولید می شود (موسویان، ۱۳۸۶: ۲۸۹).

### **ب) انتشار اوراق قرضه جهت سیاست پولی**

عملیات بازار آزاد از راه های اساسی سیاست پولی است. مقامات بانک مرکزی برای کنترل حجم نقدینگی از این ابزار استفاده می کنند. زمانی که اقتصاد به جهت عرضه کم پول، با نرخ بهره بالا و مؤسسات تولیدی و تجاری با کمبود نقدینگی و بالا بودن هزینه بهره روبرویند، بانک مرکزی به خرید اوراق قرضه دولتی از بانک های تجاری و مردم اقدام می کند و به این وسیله موجب افزایش پایه پولی و دنبال آن مشکل نقدینگی حل می گردد، هزینه تولید پایین می آید. در صورتی که به جهت بالا بودن حجم نقدینگی با تورم مواجه باشد بانک مرکزی با فروش اوراق قرضه اقدام به جمع آوری نقدینگی و کاهش تقاضای کل و در نتیجه پایین آمدن سطح عمومی قیمت ها می کند (موسویان، ۱۳۷۸: ۴۷).

در سیستم بانکداری متعارف و مبتنی بر اصول سرمایه داری، استفاده از عملیات بازار باز به دلیل انعطاف پذیری بالا، امکان استفاده از آن در جهت مخالف بدون دارا بودن اثرات منفی روانی و تبلیغاتی بهره گیری از دیگر ابزارهای پولی و در مقایسه با نسبت ذخیره قانونی، نداشتن پیامدهای مالیاتی آن، از رونق و جذابیت بیشتری برخوردار است؛ اما در نظام بانکداری بدون ربا سیاست پولی به منظور نظارت بر حجم پول اعمال می گردد.

## ماهیت فقهی خرید و فروش اوراق قرضه

مقصود از عملیات بازار باز، خرید و فروش اوراق قرضه دولتی یا غیردولتی، توسط بانک مرکزی است، هرگاه بانک مرکزی درصدد اجرای سیاست انبساط پولی باشد، با خرید اوراق قرضه دولتی و غیردولتی از مردم و بانک‌های تجاری، پول وارد جامعه نموده و زمانی که بخواهد سیاست انقباض پولی را اعمال نماید با فروش اوراق قرضه به مردم و بانک‌های تجاری پول را از جامعه، جمع‌آوری می‌کند. از آنجاکه ماهیت اوراق قرضه به اعطای قرض با بهره و ربا برمی‌گردد. البته برخی از محققان صور مختلفی برای خرید و فروش اوراق قرضه در بازار اولیه و ثانویه و این‌که خریدار اولیه یا ثانویه بانک‌های دولتی یا بانک‌های خصوصی و مردم باشند، تصویر کرده‌اند احتمالاتی از جهت فقهی داده‌اند. لکن گذشت که اوراق قرضه ماهیت قرض با بهره و ربوی دارند و هر نوع معامله مترتب بر آن‌ها معامله مترتب بر قرض با بهره است. این مسئله در این قسمت به تفصیل از دیدگاه امامیه و اهل سنت بیان خواهد شد.

### الف. عملیات بازار باز دیدگاه امامیه

با توجه به آنچه بیان شد می‌توان گفت، اوراق قرضه از جهت فقهی به چهار دسته قابل تقسیم است.

#### ۱. اوراق قرضه با بهره

این اوراق دارای کوپن بهره است و دارندگان آن، افزون بر اخذ اصل سرمایه در موقع مقرر، در فواصل زمانی معین با دادن کوپن، مقدار ثابتی بهره دریافت می‌نمایند و نیز اوراق قرضه بدون بهره‌ای که دارندگان آن، بهره ماهانه یا فصلانه نمی‌گیرند، بلکه در سررسید افزون بر ارزش اسمی، بهره مرکب چندساله دریافت می‌کنند، این اوراق سند قرض با بهره بوده و حکایت‌گر قرض همراه با زیاده به نام بهره است. با این تفاوت که در نوع اول، بهره جدا از اصل قرض

به صورت ماهانه یا فصلی پرداخت می شود و در نوع دوم، بهره ها متراکم شده و به شکل بهره مرکب همراه اصل وام پرداخت می گردد (همان: ۲۹۱).

با دقت عرفی و حقوقی واگذاری اولیه اوراق، وام و قرض است که ناشر اوراق قرضه از متقاضیان اوراق، قرض کرده و در مقابل، سند بدهی پرداخت می نماید (ساعت چی یزدی، ۱۳۷۹: ۴۱). معاملات بعدی می تواند ماهیت بیع دین یا قرض همراه با حواله داشته باشد. دارنده اوراق هنگام نیاز به نقدینگی، اوراق قرضه را به دیگری می فروشد یا از دیگری قرض با بهره می گیرد و برای دریافت اصل و سود آن، او را به ناشر اوراق حواله می دهد.

از نظر فقهی معامله نخست جای بحث دارد. برخی از محققان، بین انواع قرض های همراه با زیادی تفصیل قائل شده اند و گفته اند اگر کسی در باب ربا معتقد باشد که ربا محرم تنها شامل زیادی برای تمدید مدت بدهی می شود نه قرض با بهره، همه انواع اوراق قرضه حلال و معاملات اولیه و ثانویه که بر آن ها صورت می گیرد مجاز خواهد بود.

چنانچه کسی ربا را فقط مربوط به زیادی در قرض های مصرفی بداند، آن دسته از اوراق قرضه های دولتی، شهرداری ها و شرکت ها که برای سرمایه گذاری در طرح های اقتصادی منتشر می شوند، مجاز خواهد بود؛ اما اخذ زیادی از اوراق قرضه هایی که جهت تأمین کسری هزینه های جاری دولت منتشر می شود، مشکل دارد. اگر کسی ربا بین دولت و ملت را همانند ربا بین پدر و فرزند بداند، معامله با اوراق قرضه دولتی مشکل نخواهد داشت. اگر کسی بین ربا و بهره یا ربا و بهره بانکی تفاوت گذارد، می تواند قائل به جواز همه اوراق قرضه باشد.

همان گونه که بیان شد هیچ یک از این تفصیلات از نظر علمی و فقهی قابل توجیه نیستند زیرا ادله حرمت ربا اطلاق دارند، شامل هر قرضی که در آن شرط زیادی شود و قرض گیرنده متعهد به پرداخت زیادی باشد می گردد، بنابراین، هر قرضی که در آن شرط زیاده باشد ربا و حرام است. این گروه از اوراق قرضه نیز به دلیل شرط زیاده در آن حرام هستند. از این رو، همان طور

که معامله اولیه آن‌ها ماهیت قرض با بهره دارند و حرام است، معاملات ثانویه آن‌ها چه به‌عنوان بیع و چه به‌عنوان حواله نیز ماهیت ربوی داشته و حرام خواهد بود (موسویان، ۱۳۸۶: ۲۹۲).

## ۲. اوراق قرضه درآمدی

اوراق قرضه درآمدی ضعیف‌ترین شکل بدهی است که یک شرکت می‌تواند صادر کند. این اوراق هرچند بهره معینی دارند اما شرکت صادرکننده در صورتی بهره می‌پردازند که واقعاً درآمدی کسب کرده باشد و چنین شرایطی، دارندگان اوراق را در وضعیت ضعیفی قرار می‌دهد. اوراق قرضه درآمدی به‌طورکلی دو نوع‌اند.

۱. طبق قرارداد، بهره سال‌هایی که شرکت از فعالیت‌های اقتصادی خود سودی کسب نمی‌کند و سالی که شرکت سود می‌کند جمع شده یکجا پرداخت می‌شود؛
۲. بهره سال‌هایی که شرکت سود نمی‌کند اصلاً پرداخت نمی‌گردد.

تردیدی نیست که در نوع اول عنوان قرض به‌شرط زیادی صادق است، چراکه شرکت منتشرکننده اوراق، متعهد به پرداخت قطعی زیاده (بهره اوراق) می‌شود، فقط با این تفاوت که زمان پرداخت بهره، زمان سود بردن شرکت است.

اما نوع دوم از نظر فقهی بحث دارد، زیرا از یک‌سو مشروط کردن پرداخت بهره به تحقق سود احتمالی، به معنای عدم تعهد منتشرکننده اوراق به‌صورت مطلق نسبت به پرداخت بهره است و این شرط تحقق سود شرط زیاده را از شرطیت خارج کرده و عنوان قرض به‌شرط زیادی به آن صدق نمی‌کند. از سوی دیگر صادرکننده اوراق شرط بهره در فرض سود را پذیرفته و به آن متعهد شده، بهره در فرض سود گرچه ارزش مالی پایین‌تری نسبت به بهره به نحو مطلق دارد (سود باشد یا نباشد) اما فی‌نفسه دارای ارزش مالی است و در اقتصاد زیاده به حساب می‌آید و در بازار اوراق بهادار نیز به قیمتی بالاتر از ارزش اسمی خرید و فروش می‌شوند (همان: ۲۹۴-).

۲۹۳)؛ بنابراین، صادرکننده اوراق شرط زیاده را به صورت مطلق پذیرفت و عنوان قرض به شرط زیاده بر آن صادق است.

در اوراق قرضه‌ای که بهره متغیر دارند گرچه پرداخت نرخ بهره معین و ثابتی شرط و تعهد نشده و تعیین آن به متغیرهای چون تعیین نرخ تورم منوط گردیده، اما اصل پرداخت زیاده، شرط و تعهد شده است؛ بنابراین، هرچند مقدار زیاده در آینده تعیین می‌گردد؛ اما صدق عنوان قرض به شرط زیاده، قطعی است.

### ۳. اوراق قرضه با جایزه

همان‌گونه که بیان شد همه ناشران اوراق قرضه نسبت به بازدهی آن‌ها یکسان عمل نمی‌کنند، برخی از آنان به جای دادن بهره، به قیدقرعه جوایزی به خریداران اوراق می‌پردازند. بدیهی است از آنجاکه قرض‌گیرنده در واقع تعهدی را در قبال قرض دهنده نمی‌پذیرد؛ پرداخت هدیه و جایزه جهت انگیزش کسانی که انگیزه معنوی ندارند، نه تنها مشکل شرعی ندارد بلکه در مواردی نیز مستحب است. به علاوه با کاهش یا افزایش این جوایز می‌توان سیاست اقتصادی اعمال کرد و بر میزان خرید این اوراق تأثیر گذاشت.

این شیوه با دو مشکل عمده روبه‌رو است:

۱. دلیل فوق در قبال قرض‌های فردی ممکن است درست باشد اما در مورد قرض‌های جمعی چون اوراق قرضه معمولی صحیح نیست؛ زیرا در حقیقت خریداران اوراق قرضه به صادرکننده آن، قرض می‌دهند به این شرط که قرض‌گیرنده مبلغ قابل توجهی را به‌عنوان جایزه به آنان بپردازد و او نیز متعهد می‌شود جوایزی به دارندگان اوراق بپردازد؛ بنابراین، با این رویکرد عنوان قرض به شرط زیاده بر آن صادق است، با این تفاوت که تنها قرعه تعیین می‌کند چه کسی گیرنده زیاده است.



۲. شبهه قمار و اکل مال به باطل؛ این روش افزون بر این که از ناعدالانه‌ترین شیوه توزیع درآمد است؛ گروهی با دادن قرض در بردن جایزه مسابقه می‌دهند و به رقابت می‌پردازند. چون به مقتضای عقد قرض، هر چند صادرکننده اوراق قرضه مالک وجوه اوراق می‌شود و سودی که از این ناحیه به دست می‌آید نیز به ملکیت او درمی‌آید و جوایزی پرداختی هم ملک او است، اما از آنجا که سود و جوایز محصول کارکرد سرمایه نقدی صاحبان بوده که به قیدقرعه در اختیار عده محدودی قرار می‌گیرد و خروجی آن محرومیت اکثریت و برخورداری اقلیت از ثروت هنگفت است (همان: ۲۹۴).

## ۴. اوراق قرضه تنزیلی

بخشی از اوراق قرضه به صورت تنزیلی هستند، بدین معنا که ورق قرضه که حاکی از بدهی است به قیمت کمتر از ارزش اسمی آن فروخته می‌شود و دارنده ورق نیز در سررسید به ناشر مراجعه کرده ارزش اسمی آن را دریافت می‌کند (میشکین، ۱۳۹۰: ۱۱۱). از آنجا که این اوراق، سند بدهی واقعی نیست - پیش‌تر معامله‌ای صورت نگرفته و این اسناد حاکی از بدهی سابق نیستند - فروش اولیه آن‌ها از باب بیع دین (تنزیل) نخواهد بود و حقیقت این اوراق همان قرض با بهره است و تنها تفاوتشان با قرض با بهره در شیوه محاسبه است. مثلاً در قرض با بهره اگر با نرخ ۱۰ درصد، هزار واحد قرض داده شود در سررسید یک‌ساله باید قرض‌گیرنده ۱۰۰ واحد افزون بر اصل قرض برگردانده شود که ارزش آن از رابطه زیر به دست می‌آید.

$$1000(1 + 0.10) = P = 1100$$

بنابراین، وام‌گیرنده در صورتی که قرض با سررسید یک‌ساله گرفته باشد باید در سررسید

۱۱۰۰ واحد پرداخت نماید.

در اوراق قرضه تنزیلی اگر قرض کننده سال آینده بخواهد با نرخ بهره ۱۰ درصد، ۱۰۰۰ واحد برگرداند الآن باید چقدر قرض نماید؟ این نتیجه از معادله زیر قابل استخراج است.

$$909 P = \frac{1000}{(1-0/10)} =$$

بنابراین، با استفاده از روش محاسبه تنزیلی نتیجه ۹۰۹ واحد خواهد بود. بدین معنا که اگر قرض دهند به قرض گیرنده قرض یک ساله بدهد با احتساب سود یک ساله باید هنگام دادن قرض ۹۰۹ واحد به قرض گیرنده بدهد.

در نتیجه، تفاوت این روش محاسباتی در این است که در روش اول قرض دهنده در برابر ۱۰۰۰ واحد سود می برد، در روش دوم با دادن ۹۰۹ واحد ۹۱ واحد سود را نصیب خواهد شد.

لازم به یادآوری است که عده از فقها برای تصحیح خرید و فروش سفته های صوری راه حل هایی را پیشنهاد نموده اند (توضیح المسائل مراجع مبحث خرید و فروش سفته)، اما هیچ یک در اوراق قرضه تنزیلی چاره ساز نیست، به دلیل اینکه آن شیوه ها مربوط به زمانی است که شخص سفته صوری شخص دیگری را به بانک یا شخص ثالث بفروشد. برای مثال تجاری بدون اینکه از همکارش طلبی داشته باشد، از باب رفاقت چک یا سفته مدت داری می گیرد، سپس آن را در بانک یا پیش شخص دیگری تنزیل می کند و به همکارش وعده می دهد که در موعد مقرر، مبلغ چک یا سفته را به او بپردازد. اینجا برخی از فقها راه حل هایی را ارائه داده اند تا رابطه تاجر و همکارش به رابطه بدهکار و طلبکار واقعی تبدیل شود. در بحث اوراق قرضه، شخص ثالثی مطرح نیست، بلکه صادرکننده اوراق قرضه با تحویل سند بدهی، خودش از گیرنده ورقه پول دریافت می کند. چنین مبادله ای همان گرفتن قرض و دادن سند بوده و چون این قرض همراه با شرط زیاده است، ربا و حرام است (موسویان، ۱۳۸۶: ۲۹۶). برای اینکه معامله ربوی نشود باید ماهیت قرارداد تغییر یابد نه اسم آن.

## ب. عملیات بازار آزاد از نظر اهل سنت

دانشمندان اهل سنت به ابزار عملیات بازار باز را به دلیل مسلم بودن ابتدای آن بر ربا و سود ثابت در بانکداری مورد بحث قرار نداده‌اند و لذا از پرداختن به مباحث فرعی آن نیز خودداری نموده و به کارگیری آن را در مبادلات بانکی و غیر بانکی جایز ندانسته‌اند. در پاره موارد که ناگزیر از بیان آن شده‌اند تنها به این مقدار بسنده شده که معامله با اوراق قرضه جایز نیست.

زحیلی و قره‌داغی از محدود علمای اند که به اختصار در حد یک یادآوری به این ابزار اشاره نموده است. زحیلی در این باره می‌نویسد: اوراق قرضه اوراق و اسنادی دال بر بدهی مدت‌دار شرکت از فرد است که در بازار قابل خرید و فروش است و از راه پذیره‌نویسی عمومی انجام می‌شود؛ بنابراین، این اوراق سند و گواهی بدهی شرکت نسبت به دارنده اوراق قرضه است و معامله با آن حرام است زیرا دارنده اوراق از سود ثابت بهره‌مند - شرکت سود کند یا زیان نماید - شده است (زحیلی، ۱۴۳۰: ۱۳۲).

در جای دیگر نیز اسناد تجاری را سند بدهی قلمداد کرده که شرکت‌ها جهت تأمین نیاز نقدینگی، برای خرید کالاهای جدید و بستن قراردادها و ... صادر و به سرمایه‌گذاران در برابر سود معین، با تضمین اصل سرمایه واگذار می‌کنند و این اوراق در بازار نیز قابل مبادله است (همان).

قابل یادآوری است که خود اندیشه سیاست عملیات بازار باز نظر بانکداری بدون ربا مشکلی ندارد بلکه مشکل در عناصر به کار رفته در آن است؛ بنابراین، اقتصاد اسلامی از ابزار سیاست بازار باز به‌عنوان ابزار مدیریت و کنترل نقدینگی استقبال می‌کند البته به این شرط که در آن اوراق مالی مخالف با احکام شرع نباشد و معاملات به صورت شرعی صورت گیرد و مطابق قوانین شرعی اداره شود.

باید توجه داشت که از نظر آنان و کلی دانشمندان مسلمان، تمام مشکلات ابزار عملیات بازار باز با تمام انواع آن به حرمت اوراق قرضه در بانکداری متعارف و سنتی به این برمی‌گردد که در معاملاتشان ضوابط شرعی رعایت نمی‌شود.

بنا بر نظر دانشمندان اسلامی سرعت گردش اوراق مالی اسلامی، بیشتر از اوراق مالی به کار گرفته شده در بانکداری متعارف است. چون در بانکداری متعارف اوراق قرضه جایگزین قرض با بهره شده است. درحالی‌که بازار اقتصاد اسلامی، اوراق مشارکت در انواع گوناگونی نظیر اوراق اجاره، مشارکت، مضاربه، مساقات، مزارعه و... قابل طرح است و هیچ‌گونه تضادی با حکم شرع ندارد (قره‌داغی، ۱۴۳۱: ۲/۵۱۷).

## نتیجه

عملیات بازار باز به‌عنوان ابزاری است قانونی که مجوز دخالت مقامات پولی در بازار اوراق قرضه و بهادار دولتی به‌منظور تنظیم حجم پول در گردش، متناسب با نیازهای اقتصادی کشور از رهگذر خریدوفروش اوراق قرضه دولتی از سوی بانک مرکزی را در بردارد. خریدوفروش اوراق قرضه و اوراق بهادار دولتی توسط بانک مرکزی در کشورهایی که بازار پولی توسعه‌یافته‌ای دارند، یکی از فعال‌ترین و مؤثرترین مکانیزم‌های کنترل حجم پول و اعمال سیاست‌های پولی توسط بانک مرکزی است. این نوع اوراق معمولاً بلندمدت و دارای نرخ بهره ثابت نسبت به ارزش اسمی‌شان هستند. اوراق قرضه، اسنادی است دارای ارزش اسمی که دارنده آن هر سال مبلغ معینی به‌عنوان بازده دریافت می‌کند و هنگام سررسید اوراق قرضه، مبلغ اسمی آن نیز به او پرداخت می‌شود. دارنده اوراق می‌تواند قبل از سررسید آن را به خریدار دیگری بفروشد.

پارامتر عملیاتی اعمال سیاست پولی از طریق عملیات بازار آزاد معمولاً از طریق تعیین و تغییر میزان کمی خریدوفروش این اوراق در بازار از طرف بانک مرکزی است. بدین ترتیب که بانک مرکزی برای استفاده از این بازار برای اجرای سیاست پولی انبساطی شرایطی فراهم کند

تا اوراق بهادار بیشتری خریداری کند و حجم پول در گردش را افزایش دهد و در جهت سیاست پولی انقباضی اوراق بهادار بیشتری بفروش رساند تا از حجم پول در گردش کاسته شود. عملیات بازار باز به عنوان مهم ترین ابزار اجرایی سیاست پولی بانک مرکزی با برخورداری از شرایط زیر موفق عمل خواهد کرد:

اولاً: بازار پولی سازمان یافته و متشکل وجود داشته باشد؛

ثانیاً: اوراق قرضه و اسناد خزانه حجم مناسبی از بازار پول را تشکیل دهد؛

ثالثاً: بازار پول واکنش لازم را در قبال خرید و فروش از خود بروز دهد؛

رابعاً: با تغییر حجم نقدینگی بازار پول، نرخ بهره تغییر کند و امکانات لازم برای کنترل اعتبارات را فراهم سازد.

عملیات بازار باز یا خرید و فروش اوراق قرضه و اسناد دولتی یکی از کارآمدترین ابزارها در نظام بانکداری ربوی است که بیشترین کاربرد را در عرصه سیاست پولی دارد و بانک مرکزی برای کنترل حجم نقدینگی از این ابزار بهره می گیرد. این ابزار به دلیل ارتباط مستقیم و اتکای آن بر نرخ بهره، در بانکداری بدون ربا کاربرد ندارد و از نظر شرعی مشکل دارد.

## کتاب‌نامه

۱. آرمان، بهمن و پوریان، حیدر، *نقش بورس اوراق بهادار در برنامه پنج‌ساله دوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی ایران*، مؤسسه تحقیقاتی پولی و بانکی، دوم، تهران، ۱۳۷۹.
۲. بنی‌هاشمی خمینی، حسن، *ملحقات توضیح المسائل مراجع عظام*، دفتر انتشارات اسلامی، پنجم، قم، ۱۳۷۹.
۳. جونز، چارلز پی، *مدیریت سرمایه‌گذاری*، ترجمه رضا تهرانی و عسگر نوربخش، نگاه دانش، سوم، تهران، ۱۳۸۶.
۴. جهانخانی و پارسائیان، *مدیریت سرمایه‌گذاری و ارزیابی اوراق بهادار*، دانشگاه تهران، تهران، ۱۳۸۴.
۵. جهانخانی، علی و پارسائیان، علی، *بورس اوراق بهادار*، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تهران، ۱۳۷۴.
۶. رحیمی، زهرا، *بررسی آثار اقتصادی انتشار اوراق مشارکت*، پژوهشکده پولی و بانکی، تهران، ۱۳۸۱.
۷. زحیلی، وهبة، *المعاملات المالية المعاصرة، دارالفکر، هفتم، دمشق، ۱۴۳۰ ق.*
۸. ساعت‌چی یزدی، حسین، *قانون تجارت*، مجمع علمی و فرهنگی مجد، چهارم، ۱۳۷۹.
۹. علا، عین‌اله، *اصول مدیریت سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار*، طهوری، اول، تهران، ۱۳۸۴.
۱۰. فراهانی فرد، سعید، *سیاست‌های اقتصادی در اسلام*، سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، چاپ دوم، تهران، ۱۳۸۵.

۱۱. فرهنگ، منوچهر، فرهنگ بزرگ اقتصادی، نشر البرز، تهران، ۱۳۷۱.
۱۲. قره‌داغی، محی‌الدین، بحوث المدخل الی الاقتصاد الاسلامی، ج ۳، دار البشائر الاسلامیة، اول، دمشق، ۱۴۳۱ ق.
۱۳. گلریز، حسن، بورس اوراق بهادار، انتشارات امیرکبیر، چاپ اول، تهران، ۱۳۷۴.
۱۴. مقدسی، محمدرضا، سیاست‌های پولی، انتخاب ابزارى به‌عنوان جایگزین، معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی، تهران، ۱۳۷۳.
۱۵. موسویان، سیدعباس، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، اول، تهران، ۱۳۸۶.
۱۶. موسویان، سید عباس، بازار سرمایه اسلامی، پژوهشگاه فرهنگ و نشر اندیشه اسلامی، اول، ۱۳۹۱.
۱۷. موسویان، سید عباس، بانکداری بدون ربا، مؤسسه تحقیقات پولی و بانک، تهران، ۱۳۷۸.
۱۸. میشکین، فریدریک اس، اقتصاد پول، بانکداری و بازارهای مالی، ترجمه شعبانی، دانشگاه امام صادق (ع)، اول، تهران، ۱۳۹۰.
۱۹. بهمن‌پور، حمید و سعید مشیری، اقتصاد پول و بانکداری، نشر نی، اول، تهران، ۱۳۹۰.
۲۰. راس، استفان، وسترفلید، رندلف و جردن، بردفورد، مدیریت مالی نوین، ترجمه علمی جهانخانی و مجتبی شوری، انتشارات سمت، هفتم، تهران، ۱۳۹۳.
۲۱. عبدالله زاده، فرهاد، مدیریت سرمایه‌گذاری و بورس اوراق بهادار، پردازشگران، اول، تهران، ۱۳۸۱.

۲۲. بریگام، یوجین اف و ازهارت، مایکل سی، مدیریت مالی در تئوری و عمل، مترجم  
علی پارسائیان و علیرضا فراهانی، انتشارات ترمه، دوم، تهران، ۱۳۹۱.